

Onorevole Consob
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Milano, 19 Luglio 2019

Oggetto: Partecipazione alla pubblica consultazione in merito alle modifiche al Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* per il recepimento della Legge di bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018, n. 145)

AIPB ringrazia per l'opportunità concessa di offrire il proprio contributo nel processo di consultazione sulle modifiche al Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 per il recepimento della Legge di bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018, n. 145).

Premessa

AIPB ha apprezzato la scelta del Legislatore di estendere l'ambito di applicazione della normativa italiana in tema di portali per la raccolta di capitali on-line anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi da PMI prevedendo contemporaneamente l'opzione per Consob di identificare particolari categorie di investitori da affiancare a quella degli investitori professionali.

Da tempo l'Associazione auspica che venga dedicata maggiore attenzione al ruolo ricoperto dagli investimenti finanziari dei privati a sostegno dell'economia reale. Il loro peso appare ancora troppo limitato rispetto al potenziale.

Per questo motivo l'Associazione apprezza la scelta di ampliare la gamma di opportunità d'investimento, la volontà di identificare sistemi idonei per facilitare lo smobilizzo degli investimenti effettuati tramite portali online e la proposta di individuare una particolare categoria di investitori *retail* che, disponendo di ampie risorse finanziarie e avvalendosi dei servizi di gestione dei portafogli

o di consulenza finanziaria, abbia l'opportunità di intervenire proprio dove gli investitori istituzionali ritengono diseconomico investire.

Considerazioni

Il documento di consultazione si occupa di modificare il regolamento attualmente in vigore al fine di estendere alle obbligazioni ed agli altri strumenti di debito il *crowdfunding* delle società offerenti. In ragione di una serie di limiti derivanti dalla disciplina del codice civile, la Commissione intende valutare se sia opportuno indicare ulteriori categorie di investitori, oltre agli investitori professionali, a cui consentire la partecipazione alle offerte sui portali di *crowdfunding* e, in caso di risposta positiva, individuare quali soggetti possano rientrare in tali categorie.

La Commissione propone di estendere l'offerta:

- 1) ai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding*;
- 2) a coloro che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000;
- 3) a 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;
- 4) agli investitori *retail*, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

L'obiettivo di individuare ulteriori categorie di investitori che possano risultare idonee all'offerta affonda le sue motivazioni nel richiamo analogico di fattispecie già presenti nel nostro ordinamento e in quello europeo.

L'ipotesi *sub* 2) parte dal limite presente nel dm 5 marzo 2015, art. 14, comma 2, per l'investimento in fondi alternativi riservati ove si prevede un importo minimo di 500.000 euro, considerando che esistono altri ordinamenti, come ad esempio quello inglese, in cui i FIA riservati possono essere sottoscritti da soggetti che abbiano una ricchezza mobiliare superiore a 250.000 sterline. Si ritiene pertanto che un certo livello di consistenza patrimoniale possa giustificare l'inclusione di investitore in una categoria intermedia tra *retail* e professionale.

L'ipotesi *sub* 3) è caratterizzata da due elementi: l'investimento minimo nella specifica categoria di prodotto finanziario unito ad una dichiarazione di consapevolezza dei rischi connessi all'impegno o

all'investimento previsto. Essa si ispira chiaramente a quella già prevista nel regolamento europeo sugli EUVECA N. 345/2013.

L'ipotesi *sub 4)* parte da quella prevista nel regolamento europeo n. 2015/760 sugli ELTIF, che ammette la possibilità di investimento da parte di clienti al dettaglio, purché il cliente riceva una consulenza adeguata e l'importo non superi il 10% del portafoglio del suo portafoglio, quando inferiore a 500.000 euro. Tale possibilità viene poi estesa al caso in cui l'investitore riceva tale strumento finanziario nell'ambito del servizio di gestione patrimoniale individuale.

L'Associazione condivide l'opzione interpretativa proposta e auspica che, anche oltre la disciplina del *crowdfunding* e dei portali *on line*, possa affermarsi l'individuazione ed il riconoscimento di una nuova categoria di investitori che, superando la rigida classificazione offerta da Mifid2 di cliente *retail* o professionale, acquisti autonoma dignità e riconoscimento all'interno dell'ordinamento.

In particolare, si condivide il processo logico sotteso all'opzione regolamentare proposta secondo cui la qualificazione di una nuova categoria di investitori possa derivare:

- dalla consistenza del suo portafoglio e, più in generale, dalla quantità di *assets* posseduti;
- dal fatto che solo certe dimensioni di portafoglio possano consentire investimenti minimi in determinati prodotti senza disdire il principio di diversificazione degli investimenti;
- dalla circostanza che il filtro di adeguatezza derivante dalla prestazione dei servizi di gestione patrimoniale individuale di portafogli e di consulenza in materia finanziaria possa costituire un fattore abilitante della possibilità di accedere a determinati strumenti finanziari.

È del tutto evidente che la scelta dell'opzione 1 porta ad un ampliamento della platea dei possibili soggetti che possano essere destinatari dell'offerta di obbligazioni e di strumenti di debito nel caso di specie. L'Associazione ritiene però che i fattori abilitanti relativi agli investitori *sub 2)* e *sub 3)*, se considerati singolarmente potrebbero non risultare sufficienti in termini di protezione degli investitori.

Per contro, l'Associazione desidera sottolineare che, nel caso in cui si prendesse in considerazione la prestazione di servizi tipici del Private Banking come quello di gestione patrimoniale individuale di alto livello e la consulenza finanziaria evoluta, è ragionevole ritenere che la loro funzione abilitante sarebbe ancora maggiore, tale quindi da poter ampliare ulteriormente il numero degli investitori e le rispettive masse di riferimento.

La regolamentazione nazionale ed europea, nonché le interpretazioni fornite dalle Autorità di Vigilanza, portano infatti a dedurre che il livello del servizio prestato dall'intermediario nei confronti del cliente finale rappresenti un fattore abilitante.

A questo proposito sembra opportuno richiamare la Vostra Comunicazione del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione dei prodotti complessi alla clientela *retail*, ove tra i fattori che possono consentire la distribuibilità dei prodotti “*black list*” a favore della clientela *retail*, si fa espresso riferimento, tra l'altro, alla “*modalità di offerta del prodotto, considerando ad esempio, l'abbinamento sistematico con un servizio di consulenza ad alto valore aggiunto (c.d. consulenza avanzata o evoluta) che preveda anche il monitoraggio periodico del portafoglio, il riesame dell'adeguatezza, l'interazione con il cliente sulla scorta delle ridette analisi, la motivazione dei consigli forniti*”.

In modo simile si è espressa Esma nelle *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaris topics*, dove, per un verso si esprime sulla scarsa compatibilità dei CoCo Bonds con i clienti *retail*, per l'altro riconosce che il tipo di servizio svolto può assumere rilevanza nella determinazione del corretto *target market*. Esma, infatti, si aspetta che: “*manufacturers and distributors of CoCo-Bond-Funds to carefully scrutinize such products in the respective product approval process and assess the target market proportionally to the features and risks of the product. This assessment should also take into account the envisaged investment services for the product (e.g. in the course of an investment advice or portfolio management some of the above mentioned concerns could be mitigated)*” (il sottolineato è nostro).

Sul punto sembra poi importante citare i precedenti di Esma nel *Final Report Guidelines on MIFID II product governance requirements* e nel *Final Report Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements*.

Nel primo si fa espresso riferimento al fatto che il livello di servizio possa portare nella fase distributiva a poter vendere legittimamente determinati prodotti fuori dal *target market* positivo. Infatti, al punto 52, si afferma che “*When providing investment advice adopting a portfolio approach and portfolio management to the client, the distributor can use products for diversification and hedging purposes. In this context, products can be sold outside of the product target market, if the portfolio as a whole or the combination of a financial instrument with its hedge is suitable for the client*” (il sottolineato è nostro).

Nel secondo si riconosce che nel servizio di gestione patrimoniale individuale il livello di conoscenza ed esperienza del cliente sugli strumenti finanziari oggetto del servizio può essere meno dettagliato

ed intenso in ragione del fatto che le decisioni di investimento vengono delegate dal cliente al gestore stesso: *“when portfolio management is to be provided, as investment decisions are to be made by the firm on behalf of the client, the level of knowledge and experience needed by the client with regard to all the financial instruments that can potentially make up the portfolio may be less detailed than the level that the client should have when an investment advice service is to be provided”*.

Ciò premesso, si ritiene che i servizi di gestione patrimoniale di portafoglio e il servizio di consulenza finanziaria evoluta, tipici della gamma di offerta nel settore del Private Banking, abbiano una capacità abilitante tale da aumentare il bacino degli investitori per i quali i prodotti in questione possano risultare adeguati proprio in ragione del livello di servizio di cui si avvalgono.

Si chiede pertanto che detta circostanza trovi espresso riconoscimento all'interno delle modifiche del Regolamento in consultazione.

Da ultimo, sembra opportuno rilevare come, anche oltre la disciplina del fenomeno del *crowdfunding*, stia emergendo una tipologia di cliente, quale quello normalmente servito dall'industria del Private Banking che, in ragione sia delle dimensioni del suo portafoglio che del livello di servizio ricevuto, finisce per acquisire una sua autonoma dignità e si aggiunge alla rigida classificazione di cliente *retail* o professionale, con ricadute rilevanti e positive sul processo distributivo.