

Milano, 19 luglio 2019

Spett.

**CONSOB**

**Divisione Strategie Regolamentari**

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

**Oggetto:** Contributo relativo al documento per la Discussione **“MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 18592 DEL 26 GIUGNO 2013 SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO TRAMITE PORTALI ON-LINE”.**

Il presente documento intende offrire il punto di vista di AssoFintech, l'Associazione degli operatori del Fintech e dell'Insurtech, relativamente al documento posto in consultazione da Consob.

Il documento si compone di due sezioni:

- [ 1 ] Osservazioni sulle opzioni regolamentari concernenti l'offerta del debito sui portali di equity crowdfunding.
- [ 2 ] Osservazioni specifiche sulla bozza del Regolamento n. 18592 e proposte di revisione.

\* \* \*

**[ 1 ] Osservazioni sulle opzioni regolamentari concernenti l'offerta del debito sui portali di equity crowdfunding.**

Preliminarmente Assofintech deve stigmatizzare l'illogicità determinata dalla norma primaria, che ha creato un regime che rende l'investimento in prodotti liquidi più complesso dell'investimento in prodotti illiquidi, limitandolo soltanto ad alcuni soggetti sia per quanto riguarda la fase attiva, cioè quella dell'investimento, che la fase passiva, cioè la richiesta e raccolta dei capitali.

E' ammirevole l'impegno della Consob nel rendere tale atipicità più sostenibile possibile ed il risultato della proposta è brillante; ma questa associazione di categoria non può esimersi dal ribadire con forza che il legislatore dovrà quanto prima rendere lo strumento del debito tramite portali on-line disponibile anche per le SRL.

Alla luce delle norme primarie introdotte dal legislatore, la proposta formulata dalla Consob con l'Opzione 1 rappresenta una eccellente soluzione regolamentare.

La norma primaria è nata con un difetto congenito che impedisce un corretto accesso delle SRL al mercato del debito. Ciò premesso, nell'ambito di quanto disposto dalla norma primaria, la proposta di attuazione regolamentare definisce in modo accurato e prudente i criteri di estensione delle categorie di potenziali investitori per i titoli di debito emessi dalle SPA, usando come base normativa i principi in materia di FIA riservati, di EuVECA, di ELTIF, oltre alle esperienze già maturate con il Regolamento 18592.

In estrema sintesi, dal complesso delle estensioni risulterebbero dunque investitori abilitati a sottoscrivere titoli di debito mediante portali on-line:

- a) fondazioni bancarie;
- b) incubatori di start-up innovative;
- c) investitori a sostegno delle PMI;
- d) investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a 250.000 euro;
- e) investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno 100.000 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;
- f) investitori *retail* nell'ambito di servizi di:
  - i. gestione del portafoglio;
  - ii. consulenza in materia di investimenti.

Invece, per il debito è stata esclusa la categoria degli Angel Investor prevista dall'art. 1.1.m-undecies.1) TUF per ragioni obiettivamente logiche e coerenti con l'apparato normativo (di seguito si sosterranno conclusioni diverse per l'equity).

Da notare e sottolineare che non si tratta di investimenti "per ricchi", poiché alcune categorie di investitori abilitati vengono qualificate a prescindere dalla dimensione del loro portafoglio ed in relazione a caratteristiche soggettive (fondazioni bancarie e incubatori) o del tipo di assistenza di cui godono (nel caso di investitori che usufruiscano di servizi di gestione del portafoglio o di consulenza). In proposito, le obbligazioni non sono soggette all'art. 5.1 della Delibera CICR n. 1058/2005 e quindi potrebbero essere sottoscritte anche in tagli di modeste dimensioni.

Si va delineando sempre più chiaramente la definizione di una nuova categoria di "investitori sofisticati", intermedia tra quelle così rigidamente disegnate da MiFID2, dotata come in altri Paesi di proprie caratteristiche che comportano autonoma dignità e riconoscimento all'interno dell'ordinamento.

Le caratteristiche dell'"investitore sofisticato" si rinvencono agevolmente in un complesso di fattori, talora alternativi:

- caratteristiche soggettive;
- quantità di beni posseduti;

- dimensioni di portafoglio, coerenti con investimenti minimi in determinati prodotti, pur nell'ambito di una corretta diversificazione degli investimenti;
- utilizzazione del filtro di adeguatezza derivante dalla prestazione dei servizi di gestione patrimoniale individuale di portafogli e di consulenza in materia finanziaria.

In particolare, sotto quest'ultimo punto di vista, non mancano altri spunti del Regolatore che valorizzano 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 per consentire la distribuibilità dei prodotti "black list" a favore della clientela retail (Comunicazione Consob del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione dei prodotti complessi alla clientela retail).

Non si tratta di un approccio che si pone in contrasto con il sistema comunitario, poiché è la stessa Esma che, nel *"Final Report Guidelines on MIFID II product governance requirements"*, al punto 52 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. Parimenti, nel *"Final Report Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements"* Esma 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.

Tanto premesso, sull'articolato proposto si sollevano i seguenti rilievi di carattere pratico:

- 1) per quanto riguarda gli investitori a sostegno delle PMI, la definizione è tarata su caratteristiche tipiche delle persone fisiche, non adattabili a società; in particolare la caratteristica indicata all'art. 24.2.ii), cioè aver ricoperto la carica di amministratore esecutivo in PMI, non è adattabile ad una società, salvo forzature interpretative ed estensione dei requisiti soggettivi ai relativi organi.  
In proposito, quindi, sarebbe utile eliminare il requisito professionale per le società, lasciando solo quello patrimoniale.  
Invero, anche il requisito di onorabilità non ha alcun senso, oltre a non essere applicabile alle società: qui si discute della capacità di effettuare un investimento con denaro proprio, non di svolgere funzioni di intermediazione o consulenza per terzi; per quanto deprecabile il comportamento di chi sia incorso in una condanna, la norma appare ingiustamente discriminatoria.
- 2) Nel caso della gestione del portafoglio, l'investimento viene fatto dall'intermediario finanziario, palesando la propria qualità e dichiarando che sta effettuando l'investimento per conto di un cliente, nell'ambito di un servizio di gestione di portafoglio; ciò comporterà la necessità di una doppia anagrafica, ma al momento la disposizione sembra sufficientemente chiara. Del tutto coerente è l'esclusione di alcuni presidi a protezione dell'investitore, inapplicabili o incoerenti con l'operazione (recesso, revoca, valutazione di appropriatezza e *investor education*).

- 3) Per quanto riguarda l'investimento nell'ambito del servizio di consulenza, è corretto prevedere che l'investimento venga effettuato direttamente dall'investitore e non dall'intermediario finanziario. Tuttavia, la norma richiede che l'investitore presenti al gestore "la dichiarazione di adeguatezza rilasciata ai fini MiFID dall'intermediario che ha prestato il servizio". In proposito, si invita la Consob a valutare, anche all'esito delle risposte che arriveranno da parte degli intermediari finanziari, se non sia più opportuno prevedere che sia direttamente l'intermediario finanziario a trasmettere al gestore della piattaforma la dichiarazione di adeguatezza; invero, la consulenza generalmente include operatività di questo tipo e raramente gli intermediari accettano di rilasciare direttamente al cliente proprie valutazioni, sia nella consulenza base che in quella evoluta. Anche qui, del tutto coerente è l'esclusione di alcuni presidi a protezione dell'investitore, inapplicabili o incoerenti con l'operazione (recesso, revoca, valutazione di appropriatezza e *investor education*).
- 4) Ancora con riferimento all'art. 24.2-*quinquies*, potrebbe risultare utile precisare che il servizio dell'intermediario finanziario si limita ad analizzare la classe di prodotto (debito di PMI non quotate), alla luce della documentazione esplicativa pubblicata sul portale, non essendo tenuto ad una specifica *due diligence* sul prodotto secondo le regole della *product governance*.
- 5) Storicamente, la dichiarazione di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto (lettera e) sopra) ha sempre portato grandi contenziosi con gli intermediari e aggiunge ben poco valore, dal momento che spesso i *disclaimer* sono sottoscritti acriticamente. In proposito si propone di sostituire detta dichiarazione con la prova, fornibile con qualsiasi mezzo, che il gestore del portale ha tempestivamente e compiutamente avvisato l'investitore dei rischi dell'investimento in debito di PMI non quotate.

## [ 2 ] Osservazioni specifiche sulla bozza del Regolamento n. 18592 e proposte di revisione.

In relazione alla bozza di revisione del Regolamento 18592 si sottopongono le seguenti osservazioni, che nascono dall'esperienza quotidiana degli operatori. La revisione del Regolamento è infatti un'occasione preziosa per mettere ciclicamente a punto una normativa che ha puntualmente e tempestivamente seguito l'evoluzione del mercato e dei bisogni degli interlocutori coinvolti, dagli investitori, agli offerenti ai gestori dei portali, mostrando una pregevole attenzione al contesto regolamentato ed una apprezzabile visione strategica.

**Art. 2.1.c).01:** si propone di utilizzare il singolare, in armonia con gli altri paragrafi ("la piccola e media impresa ....").

**Art. 2.1.c).4:** si propone di utilizzare il singolare, in armonia con gli altri paragrafi ("la società di capitali che ....").

**Art. 2.1.e-quater):** si propone di utilizzare il singolare, in armonia con gli altri paragrafi ("società di capitali che investe ....").

**Art. 2.1.c).e-quater):** la *“società di capitali che investe prevalentemente in piccole e medie imprese”* è definita con riferimento ad una determinata quota di immobilizzazioni finanziarie, ma senza riferimento al momento in cui detta condizione deve essere verificata; quindi una società in fase iniziale sarebbe impossibilitata a qualificarsi.

Peraltro, il veicolo ideale per questo tipo di operazioni è un veicolo *ad hoc*, nato al solo scopo di assumere una partecipazione in una società o in un'operazione, visto che altrimenti si rischierebbe una sovrapposizione con diversi veicoli di investimento, appositamente regolamentati.

Dunque, si suggerisce di emendare la definizione, utilizzando almeno in parte la definizione dell'art. 1.2.f) del D.M. 7.5.2019, relativa all'investimento in innovative, facendo riferimento al termine del periodo di imposta in corso alla data in cui è effettuato l'investimento:

“f) per «altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative o PMI innovative ammissibili» si intendono quelle società che, al termine del periodo di imposta in corso alla data in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di start-up innovative o PMI innovative ammissibili, classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie o comunque non detenute per la negoziazione, di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta (...).”

Quindi la definizione potrebbe essere: *“le società di capitali che intendono investire prevalentemente in strumenti finanziari in piccole e medie imprese e le cui immobilizzazioni finanziarie, negli anni successivi al primo, sono costituite almeno al 70% da tali strumenti finanziari al termine del periodo di imposta”*.

**Art. 2.1.c).g):** l'offerta viene qualificata come quella condotta *“attraverso uno o più portali”*, lasciando intendere che sia possibile una proposta concomitante presentata tramite diversi gestori. Se si intende consentire questa soluzione, sarebbe utile prevedere delle norme di coordinamento circa la valutazione della tempistica di adesione, onde fornire preventivamente un criterio per l'attribuzione degli strumenti finanziari secondo l'ordine di priorità degli ordini ricevuti.

**Art. 5.1.c):** si suggerisce di modificare il testo da *“l'indirizzo del sito internet del portale”* in *“l'indirizzo del sito internet dei portali”*.

In tal modo si prevede che un gestore possa separare in modo ancor più evidente le offerte di equity da quelle di debito, utilizzando due portali diversi invece che due sezioni del portale. Inoltre, si prevede espressamente la possibilità che un medesimo gestore abbia due o più portali, eventualmente caratterizzati da una individualità merceologica (es. digitale, immobiliare, agri-food, ...) o da una destinazione specifica delle offerte (es. offerte per investitori retail, offerte per investitori professionali, ecc.).

**Art. 13:** si suggerisce di chiarire espressamente che alcune situazioni, frequenti nell'attività dei gestori, non costituiscono conflitto di interessi, ed in particolare:

- quantificazione dei compensi in misura percentuale sulle somme raccolte;
- subordinazione della corresponsione dei compensi o di parte di essi ai volumi raccolti;
- erogazione di servizi di consulenza per la presentazione dell'offerta o per parti di essa (ad es. per la predisposizione del business plan, per la definizione dell'immagine aziendale; per la regolamentazione dei rapporti tra soci ecc.).

**Art. 13.1-quater):** circa la comprensibilità delle informazioni da pubblicare, si suggerisce di sostituire l'aggettivo "ragionevole" con l'aggettivo "medio": la ragionevolezza, infatti, non ha particolarmente senso nella valutazione di comprensibilità dell'avvertenza circa l'esistenza del conflitto e sui relativi presidi di gestione, mentre è importante che essa sia facile da capire.

**Art. 13.2):** la norma avrebbe più senso se posizionata nell'articolo sulle offerte, in quanto il principio dovrebbe essere valido a prescindere da ogni valutazione sul conflitto di interessi.

Pertanto, sarebbe interessante verificare l'eventuale opportunità di elementi che consentano selezioni qualitative, come eventuali informazioni sulla solvibilità o valutazioni indipendenti.

**Art. 14.1.m):** la norma lascia intendere che il gestore abbia o debba avere degli strumenti di coercizione nei confronti di offerenti che non osservino le regole di funzionamento del portale.

In realtà, risulta piuttosto difficile costruire contrattualmente simili strumenti e, inoltre, eventuali misure sanzionatorie, come ad esempio la sospensione dell'offerta, potrebbero finire per pregiudicare gli interessi degli investitori.

**Art. 16.1.a):** la norma prevede obblighi di aggiornamento delle notizie pubblicate "*in caso di significative variazioni nel corso dell'offerta*"; essa va letta anche in combinato con l'**Art. 25.2**, che attribuisce agli investitori il diritto di revoca nella finestra temporale "*tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa*".

In proposito sarebbe utile precisare quando un'offerta si intenda conclusa. Invero, la conclusione di un'offerta potrebbe essere rappresentata alternativamente:

- Dall'arrivo dell'ultimo ordine che perfeziona un aumento di capitale inscindibile, ancorché sia offerta un'ulteriore porzione di aumento di capitale scindibile;
- Dall'arrivo dell'ultimo ordine che completa l'intera sottoscrizione offerta al pubblico;
- Dal versamento della provvista corrispondente all'ordine menzionato in uno dei due paragrafi precedenti, a perfezionamento dell'ordine relativo;
- Dal termine temporale per la campagna indicato sul portale;
- Dallo sblocco del conto indisponibile e dal conseguente versamento delle somme raccolte alla società offerente;
- Dalla comunicazione al registro delle imprese dell'elenco di coloro che hanno sottoscritto l'aumento di capitale.

Si tratta di almeno sette diversi momenti, eventualmente anche piuttosto lontani tra loro. La mancanza di chiarezza potrebbe determinare significative difficoltà nella valutazione circa la possibilità di esercitare il diritto di revoca, oltre che in relazione alla sussistenza degli obblighi informativi del gestore.

Peraltro, la terminologia qui utilizzata è diversa da quella dell'**Art. 17.6**, sulla base del quale il gestore comunica ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, presso i quali è versata la provvista, *"le informazioni relative al perfezionamento dell'offerta"*, aggiungendo che i relativi fondi sono trasferiti all'offerente successivamente al perfezionamento medesimo.

Sarebbe utile rivedere la terminologia in modo coordinato, definendo con precisione il momento in cui un'offerta si intende chiusa e/o perfezionata.

**Art. 16.1):** analogamente a quanto previsto dall'art. 16.1.g) per obbligazioni o titoli di debito, si potrebbe ipotizzare di aggiungere all'art. 16.1) una lettera h) con contenuto analogo, ove la raccolta di capitale della società offerente sia eventualmente finalizzata alla quotazione su sistemi multilaterali di negoziazione, come AIM di Borsa Italiana o Euronext Access.

**Art. 17.1):** la norma che disciplina gli obblighi di gestione degli ordini di adesione alle offerte non precisa se, in caso di conflitto, prevale l'ordine arrivato per primo o quello perfezionato per primo con il pagamento. Sarebbe utile un chiarimento in proposito, considerata la significativa crescita dei volumi registrati dal mercato ed il frequente accorciamento dei tempi delle campagne di raccolta.

**Art. 24.2):** le figure indicate dal regolamento per "convalidare" le offerte di capitale con un investimento del 5% o del 3% sono attualmente:

- (i) investitori professionali
- (ii) fondazioni bancarie
- (iii) incubatori di start-up innovative previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto
- (iv) investitori a supporto delle piccole e medie imprese.

In proposito si formulano due proposte:

- 1) Al momento l'individuazione degli investitori a supporto delle piccole e medie imprese è tarata su caratteristiche tipiche delle persone fisiche, non adattabili a società; in particolare la caratteristica indicata all'art. 24.2.ii), cioè aver ricoperto la carica di amministratore esecutivo in PMI, non è adattabile ad una società, salvo forzature interpretative ed estensione dei requisiti soggettivi ai relativi organi.  
In proposito, quindi, sarebbe utile eliminare il requisito professionale per le società, lasciando solo quello patrimoniale.
- 2) Inoltre, si rileva che l'art. 1.1.m-undecies.1) TUF prevede ora una definizione di Business Angel, cioè esattamente del soggetto che investe in aziende innovative. Tuttavia, nonostante la definizione, nell'intero TUF non vi è una sola norma che menziona il Business Angel. Allora, quando il legislatore con l'art. 100ter.2) TUF richiede alla Consob di "*assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti*", è legittimo ipotizzare che il riferimento potesse essere proprio ai Business Angel. Invero, in tutto il TUF non vi sono altre norme astrattamente ad essi riferibili.  
Come sopra riferito nel capitolo [ 1 ], è ben vero che le caratteristiche patrimoniali dell'Angel Investor lo rendono diverso dalle altre figure di investitori abilitati all'investimento in debito; ma è altrettanto vero che l'Angel Investor è ontologicamente quello che ha maggior esperienza nell'investimento in PMI e start-up e quindi in grado di meglio valutare le opportunità presentate da una società offerente.

**Art. 26):** La norma sulle bacheche elettroniche presenta un commento nella parte di illustrazione che va molto oltre il testo proposto: sostanzialmente nel commento si esclude la benchè minima attività da parte dei gestori, ivi inclusa "la predisposizione di moduli standard per i contratti, la segnalazione di professionisti per la definizione dei contratti, (...)". E' bene chiarire l'antinomia, poiché la norma non si spinge così tanto ed in futuro potrebbe essere interpretata alla luce del commento.

Si concorda sul fatto che i gestori non debbano svolgere alcuna attività di intermediazione, volta a fornire indicazioni alle parti interessate sul prezzo della transazione od agevolare la conclusione di un accordo, fornendo un servizio tipico da MTF. Tuttavia, esistono dei servizi minimali che possono essere resi senza con ciò determinare lo svolgimento di funzioni di mediazione. In particolare, potrebbe risultare utile un servizio informatico di:

- Predisposizione di uno spazio web nel quale le parti si possano confrontare, assolutamente in privato ed eventualmente in modo riservato fino ad un accordo;
- Predisposizione di meccanismi sicuri per lo scambio di documenti (ad es. certificazioni di proprietà di quanto offerto);
- Documentazione della trattativa mediante la possibilità di stampare le comunicazioni scambiate tra le parti;
- Documentazione dell'accordo intervenuto tra le parti, accordo che dovrà comunque essere formalizzato in sede notarile o con le forme dell'art. 100ter TUF.

La possibilità di ammettere un simile limitatissimo supporto, si rinviene anche nel provvedimento della Banca d'Italia sul *social lending* dell'8.11.2016, sez. IX. Detto provvedimento precisa che il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto, precisando che tale condizione si considera rispettata, ad esempio, allorché il gestore predisponga un regolamento contrattuale standard, che costituisce solo



una base di partenza delle trattative, che devono essere in ogni caso svolte autonomamente dai contraenti, eventualmente avvalendosi di strumenti informatici forniti dal gestore

Dunque, alla norma sulle bacheche elettroniche per il mercato secondario, si potrebbe aggiungere una precisazione circa il ruolo dei gestori dei portali, analoga a quella contenuta nel provvedimento della Banca d'Italia.

Per quanto riguarda gli Allegati al Regolamento si osserva quanto segue:

Allegato 2:

- il paragrafo 17 sulla bacheca elettronica è tautologico; è evidente che le misure implementate dal gestore del portale debbano essere rispettose delle regole fissate dal legislatore e dalla Consob.

Allegato 3:

- il paragrafo 3.4.b) menziona informazioni *“sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori previste dall’art. 24”*; tale menzione lascia intendere che la relativa sottoscrizione potrebbe avvenire anche *offline*; in proposito, sarebbe opportuno precisare che la sottoscrizione prevista dall’art. 24 può avvenire anche offline, mediante un versamento diverso nelle casse della società offerente, purchè nell’ambito della medesima delibera di aumento di capitale sulla quale si basa l’offerta al pubblico promossa sul portale;
- sarebbe utile aumentare di una pagina la lunghezza massima del prospetto informativo. In proposito, infatti, è frequente che vengano pubblicati prospetti più lunghi, mentre quelli *“regolamentari”* sono scritti in un modo piuttosto pressato che non favorisce la lettura.

Cordiali saluti

Dott. Fabio Brambilla  
Presidente

Dott. Fabio Allegreni  
Segretario Generale