

Milano, 11 Agosto 2017

**CONSOB – Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa**

Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini n. 3
00198 Roma

Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla “Raccolta di Capitali di Rischio tramite portali *on-line*” – Osservazioni al documento per la consultazione del 6 luglio 2017.

Spettabile Commissione,

Di seguito si forniscono alcune osservazioni e proposte di modifica svolte da Raynaud Studio Legale e da Il Punto Real Estate Advisor S.r.l. 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*”.

A) ESTENSIONE DELLA DISCIPLINA DELL’EQUITY CROWDFUNDING AGLI STRUMENTI DI DEBITO (MINI-BOND, CAMBIALI FINANZIARIE, OBBLIGAZIONI)

PREMESSA

Al momento, resta esclusa la possibilità di ricorrere al *crowdfunding* per titoli di debito, essendo ammessa sui portali on-line soltanto la raccolta di capitali di rischio.

PROPOSTA

Si invita la Spett.le Consob ad attivarsi presso il legislatore per estendere la disciplina del *crowdfunding* anche agli strumenti di debito (cambiali finanziarie, mini-bond, obbligazioni, ecc.). Essendo il capitale di debito meno rischioso rispetto al capitale di rischio non appare “razionale” la scelta del legislatore di limitare la disciplina del *crowdfunding* esclusivamente all’equity.

Tale modifica favorirebbe l'apertura delle imprese, in particolare delle PMI, al mercato dei capitali (*equity-crowdfunding*, minibond, sviluppo mercato AIM, IPO, ecc.) e migliorerebbe la trasparenza relativa a dette operazioni.

B) REQUISITI PATRIMONIALI DEI GESTORI: ADESIONE A UN SISTEMA DI INDENNIZZO A TUTELA DEGLI INVESTITORI O STIPULA DI UN'ASSICURAZIONE DI RESPONSABILITÀ PROFESSIONALE

PREMESSA

La disciplina dell'*equity crowdfunding* è stata introdotta in Italia con l'obiettivo di agevolare la raccolta di capitali di rischio da parte di PMI per il tramite di portali on-line gestiti da soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob.

Nel corso del tempo sono state peraltro introdotte diverse innovazioni alla normativa sull'*equity crowdfunding* che ne hanno esteso significativamente la portata soggettiva e oggettiva: inizialmente definita con esclusivo riferimento alle start-up innovative, con successive modifiche normative, è stata estesa alle PMI innovative, altre società e agli OICR che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative ed, da ultimo, a **tutte le PMI** come definite dalla disciplina dell'Unione europea.

Intento del Legislatore è stato quello di incrementare i canali di raccolta delle PMI, soggetti che hanno risentito maggiormente del *credit crunch* da parte del sistema bancario e volano del sistema economico nazionale, attraverso l'introduzione di nuovi soggetti/strumenti: **i portali on-line gestiti da soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob.**

Ad oggi, la normativa non ha prodotto risultati entusiasmanti e, purtroppo inferiori alle aspettative di settore e del legislatore. E' pur vero che la normativa in oggetto è stata introdotta da meno di tre anni ed ha subito, nel corso del tempo, "eccessive" modifiche legislative che non hanno contribuito alla sua corretta interpretazione e "assimilazione" da parte dei diversi attori del sistema economico (c.d. eccesso di normazione).

In Italia il fenomeno dell'*equity crowdfunding* ha visto l'autorizzazione di 19 portali che hanno raccolto complessivamente circa 14 milioni di euro attraverso la pubblicazione di 117 offerte di cui concluse con successo in numero pari a 60 (pari a **circa il 50%**). L'analisi AIR sottesa al documento di consultazione ha peraltro evidenziato che: i) l'importo totale medio sottoscritto è stato pari a **5.400€**; ii) il numero totale dei sottoscrittori - da 2014 a fine Marzo 2017 - è stato pari a **1.571 soggetti**. **Tali dati dimostrano che l'equity crowdfunding è un investimento di scarso interesse per la "folla" e riguarda, una nicchia di investitori esperti del settore e con un elevata cultura finanziaria (club deal).**

Con l'*"equity-based"* gli investitori acquistano, infatti, azioni o quote emesse da PMI che si caratterizzano, come evidenziato nelle **Avvertenze** riportate nell'Allegato 3 al Regolamento n. 18592 - Informazioni sulla Singola Offerta, per **illiquidità e per un profilo di rischio molto alto.**

Alla luce delle citate considerazioni appare necessario limitare, il più possibile, l'introduzione di nuovi **oneri regolatori**, che divengono costi effettivi per i soggetti interessati, e **barriere all'entrata** che ostacolano la **concorrenza** di **mercato**. La presenza di barriere all'entrata rende più difficoltoso l'ingresso nel mercato alle nuove imprese (nella fattispecie i gestori di portali on-line) e garantisce profitti superiori alle imprese attive già operanti sul mercato (intermediari tradizionali). Con ciò si vanificherebbe l'intenzione del legislatore di agevolare la raccolta di capitali di rischio da parte di

PMI per il tramite di portali on-line gestiti da soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob.

PROPOSTA IN CONSULTAZIONE

L'articolo 50-*quinquies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 rubricato "Gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" al comma 3, prevede che: "L'iscrizione nel registro di cui al comma 2 [apposito registro tenuto dalla Consob] è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: [omissis] e-bis) adesione a un **sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento**".

Conseguentemente l'articolo 7-*bis* del Regolamento posto in consultazione rubricato "Requisiti patrimoniali dei gestori" prevede al nuovo comma 3 - in ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 3 della MiFID II per le attività svolte in regime di esenzione, ai fini dell'iscrizione e della permanenza nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali *on-line* - sia necessaria l'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 59 del Testo Unico, o, in alternativa, la stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale. Per quanto riguarda l'individuazione dell'importo dei massimali della copertura assicurativa, l'articolo posto in consultazione prevede 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**.

Il citato paragrafo 2, dell'articolo 3, della MiFID II prevede che "Gli Stati membri stabiliscono che le **persone escluse** dall'applicazione della presente direttiva ai sensi del paragrafo 1 del presente articolo devono essere coperte da un **sistema di indennizzo degli investitori riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE**. Gli Stati membri possono autorizzare le **imprese di investimento** a non essere coperte da tale sistema se hanno un'assicurazione di responsabilità professionale che, considerate le dimensioni, il profilo di rischio e la forma giuridica delle persone escluse a norma del paragrafo 1 del presente articolo, garantisca una protezione equivalente alla clientela".

Dalla lettura congiunta della Direttiva MiFID II e della Direttiva 97/9/CE presupposto per l'assoggettamento di "persone escluse dall'applicazione della MiFID II" al sistema di indennizzo o alla stipula della polizza assicurativa è la detenzione di disponibilità e/o di strumenti finanziari per conto dei clienti investitori.

OSSERVAZIONI E PROPOSTE DI MODIFICA

La Direttiva 97/9/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 3 marzo 1997 relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori - richiamata dal citato paragrafo 2 dell'articolo 3 della MiFID II - prevede che il sistema di indennizzo **deve coprire i fondi o gli strumenti detenuti da un'impresa di investimento in relazione ad operazioni di investimento di un investitore e che, qualora un'impresa di investimento non fosse in grado di far fronte ai propri obblighi nei confronti dei suoi clienti investitori, non possono essere restituiti all'investitori** (vedi *considerando* n. 8 della Direttiva 97/9/CE).

Il citato sistema di indennizzo deve, pertanto, offrire una garanzia minima “armonizzata” di tutela per i piccoli investitori, in caso di incapacità di un'impresa di investimento di far fronte ai suoi obblighi nei confronti dei clienti (vedi *considerando* n. 4 della Direttiva 97/9/CE) ed, in particolare, deve assicurare la copertura dei crediti derivanti dall'incapacità di un'impresa di investimento di (vedi articolo 2, comma 2 della Direttiva 97/9/CE):

- **rimborsare i fondi** dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti per loro conto in relazione ad operazioni d'investimento, ovvero;
- **restituire agli investitori gli strumenti** loro appartenenti, detenuti, amministrati o gestiti per loro conto in relazione ad operazioni d'investimento.

Gli Stati membri provvedono a che il sistema d'indennizzo assicuri una copertura d'importo non inferiore a 20.000 ECU per investitore per i crediti di cui sopra (vedi articolo 4 della Direttiva 97/9/CE).

Nella detenzione dello strumento da parte dell'impresa di investimento, per conto del cliente, e nella sua obbligazione alla restituzione trova origine il citato sistema di indennizzo. In alternativa, le imprese di investimento possono non essere coperte da tale sistema se hanno un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela.

Ciò detto, appare di tutta evidenza che l'assoggettamento dei gestori di portale “da autorizzare” ad aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o alla stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale non è conforme agli obiettivi della Direttiva 97/9/CE e più in generale della MiFID II in quanto in nessun caso, essendo vietato per legge, tali soggetti detengono le disponibilità e gli strumenti finanziari degli investitori.

L'articolo 50-*quinquies* del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 rubricato “Gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali”, al comma 2 prevede, infatti, che “L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI, per gli organismi di investimento collettivo del risparmio e per le società di capitali che investono prevalentemente in PMI è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento **nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento.**”

Il citato divieto di esecuzione degli ordini con obbligo per i gestori di portale “autorizzati” di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento impedisce, per legge e di fatto, proprio ai gestori di portale di detenere la provvista, le azioni/quote delle PMI per conto del cliente e l'eventuale successivo obbligo di restituzione.

Peraltro la circostanza che i “soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini” sono esclusivamente soggetti vigilati (come banche e imprese di investimento) estende, di fatto, ai clienti che investono tramite portali on-line le tutele insite nell'adesione da parte degli intermediari ai sistemi di indennizzo.

In estrema sintesi, una volta che l'investitore decide di investire in una impresa, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione ad una banca o una impresa di investimento che provvederà

a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari e a raccogliere le somme corrispondenti in un conto indisponibile a favore dell'emittente.

Di seguito si riportano le disposizioni del Regolamento n. 18592 del 26 Giugno 2013 relative al citato divieto, ed in particolare gli articoli:

- Art. 17 rubricato “*Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori*” [omissis] *comma 6* “Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile destinato all’offerente acceso presso i **soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini¹ previsto dall’articolo 25. Il gestore comunica a tali ultimi soggetti, presso la quale i quali è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento dell’offerta. I relativi fondi sono trasferiti all’offerente successivamente al perfezionamento medesimo**”.
- art. 25 rubricato “*Costituzione della provvista e diritto di revoca*”, comma 1, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte è costituita in un conto indisponibile destinato all’offerente presso i **soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini**. La valuta di effettivo addebito non può essere anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori. [omissis] 3. Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell’offerta, **i fondi relativi alla provvista prevista al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.**

Peraltro, occorre sottolineare che la normativa italiana essendosi “mossa in anticipo” rispetto ad altri Stati UE, se non adeguatamente “calibrata”, rischia di creare barriere o “spiazzare” lo sviluppo di tale mercato. Alla luce di quanto detto si auspica che la Spett.le Consob possa muoversi nella direzione del livellamento del campo di gioco (*level playing field*) a livello UE evitando di introdurre nuovi oneri regolatori, che divengono costi effettivi per i soggetti interessati, e barriere all’entrata che ostacolano la [concorrenza](#) nel [mercato](#).

Peraltro, la scelta di assoggettare i gestori di portale “da autorizzare” all’adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o alla stipula di un’assicurazione di responsabilità professionale dovrebbe essere **supportata da una robusta analisi AIR o VIR della regolamentazione, se esistente, a livello UE (UK, Francia, Germania, Spagna, Portogallo, ecc.). Da prime analisi svolte risulta che nessuno Stato a livello UE ha disciplinato l’equity crowdfunding (attività non regolamentata) e, pertanto, nessuno Stato UE ha imposto ai gestori di portali (imprese neo-costituite) oneri regolatori e/o barriere all’entrata.**

Alla luce delle citate considerazioni si richiede:

1. in via principale, di **eliminare la scelta di assoggettare i gestori di portale “autorizzati/da autorizzare” all’adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o alla stipula di un’assicurazione di responsabilità professionale;**
2. in via subordinata, di ridurre gli importi dell’assicurazione di responsabilità professionale **in 20.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo e in 500.000 di euro all’anno per l’importo totale delle richieste di indennizzo.**

¹ Ai sensi dell’Art. 2, comma 1, lettera e-bis) del Regolamento n. 18592 del 26 Giugno 2013 i «**soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini**»: sono le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche e, con riferimento agli ordini riguardanti azioni o quote di OICR, i relativi gestori.

Lieti di aver potuto condividere con codesta rispettabile Commissione le nostre riflessioni su una disciplina che riveste una notevole rilevanza per la sua portata innovativa, rimaniamo a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento doveste ritenere opportuno ed appropriato.

Qualora riteneste necessari ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare:

Daniele Raynaud (daniele.raynaud@raylaw.it - Tel: 02.0064471)

Antonio Campagnoli (antonio.campagnoli@raylaw.it - Tel: 02.0064471)

Elena Delsignore (elena.delsignore@ilpunto-re.eu - Tel. 02.45494253)

Con osservanza,

Raynaud Studio Legale




Il PUNTO Real Estate Advisor S.r.l.
