

**DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE DEL 20 GIUGNO 2019 – MODIFICHE AL
REGOLAMENTO N. 18592 DEL 26 GIUGNO 2013 SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI
RISCHIO TRAMITE PORTALI ON-LINE**

On.le Consob,

nel ringraziare anticipatamente per l'opportunità offerta al Nostro Studio **GIM Legal** STA S.r.l., si forniscono di seguito alcune osservazioni e proposte sul documento di consultazione per estendere - a seguito dell'approvazione della Legge 30 dicembre 2018 n. 145 (Legge di bilancio 2019) che ha modificato il TUF – l'operatività dei portali per la raccolta di capitali on-line anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese.

* * *

A) ULTERIORI CATEGORIE DI INVESTITORI

Osservazioni:

L'ordinamento nazionale, diversamente dall'esperienza di altri paesi dell'Unione Europea (quali ad esempio il Lussemburgo) non presenta particolari differenziazioni rispetto alle categorie generali di investitori in strumenti finanziari indicate dalla normativa MiFID (clienti al dettaglio, clienti professionali, controparti qualificate) ponendo nella prassi, in taluni casi, un disincentivo allo sviluppo dell'industria finanziaria in nuovi ambiti derivanti dal continuo processo di innovazione che caratterizza la finanza mobiliare.

Ritenendo tale stato di cose un freno alla *Capital Markets Union*, tenuto conto degli attuali limiti derivanti dal TUF e dalla disciplina codicistica, si desidera esprimere il pieno apprezzamento per aver esercitato la delega regolamentare nel senso di aver individuato ulteriori categorie di investitori ed, in particolare:

- a) Gli investitori già contemplati, ad altri fini, dal Regolamento Crowdfunding 18592 (art. 24, comma 2) quali: le fondazioni bancarie, gli incubatori di start-up innovative previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto e gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese;
- b) gli investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiori a duecentocinquanta mila euro;
- c) gli investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro 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 non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Proposte:

Considerate le non condivisibili "limitazioni" posta dal TUF e dalla disciplina codicistica, al momento, resta esclusa la possibilità – diversamente dall'offerta di capitale di rischio – di poter offrire sui portali di crowdfunding titoli di debito/obbligazioni agli investitori *retail tout court*. Essendo peraltro per definizione il capitale di debito meno rischioso rispetto al capitale di rischio non appare "razionale" la scelta finora effettuata dal legislatore.

L'esigenza di eliminare tale limitazione appare ancora più cogente per assicurare un *level playing field* fra l'emananda disciplina e quella già prevista per il *social lending* di cui al Provvedimento della anca d'Italia n. 584 del febbraio 2016 (sui profili di criticità si rinvia al successivo paragrafo D).

Si auspica a tal riguardo che codesta Autorità si attivi presso il legislatore al fine di eliminare la limitazione prevista al comma 1-ter all'art. 100-ter del TUF ed, in particolare, "nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob" in modo da permettere agli investitori retail di poter sottoscrivere strumenti di debito/obbligazioni come già avviene per il capitale di rischio offerto dalle PMI.

Tale scelta è finalizzata a creare – insieme alle proposte contenute nel recente documento di discussione Consob sulle ICO volto a ricondurle all'interno della

disciplina sul crowdfunding – una *sandbox* per la raccolta di capitali (di rischio, di debito e tramite cripto-attività) di ammontare contenuto (limite di raccolta pari a 8.000.000€) e destinato a finanziare le PMI italiane.

B) ATTESTAZIONI SUL RISPETTO DEI REQUISITI EX ART. 24 REGOLAMENTO 18592

Osservazioni:

Le recenti modifiche al Regolamento 18592 prevedono ai fini dell'accertamento della qualità di investitore di cui all'art. 24, comma 2-quater, lettera a) e al successivo comma 2-quater, lettera c), che l'investitore consegni al gestore una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento (la prima sul valore del portafoglio di strumenti finanziari e la seconda relativa alla circostanza che l'investimento è effettuato nell'ambito di un servizio di gestioni di portafoglio e/o di un servizio di consulenza).

Nella prassi si possono verificare problematiche di tipo operativo che mal si conciliano con le esigenze di speditezza delle operazioni che sono proposte mediante i portali per la raccolta di capitali *on line*.

Per evitare problematiche di tipo operativo occorrerebbe prevedere un termine entro il quale l'intermediario è obbligato a rilasciare tali dichiarazioni all'investitore, ad esempio, contestualmente alla richiesta o al massimo entro due giorni lavorativi dalla medesima.

Proposte:

Si invita, la Spett.le Consob ad integrare l'art. 24 del Regolamento con l'indicazione di un termine perentorio entro il quale l'intermediario è obbligato a rilasciare le varie dichiarazioni/attestazioni all'investitore, ad esempio, contestualmente alla richiesta da parte del medesimo o al massimo entro due giorni lavorativi dalla medesima richiesta.

C) ART. 16 REGOLAMENTO 18592

Osservazioni:

Sul mercato si sono verificate alcune operazioni in cui l'aumento di capitale/raccolta di capitali di rischio è stato approvato dall'assemblea dell'emittente in maniera totalmente "scindibile": alcune offerte, pertanto, si sono concluse raccogliendo importi molto contenuti e non "coerenti" con le ipotesi/assunzioni sottostanti ai *business plan* presentati sui portali / investitori.

Proposte:

Si invita, la Spett.le Consob ad integrare l'Art. 16 (informazioni relative alle singole offerte) e il relativo Allegato 3 con l'obbligo per l'emittente di indicare, nella documentazione di offerta di ogni singola offerta, l'ammontare dell'offerta – coerentemente con il *business plan* presentato sul portale – ritenuta "inscindibile".

D) SOCIAL LENDING

Osservazioni:

Alla data del 30 giugno 2019, il c.d. *lending crowdfunding* ha raccolto in Italia 435 milioni di euro (fonte: Politecnico di Milano – Osservatorio Entrepreneurship & Finance – 4° report italiano sul CrowdInvesting).

In Italia le piattaforme di *lending crowdfunding*, gestite da intermediari finanziari ex art. 106 del TUB e dagli Istituti di Pagamento ex art. 114-septies del TUB, operano all'interno della cornice regolamentare definita dalla Banca d'Italia con Provvedimento adottato con Delibera 584 del febbraio 2016 recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

Il citato Provvedimento alla Sezione IX – nel consentire ad una pluralità di *prestatori retail* di finanziare per il tramite di piattaforme un progetto, proposto da una persona fisica o da un'impresa, a titolo di prestito – identifica alcune condizioni che le piattaforme devono rispettare tra cui, in particolare, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di *trattative personalizzate* con i singoli finanziatori. Le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto ("un facilitatore") allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione.

Dall'analisi dei modelli operativi delle piattaforme di social lending presenti sul mercato emerge che nel corso del tempo si sono sempre più affermati modelli operativi c.d. "diffusi" in sostituzione dei modelli inizialmente presenti sul mercato c.d. "diretti" (trattative personalizzate e svoltesi autonomamente fra prestatore e prenditore di fondi).

I modelli diffusi prevedono un ruolo attivo della piattaforma sia nel selezionare le richieste di credito, sia nel decidere l'allocazione del capitale raccolto e da investire. In estrema sintesi, i prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro e forniscono alcune indicazioni rispetto all'importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al *risk appetite*, ovvero al *profilo* rendimento ritenuto "soddisfacente". Successivamente è la piattaforma stessa, utilizzando algoritmi prestabiliti, ad allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili nel rispetto dei criteri/obiettivi indicati dai prestatori. Frequentemente poi alle varie scadenze i rimborsi del capitale e gli interessi vengono automaticamente reinvestiti dalla piattaforma stessa.

Sintetizzando oggetto della proposta negoziale sono quote "standardizzate" di prestiti che potrebbero "agevolmente" rientrare nella nozione di prodotto finanziario, rendendo applicabile sia la disciplina dell'attività di offerta al pubblico di prodotti finanziari sia la disciplina dell'offerta fuori sede mediante tecniche di comunicazione a distanza.

Non raramente poi i gestori stessi mettono a disposizione degli investitori anche piattaforma di scambio (mercati secondari) in cui gli investitori possono compravendere le quote "standardizzate" di crediti.

Questa tipologia di operatività non è prevista dal citato Provvedimento della Banca d'Italia.

Concludendo le modalità operative di portali di *social lending* diffuse sul mercato sembrano, quindi discostarsi dal perimetro delineato dalle disposizioni della Banca d'Italia per poter "ricadere" nelle attività disciplinate dal TUF.

Proposte:

Si invita la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ad avviare tutte le necessarie attività volte a chiarire gli aspetti regolamentari in modo da ricondurre, nel perimetro regolato dalla Banca d'Italia, l'operatività dei portali di *social lending* con modello c.d. "diretto" e all'interno del perimetro disciplinato dal TUF ed, in particolare, dal modificando Regolamento Consob 18592, i portali di *social lending* con modello operativo c.d. "diffuso" anche attraverso la previsione di un regime transitorio, ad esempio della durata di 6 mesi, per evitare – nelle more del procedimento d'autorizzazione e di iscrizione nel registro detenuto dalla Consob – l'interruzione dell'operatività dei portali di *social lending* attualmente presenti sul mercato nazionale.

Tale soluzione assicurerebbe un level playing field fra l'emananda disciplina sui titoli di debito/obbligazioni (fermo restando l'auspicio e l'esigenza di estendere l'operatività al pubblico retail tout court per favorire, anche in Italia, lo sviluppo



di un mercato mobiliare più ampio) e quella già prevista per il *social lending* con Provvedimento della Banca d'Italia 584/2016. Tale soluzione appare peraltro *compliance* con i contenuti i cui alla recente proposta di Regolamento comunitario in materia di *crowdfunding*.

Si rimane a disposizione per ogni ulteriore necessità di chiarimenti e/o approfondimenti

Distinti saluti

Roma, 19 luglio 2019

GIM Legal STA

Luigi Rizzi

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'L. Rizzi', is written over the typed name and extends upwards into the date line.

GIM Legal STA S.r.l.

Via Pietro Tacchini 32 - 00197 Roma (sede legale) – Via Olmetto 10 – 20123 Milano

Capitale sociale 75.300 euro

email: info@gimlegal.com - pec: gimlegal@legalmail.it

C.F. e P.I. 14554201005