

Milano, 18.08.2017

Spett.

CONSOB

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Sede

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

RISPOSTA ALLA CONSULTAZIONE PRELIMINARE DEL 6 LUGLIO 2017

(A) INTRODUZIONE.

Il presente documento costituisce la risposta di **Crowd Advisors**, network di consulenti specializzati nei modelli di crowdfunding (equity, reward, donation e lending) che fornisce supporto a startup, PMI e piattaforme nella definizione e nella implementazione delle strategie di fundraising e di marketing relative agli strumenti di finanza partecipativa. Il network è composto dai seguenti professionisti, società ed enti:

- Dott. Fabio Allegreni
- Avv. Alessandro Maria Lerro
- Ing. Carlo Zanaboni
- Dott. Federico Fiorentini
- Dott. Alessandro Brunello
- AssoretiPMI
- TeamReti S.r.l.

Il presente documento è sottoscritto anche a titolo personale dal fondatore di Crowd Advisors Fabio Allegreni e ricalca le osservazioni dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (A.I.E.C.).

(B) OSSERVAZIONI PRELIMINARI

Preliminarmente, si deve osservare che la congestione regolamentare provocata dall'entrata in vigore della normativa di secondo livello su MIFID 2, costringe Regolatore ed operatori a valutare le proposte regolamentari in coordinamento con un testo del TUF che ancora non esiste, esaminabile solo nella versione di Decreto Legislativo in bozza, sottoposta al Parlamento per il parere (*"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")*).

Pertanto, le presenti osservazioni sono formulate sull'assunto che detto testo venga effettivamente promulgato senza varianti.

Invero, un comunicato stampa del Governo ha già annunciato delle modifiche al predetto testo, che tuttavia alla data odierna non risulta ancora pubblicato.

(C) I SOGGETTI CHE RICEVONO GLI ORDINI.

L'art. 2, comma 1, lettera e-bis), nel definire i *"soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini"*, utilizza la terminologia dell'art. 50-quinquies, comma 2, seconda parte, TUF.

La definizione include *"le imprese di Paesi terzi diverse dalle banche"*. Queste sono specificamente definite all'art. 1, comma 1, lettera g), come *"l'impresa che non ha la propria sede legale o direzione generale nell'Unione Europea, la cui attività è corrispondente a quella di un'impresa di investimento UE o di una banca UE che presta servizi o attività di investimento"*. Tuttavia, mancando ogni riferimento normativo è decisamente incerto l'ambito di riferimento. Invero, le definizioni del TUF valgono solo nel TUF.

Si ritiene quindi opportuno evitare ogni possibile indeterminatezza o dubbio e precisare la fonte della definizione, modificando il testo come segue: *"le imprese di Paesi terzi definite all'art. 1, comma 1, lettera g), TUF, diverse dalle banche"*.

(D) REQUISITI PATRIMONIALI.

I requisiti patrimoniali introdotti dall'art. 7-bis sono certamente condivisibili. La preoccupazione di AIEC riguarda i tempi di perfezionamento del sistema introdotto e la sostenibilità dei costi.

Da una parte AIEC ha già preso contatto con il Fondo di Garanzia per verificare la possibilità che i gestori vi aderiscano. Il Direttore del Fondo ha risposto di essere già in contatto con la CONSOB per valutare le modalità di adesione dei gestori di portali on-line. In proposito sarebbe molto utile aprire un tavolo unico, coinvolgendo i gestori nel dialogo.

Dall'altra parte sono già in corso sondaggi con compagnie assicurative che, tuttavia, non hanno ancora un prodotto assicurativo pronto per il mercato.

Il settore è ovviamente nuovo e anche chi gestisce rischi ha bisogno di tempo per valutarli e disciplinarli, per apprezzare i rischi e valutare i premi.

Pertanto, si propone di prevedere uno slittamento dell'obbligatorietà del sistema di almeno sei mesi e di subordinare in ogni caso l'efficacia della norma alla concreta esistenza di uno strumento di garanzia disponibile per i gestori ad un costo ragionevole.

(E) REGOLE DI CONDOTTA E CONFLITTI DI INTERESSE.

Le regole sul conflitto di interesse contenute negli artt. 16.3 e 23 della MIFID II e negli artt. 33 e 34 del Regolamento Delegato 2017/565, ritenute applicabili sulla base del regime di equivalenza dettato dall'art. 3 della MIFID II, sono confluite nell'art. 13, con una necessaria sintesi.

Detta sintesi crea tuttavia un serio problema interpretativo con l'ultima frase dell'art. 13: *“L'eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse.”*

La norma, astratta dal contesto, potrebbe far pensare che, in tutti i casi in cui il Gestore abbia una comunicazione con gli investitori qualificabile come eccessiva in termini di quantità, l'eccesso di comunicazione denoterebbe una politica sui conflitti di interesse carente, e ciò a prescindere dall'oggetto della comunicazione. Semplificando, si potrebbe ritenere che il Regolatore metta in diretta relazione un eccesso di comunicazione con il conflitto di interessi. Analisi *random* effettuate su persone non esperte di diritto finanziario hanno confermato detta erronea lettura.

A ben vedere non è (o non dovrebbe essere) questa l'intenzione della norma.

Il chiarimento si rinviene nell'art. 34 del Regolamento Delegato 2017/565, da cui è tratta la frase in commento. Nella norma comunitaria, l'associazione tra eccesso di comunicazione e carente politica dei conflitti di interesse interviene all'esito di uno sviluppo logico:

- a) quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento a norma dell'articolo 16, paragrafo 3, per impedire conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi (art. 23.2 Dir. MIFID II);
- b) Le imprese di investimento provvedono a che la comunicazione ai clienti a norma dell'articolo 23, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE sia adottata come misura estrema da utilizzarsi solo quando le disposizioni organizzative e amministrative efficaci adottate dall'impresa di investimento al fine di prevenire o gestire i conflitti di interesse conformemente all'articolo 23 della direttiva 2014/65/UE non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi del cliente (art. 34.4 Regolamento Delegato 2017/565).

Dunque, la carenza nella politica del conflitto di interessi è associata ad un eccesso di comunicazioni ai clienti, esclusivamente ove dette comunicazioni abbiano ad oggetto la natura e/o le fonti del conflitto di interessi, e ciò è assolutamente ragionevole.

Ciò premesso, si suggerisce di chiarire detta chiave di lettura nell'ultima frase dell'art. 13, primo comma, del Regolamento in consultazione, precisando che si tratta dell'"eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori" in materia di conflitto di interessi, o comunque quella effettuata a norma dell'articolo 23, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE.

(F) REGOLE DI CONDOTTA, AUTOQUOTAZIONE E OFFERTA DI SOCIETA' DEL MEDESIMO GRUPPO.

Il comma 1-bis dell'art. 13 vieta l'autoquotazione del gestore e di soggetti appartenenti al medesimo gruppo. Sul primo tema vi è stato un ampio dibattito in Europa che ha portato a soluzioni diverse. In proposito devono sollevarsi due diversi profili, oltre a farsi rispettosamente notare che il tema non sembra oggetto di delega.

(F.1) Autoquotazione.

Sulla c.d. "autoquotazione" o "autocollocamento", possono eventualmente condividersi le ragioni di opportunità, ma in realtà il tema degli strumenti per la gestione del conflitto di interessi, indicato come argomentazione per il divieto, non appare decisivo.

Ben lungi dal sancire un divieto, l'art. 41.2 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 prevede che *"le imprese di investimento ... istituiscono, applicano e mantengono disposizioni chiare ed efficaci per l'individuazione, la prevenzione o la gestione dei potenziali conflitti di interesse che insorgono in relazione a questo tipo di attività"*.

In proposito, la bozza in consultazione esclude per principio ed un po' troppo apoditticamente che i gestori di portali possano adottare presidi e cautele idonei a porre in essere quanto indicato dalla norma.

In particolare, tra le ragioni dedotte si legge che i portali non possono svolgere attività di consulenza evoluta, né sono soggetti alla disciplina della *Product Governance*.

Sul primo punto, la consulenza evoluta potrebbe essere resa da intermediari abilitati, che potrebbero affiancare il gestore nell'autoquotazione, svolgendo processi di profilatura in grado di valorizzare compiutamente le caratteristiche degli investitori, controlli di adeguatezza di tipo "bloccante", soglie massime di concentrazione degli investimenti, monitoraggio periodico del portafogli.

Peraltro, non si deve dimenticare che l'eventuale investimento nella società di gestione del portale sarebbe pur sempre una operazione di equity crowdfunding, di modesta entità e del tutto occasionale, ben lontana dalle caratteristiche delle operazioni che richiedono consulenza finanziaria evoluta.

I casi che hanno ispirato le norme in questione riguardavano banche che sono state lasciate libere di far investire interi patrimoni familiari esclusivamente o prevalentemente in propri titoli di debito e di capitale, senza alcun rispetto non solo per i principi in materia di conflitto di interesse, ma in totale dispregio di legge

ed etica. Nel caso che ci riguarda, come è noto, l'investimento medio in equity crowdfunding è di circa 5.000 euro e l'investimento mediano è ben più basso. E' piuttosto difficile configurare una rischiosità minimamente comparabile a quella dell'investimento in strumenti finanziari emessi dagli stessi intermediari finanziari che li collocano.

Si aggiunge che ogni valutazione sulla proposta di investimento potrebbe essere delegata a terzi indipendenti, lasciando al gestore del portale il ruolo di vetrina. Peraltro, la valutazione da parte del terzo potrebbe risultare più attendibile di quella di un altro gestore, magari interessato ad uno scambio di favori per effettuare poi la propria autoquotazione.

Sul secondo punto, il fatto che gli investimenti in equity crowdfunding non siano soggetti alle regole della *Product Governance* non esclude che alcuni processi della *Product Governance* possano essere utilizzati dai gestori, magari proprio in occasione di un'autoquotazione; ad es. la definizione del target market, la valutazione dei bisogni dei clienti, l'analisi del prodotto. Non c'è da stupirsi se, oltre a comprendere molto bene le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti, i gestori di portali istituiscono politiche distributive specifiche per identificare i target di clientela a cui fornire i prodotti e i servizi, ovviamente nel rispetto dei principi di adeguatezza e proporzionalità, e comunque al di là di ogni obbligo normativo.

Dunque, proprio in ossequio ai principi di adeguatezza e proporzionalità si potrebbe ipotizzare la legittimità dell'autoquotazione, se adeguatamente proposta al pubblico.

Infine, si rileva che il divieto di autoquotazione comporterebbe che per raccogliere capitale ci si debba rivolgere ad un gestore concorrente, discutendo con esso le proprie strategie, le proprie metriche ed una serie di informazioni estremamente delicate.

In definitiva, le ragioni a supporto del divieto non sembrano convincenti, mentre una serie di rigorosi presidi potrebbero consentire l'autoquotazione nel rispetto dei più rigorosi criteri di protezione del risparmiatore.

(F.2) Offerta di strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo.

A prescindere da ogni soluzione sull'autoquotazione, AIEC intende chiedere una precisazione sulla seconda parte della norma, quella concernente l'offerta di strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo.

Infatti, potrebbe capitare, soprattutto nel settore dell'innovazione, che si determinino aggregazioni territoriali ed imprenditoriali coinvolgenti università, incubatori, acceleratori e portali, con accordi di collaborazione ed eventuali scambi di quote. Si tratta di situazioni fortemente incentivate dalla cultura dell'innovazione che pervade la politica del Governo degli ultimi anni.

In tali ipotesi, l'esistenza di partecipazioni incrociate, prevedibilmente piuttosto minoritarie, potrebbe essere sinergica allo sviluppo di settori imprenditoriali senza alcun apporto causale su quei rischi che la norma proposta intende evitare.

Il divieto di offerta, pertanto, dovrebbe essere limitato ad eventuali partecipazioni rilevanti, tendenzialmente di controllo.

Invero, è necessario in proposito effettuare un bilanciamento di interessi tra gli interessi in gioco:

- a) da una parte vi è l'esigenza di sviluppo di un settore strategico e critico quale quello dell'innovazione, da sempre affetto da problemi strutturali legati alla insufficiente capitalizzazione, ma essenziale per la creazione di sviluppo e occupazione;
- b) dall'altra parte vi è l'esigenza di protezione dei consumatori/risparmiatori, considerati in larga parte incapaci di prendere decisioni finanziarie ben ponderate, esposti alla suggestione e all'emozione, che occorre proteggere dalla propria irruenza e superficialità in materia di investimenti.

Ebbene, nel settore dell'equity crowdfunding l'esigenza di protezione è stata quanto mai considerata dal legislatore e dal regolatore: l'impianto di *compliance* prevede strutture di informazione ed educazione forse anche sovrabbondanti, che spiegano senza rischio di errore quanto l'investimento in strumenti finanziari illiquidi emessi da start-up sia rischioso, come sia possibile perdere l'intero capitale, quanto basse siano le possibilità di successo delle società target e quanto alto il loro rischio di totale fallimento.

In altri settori non si riscontrano le stesse cautele, o le modalità di comunicazione non sono altrettanto esplicite e comprensibili.

La conseguenza è che, a livello di dati consolidati, il 43% degli investimenti fatti fino al 30 giugno 2017 è inferiore a 500 euro (Dati Osservatorio Crowd-Investment, Politecnico di Milano, Report 2017).

Gli investitori hanno recepito il messaggio molto bene ed adottano evidentemente una politica di investimento del tutto residuale negli strumenti finanziari in questione, investendo importi piuttosto modesti che non rappresentano, evidentemente, i loro risparmi o una parte rilevante di essi. Si tratta invero di importi dimensionalmente più vicini a quelli del gioco di azzardo che, si ricorda, è privo delle stesse cautele e garanzie e ruba dalle tasche degli italiani oltre 15 miliardi di euro all'anno solo tra Lotto e "Gratta e Vinci", senza creare né occupazione né posti lavoro.

In questo contesto, il bilanciamento di interessi richiede, ad avviso di AIEC, che sia adeguatamente tenuto in considerazione lo scarso rischio che il consumatore/risparmiatore incorra in un incauto investimento provocato da un comportamento di un portale in conflitto di interessi rispetto alle esigenze di sviluppo del settore dell'innovazione.

I presidi già esistenti e la natura di "mera vetrina" dei portali di equity crowdfunding è più che sufficiente ad evitare i rischi prospettati; ulteriori avvisi possono evidentemente sottolineare la posizione di conflitto del Gestore, anche nei casi di offerte relative a società appartenenti al medesimo gruppo.

Si ritiene, in definitiva, che vi siano strumenti e presidi più che sufficienti per proteggere il consumatore/investitore, senza frustrare gli interessi di interi comparti imprenditoriali vitali per lo sviluppo del Paese e che l'impegno di tutti i soggetti coinvolti (Regolatore, Gestori, Associazioni di categoria, Operatori del mercato) possa contribuire a raggiungere l'equilibrio.

(G) INVESTITORI A SUPPORTO DELLE PMI.

Con riferimento all'art. 24, la base normativa della disposizione regolamentare è l'art. 100 ter, secondo comma, TUF. In proposito, la soluzione individuata dalla CONSOB per le società innovative nell'ultima revisione del Regolamento è stata eccellente. La figura degli investitori a supporto dell'innovazione, infatti rappresenta un *cluster* definito di investitori effettivamente esperti ed attivi, che rappresentano un valore aggiunto nel processo di capitalizzazione delle aziende innovative sia per la società offerente che per gli investitori *retail*. Si tratta di soggetti che spesso si raccolgono in associazioni, collaborano con incubatori e acceleratori, sono attivi nel mondo piuttosto ristretto dell'innovazione tecnologica e delle start-up.

Tuttavia, nel settore delle società non innovative, non risultano profili analoghi. In assenza di una precisa verticale (quale quella dell'innovazione o, in maggior dettaglio, dell'IT, dei servizi in *cloud*, ecc.), l'universo investibile è così ampio da non determinare la nascita di esigenze e percorsi aggregativi quali quelli che si sono rinvenuti nel settore dell'innovazione.

Anche laddove i mercati siano definiti (ad es. settore immobiliare, ristorazione, *fashion*) non si rinvengono le stesse dinamiche, profili ricorrenti di investitori, circuiti di riferimento. L'investimento in nuove iniziative potrebbe essere opportunistico ed occasionale, gestito con veicoli di investimento diversi, attuato mediante accordi commerciali invece che tramite investimenti nel capitale. In particolare, nel settore delle aziende non innovative l'investimento segue spesso delle mere esigenze di diversificazione e non denota una particolare conoscenza ed esperienza o capacità di leggere il progetto imprenditoriale.

In definitiva, mentre l'investitore a sostegno dell'innovazione è una figura chiaramente esistente ed il cui contributo causale al successo della società offerente è apprezzabile, nel caso delle società non innovative:

- a) non esiste un cluster di investitori a sostegno delle PMI;
- b) ove anche si rinvenissero soggetti aventi i requisiti indicati dall'art. 24, questi potrebbero non avere le caratteristiche di professionalità presupposte dalla norma.

Pertanto si propone di affrontare il tema in modo differenziato:

- 1) per le società innovative l'attuale dicotomia tra investitori professionali e investitori a sostegno dell'innovazione funziona molto bene ed è giusto che sia mantenuta; magari sarebbe utile abbassare la quota del 5% degli strumenti finanziari offerti ad un più raggiungibile 3%, atteso che al crescere del mercato diminuirà la disponibilità di investimento degli investitori semi-professionali;
- 2) per le società non innovative, invece, si propone di individuare altre soluzioni per supportare gli investitori *retail*.

In particolare, una soluzione alternativa potrebbe individuarsi nella richiesta di una relazione di certificazione delle scritture contabili dell'offerente, eventualmente infra-annuale.

Anche negli USA, il JOBS Act gradua i requisiti di *disclosure* a seconda della dimensione dell'investimento richiesto. Per raccolte più modeste non è richiesto nulla, sopra una certa soglia una attestazione dello stato patrimoniale, e per le raccolte più cospicue la certificazione del bilancio.

AIEC ritiene che una PMI che si appresti a sollecitare investimenti abbia degli obblighi di *disclosure* e che una certificazione del bilancio sia un buon punto di partenza, anche per supportare la propria credibilità.

Dal momento che la certificazione del bilancio viene usualmente effettuata in concomitanza con la sua approvazione, sarebbe necessario prevedere espressamente la possibilità di certificare un bilancio già approvato, come è avvenuto per le PMI Innovative (in relazione alle quali si è chiarito che la certificazione, che è presupposto per l'iscrizione al Registro, può avvenire successivamente e separatamente rispetto all'approvazione del bilancio).

Inoltre, per le start-up non innovative, che magari sono ancora lontane dalla chiusura del primo bilancio, si può ipotizzare una attestazione dello stato patrimoniale, magari non più vecchia di 30 giorni rispetto alla data di pubblicazione dell'offerta.

Un approccio basato sulla certificazione del bilancio sembra più concreto e conservativo, meglio allineato con le esigenze sottese dal secondo comma dell'art. 100 ter TUF. Inoltre, sarebbe allineato a quanto già previsto per le PMI innovative che devono avere i bilanci certificati per conseguire e mantenere la qualifica di innovative.

Peraltro, da un punto di vista meramente formale, si rileva che il testo del secondo comma dell'art. 100 ter TUF è incappato in una disavventura di coordinamento in quanto la norma fa espresso riferimento al "comma precedente", cioè al primo comma; tuttavia, la modifica del TUF in corso di promulgazione, ha inserito nell'art. dell'art. 100 ter TUF un comma 1-bis: pertanto, gli obblighi del secondo comma dovrebbero essere contestualizzati rispetto al comma 1-bis (essendo il "comma precedente") e non al comma 1, con la conseguenza che il regime introdotto dal TUF ed attuato dall'art. 24 de Regolamento dovrebbe rivolgersi soltanto alle società a responsabilità limitata (oggetto del comma 1-bis) e non alle società per azioni, determinando così una discutibile incoerenza.

La verità è che il legislatore ha delegato alla CONSOB l'attuazione di misure regolamentari che proteggano gli investitori al dettaglio in processi di investimento particolarmente delicati e rischiosi, aventi ad oggetto prodotti illiquidi. Mentre l'esistenza di un *anchor investor* specializzato è un'ottima soluzione per le società innovative, lo stesso non vale per le società non innovative e anzi probabilmente non esistono soggetti di quel tipo. L'obiettivo sarebbe meglio raggiunto dall'introduzione di un requisito di ammissibilità dell'offerta che consenta di fare luce sulla effettiva situazione contabile della società offerente, arricchendo il quadro di *compliance*.

Per quanto inevitabile in quanto previsto dalla norma primaria, quindi, il requisito della partecipazione da parte di determinate categorie di investitori potrebbe essere graduato e portato al 3% per le società innovative e all'1% per quelle non innovative, ove non abolibile in modo radicale.



Poi, la competizione determinerà probabilmente un livello di servizio più alto, una selezione accurata, una *due diligence* sull'offerente, o altre soluzioni migliorative. Ma il punto di partenza proposto sembra un significativo rafforzamento delle protezioni dell'investitore.