

ITALIAFINTECH

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, 3

00198, Roma (RM)

Milano, 19 Giugno 2019

Oggetto: Risposta alla consultazione sul Documento per la Discussione del 20 giugno 2019 denominato “MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 18592 DEL 26 GIUGNO 2013 SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO TRAMITE PORTALI ON-LINE”.

Con la presente, l'Associazione ItaliaFintech formula le proprie osservazioni alle considerazioni poste da codesta Autorità nel Documento per la Discussione del 20 giugno 2019, denominato “Modifiche Al Regolamento N. 18592 Del 26 Giugno 2013 Sulla Raccolta Di Capitali Di Rischio Tramite Portali On-line” (di seguito, il “**Documento**”), al fine di contribuire al dibattito riguardo la materia in esame.

1. INTRODUZIONE

In via preliminare, la scrivente Associazione vuole esprimere l'apprezzamento per l'operato dell'Autorità nel recepire misure discusse e in via di implementazione a livello Europeo nei lavori del Regolamento Europeo Crowdfunding Service Providers (di seguito ECSP). Questo strumento normativo, ampiamente caldeggiato dagli operatori di mercato, permetterà, se adeguatamente implementato, la creazione di un mercato crowdfunding sempre più europeo, con diretti benefici per le imprese che si rivolgono ai portali per trovare finanziamenti e raccogliere capitale, oltre che per gli investitori e le stesse piattaforme.

In questo senso accogliamo con favore ogni misura che vada a armonizzare i sistemi europei, favorendo la crescita del mercato interno e la scalabilità delle piattaforme più mature verso mercati dell'Unione.

La scrivente vorrebbe inoltre sottolineare come la norma che da' origine alla presente consultazione, per come redatta, non permetta la realizzazione completa di opportunità per le piattaforme di crowdfunding che ad oggi si occupano di equity.

Infatti, riferendosi all'emissione di titoli di debito e obbligazioni, viste le limitazioni poste dal codice civile, come giustamente individuato nel Documento, all'emissione dei titoli di debito di Srl, limita l'ambito applicativo della sua portata alle sole obbligazioni di Spa. Tuttavia, tipicamente, le aziende che si rivolgono a raccolta di capitali attraverso portali di equity crowdfunding sono prevalentemente Srl. Pertanto nella consapevolezza che l'Autorità non abbia possibilità di intervenire in questo senso, riteniamo di cogliere questa

occasione per rappresentare la necessità di un maggiore coinvolgimento degli operatori anche in fase di redazione di normativa primaria, perché possano essere massimizzati gli impatti positivi dell'intervento e limitato un ipertrofismo normativo oggetto di modifiche continue e stratificate, che vanno ad appesantire un settore come quello Fintech, che ha estrema necessità di norme chiare e dinamiche.

Inoltre, per chiarezza, ci teniamo a evidenziare come questa consultazione riguardi esclusivamente la proposta di modifiche al regolamento sulla raccolta di capitali di rischio attraverso portali online (cosiddetto "Equity Crowdfunding") e non riguardi il Marketplace Lending. Infatti, per sua natura, il Marketplace Lending è caratterizzato dalla conclusione di contratti di mutuo tra una molteplicità di soggetti prestatori e un'impresa debitrice, come specificato anche dalla recente pubblicazione di questa Autorità.

Questo meccanismo di finanziamento, caratterizzato, appunto, da forme contrattuali che non insistono sull'emissione di titoli di debito o obbligazioni, ma su mutui, sono separatamente regolamentati e in alcun modo rientrano nell'oggetto del Documento.

D'altronde la scrivente coglie l'occasione per affermare che qualsiasi intervento normativo relativo al settore, anche eventualmente relativo al Marketplace Lending, debba ispirarsi al Regolamento ECSP e ai suoi principi, proprio per favorire l'armonizzazione della normativa nello spazio dell'Unione.

2. OSSERVAZIONI AL DOCUMENTO

2.1 DESCRIZIONE DELL'OPZIONE REGOLAMENTARE

Opzione 0

La prima opzione (opzione 0) da valutare è quella di non individuare ulteriori categorie di investitori, diversi dai professionali ex MiFID II, che possano sottoscrivere obbligazioni emesse da piccole e medie imprese ed offerte tramite portali per la raccolta di capitali on-line.

Tale opzione, non determinando alcuna estensione dei soggetti che già ai sensi di legge possono sottoscrivere tali tipologie di strumenti finanziari, non permetterebbe di sfruttare le opportunità di sviluppo del mercato prospettate dalla disposizione primaria.

Opzione 1

La seconda opzione (opzione 1) prevede, invece, di identificare categorie di soggetti, ulteriori rispetto a quella dei professionali ex MiFID II.

Tale opzione consente di perseguire le finalità della norma, purché vengano rispettati i presidi a tutela degli investitori retail. Si tratta, in sostanza, di individuare categorie di investitori che, pur non essendo qualificabili o non avendo voluto essere qualificati come professionali, presentino un determinato livello di competenza, esperienza e capacità di assorbire potenziali perdite. Al fine di individuare tali soggetti sono state passate in rassegna le "figure intermedie" individuate dal legislatore nell'ambito della normativa finanziaria.

L'associazione sostiene l'adozione dell'Opzione 1, orientata ad ampliare, nei limiti consentiti a questa Autorità, il novero dei soggetti autorizzati ad investire in portali di crowdfunding, anche per quanto attiene obbligazioni di Spa.

La scrivente comprende le motivazioni che portano l'esclusione dall'ampliamento dei soggetti che possano sottoscrivere titoli di debito di Srl, e, come illustrato in introduzione, auspica che una trasparente e coordinata implementazione del regolamento europeo vada

ad uniformare il mercato, permettendo la compresenza di nuove forme di credito anche per i portali di equity crowdfunding.

2.2 QUALIFICA E INDIVIDUAZIONI DI INVESTITORI

Nell'individuare le tipologie di investitori che possono investire nelle obbligazioni di PMI su portali di equity, il Documento fa espresso riferimento al regolamento europeo Regolamento (UE) n. 345/2013, all'articolo 6, che recita:

1. I gestori di fondi per il venture capital qualificati commercializzano le quote e le azioni dei fondi per il venture capital qualificati esclusivamente presso gli investitori che sono considerati investitori professionali [...] oppure presso altri investitori che:

- *si impegnino a investire almeno 100 000 EUR; 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.*

Questa Autorità nel documento riprende e richiama a questa disposizione come segue:

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.

La scrivente rileva che il sopra riportato requisito sia stato trasposto dalla norma sui fondi di *venture capital* (EuVECA), perchè effettivamente costituenti business assimilabile a quello degli investimenti in equity. Tuttavia ci pare importante rilevare che nel caso degli EuVECA il requisito si realizza nella partecipazione al singolo fondo.

Apprezzando la volontà dell'Autorità, riteniamo necessario un chiarimento ai fini dell'applicazione della proposta. Non è chiaro se anche questo meccanismo sia ripreso dall'Autorità, e quindi siano solo gli investitori che investono €100.000 in una singola offerta avente ad oggetto obbligazioni (scenario 1) a poter partecipare alla campagna, oppure quelli che allochino tale somma tramite più sottoscrizioni di strumenti obbligazionari offerti tramite una singola piattaforma (scenario 2) o tramite più piattaforme (scenario 3).

Se l'ipotesi di scenario 1 sembra del tutto irrealistica e escluderebbe quasi completamente l'applicazione pratica della norma, più verosimili dal punto di vista operativo appaiono gli scenari 2 e 3.

In particolare, nello scenario 2 le sottoscrizioni avvenute attraverso la singola piattaforma, dovrebbero essere perfezionate tramite un unico versamento della somma identificata nella soglia (i.e 100.000€) su di un *wallet* o conto dedicato, per garantire il soddisfacimento della norma.

Il cliente potrebbe indicare le tipologie di ritorno e di rischio a lui più idonee ed eventualmente i settori industriali di interesse oltre all'importo della singola transazione da effettuare, così che alla pubblicazione di ogni offerta, corrispondente alle indicazioni del cliente, venga effettuata la sottoscrizione ed il relativo pagamento in forma automatizzata, restando ferme le garanzie in quanto al diritto di revoca o di ripensamento.

Questo, come già avviene nelle attività di Marketplace Lending, avrebbe due principali obiettivi per il cliente: la diversificazione automatica del suo portafoglio, in funzione del suo profilo rischio/rendimento, ed il soddisfacimento della normativa, per cui risulterebbe altrimenti molto complicata la verifica del raggiungimento della soglia di investimento.

Riteniamo inoltre di particolare utilità che questa Autorità chiarisca in fase di risposta alla presente consultazione, se sia sufficiente il versamento di questi fondi, o se sia necessario gli stessi siano allocati in un periodo di tempo specifico e, in caso si configuri lo scenario 2, se questi possano essere allocati secondo lo schema proposto.

2.3 BACHECA WEB

La predisposizione delle descritte bacheche web può considerarsi un'attività connessa con la gestione della piattaforma di crowdfunding.

Pertanto, i gestori di tali piattaforme potranno mettere a disposizione degli investitori le bacheche web esclusivamente nel rispetto di limiti ben definiti, per non integrare lo svolgimento di servizi e attività riservate. In tal senso si precisa che i gestori dovranno adottare tutti i presidi necessari per garantire che l'implementazione della bacheca elettronica non ricada nell'ambito dell'esercizio di servizi o attività di investimento, in assenza della relativa autorizzazione.

In particolare, si evidenzia che l'attività di implementazione di una bacheca web per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari oggetto di raccolte di crowdfunding dovrebbe realizzarsi in assenza di un sistema tecnologico, così come di un insieme di regole, finalizzati a consentire l'incrocio tra la domanda e l'offerta. Solo in tal caso l'eventuale contratto concluso tra gli investitori non configurerebbe una forma di matching operato dal gestore.

[...]

In particolare, a fronte della pubblicazione dell'annuncio, il gestore non potrà svolgere attività volte ad agevolare il contatto tra soggetti potenzialmente interessati quali: la presentazione all'offerente di un soggetto potenzialmente interessato; il filtro degli annunci pubblicati, così da rendere visibili a certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solamente quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti; la messa a disposizione di sistemi di comunicazione nell'ambito della bacheca elettronica. Allo stesso modo, il gestore non potrà porre in essere attività utili a favorire la conclusione del contratto quali: il coinvolgimento nella trattativa; la predisposizione di moduli standard per i contratti; la segnalazione di professionisti per la definizione dei contratti; il trasferimento della titolarità degli strumenti e il regolamento delle operazioni.

L'inserimento all'interno del Regolamento dell'opportunità per le piattaforme di istituire una bacheca web per il mercato secondario, va nel senso delle previsioni del regolamento europeo del crowdfunding. La scrivente è, come detto in apertura di questo documento, positiva rispetto all'iniziativa, che vada a favorire una implementazione di misure discusse e condivise a livello europeo, anticipando di fatto l'entrata in vigore dell'ECSP.

Tuttavia pensiamo sia importante rappresentare che, nella costruzione delle bacheche dovrebbero essere possibili alcune funzionalità tecnologiche che mantengano la neutralità della piattaforma, ma agevolino gli utenti nella consultazione.

Ad oggi, infatti, diversi utenti dei portali di equity crowdfunding si organizzano attraverso conversazioni su canali di terze parti, dove sono disponibili, tra le altre, le seguenti funzionalità:

- Motore di ricerca, che permette a chi consulta la bacheca di trovare le informazioni che sta cercando, selezionando autonomamente le comunicazioni di interesse attraverso l'uso di parole chiave.
- Inserimento di tag, che fungono da *etichette digitali* che permettono di ritrovare tutte le informazioni che si riferiscono a un medesimo tema. I tag sarebbero assegnati da chi scrive sulla bacheca e filtrati da chi consulta, garantendo una completa estraneità della piattaforma ai temi e alla loro applicazione ai singoli annunci.

Entrambe queste funzionalità hanno l'esclusiva finalità di favorire la consultazione degli annunci e non permettono alla piattaforma in nessun modo di alterare o intermediare l'offerta.

Inoltre, è auspicabile la possibilità per le bacheche di essere associate a servizi di messaggistica tra utenti, che permettano l'identificazione degli interlocutori e l'effettiva titolarità delle quote oggetto della potenziale transazione, che resterebbe comunque una trattativa tra le parti. Questo servizio non permetterebbe alla piattaforma alcun controllo o interferenza nella relazione tra gli utenti, che rimangono autonomi nella loro interazione, ma al contempo consentirebbe di proteggere le loro informazioni e garantire l'identificazione dei soggetti.

Segnaliamo inoltre che le funzionalità descritte poc'anzi sono le medesime che gli utenti trovano ad oggi su piattaforme terze non dedicate, organizzandosi autonomamente, come *canali Telegram, gruppi Facebook o siti web come Subito.it*.

Sarebbe utile e importante le medesime funzionalità fossero presenti anche sulle piattaforme autorizzate, limitando la possibilità per gli utenti di incorrere in *scam* o frodi, pur mantenendo l'autonomia in capo agli utenti per quanto riguarda l'incontro tra domanda e offerta.

3. ULTERIORI QUESTIONI A COMPLEMENTO DELLA REVISIONE DEL REGOLAMENTO

3.1 ADOZIONE DELLE DISPOSIZIONI SUI CONFLITTI DI INTERESSE PRESENTI NEL REGOLAMENTO ECSP

Nell'auspicio di una evoluzione del Regolamento Crowdfunding in linea con le più recenti innovazioni normative europee, anche alla luce di quanto previsto dalla bozza del Regolamento ECSP, suggeriamo di integrare il Regolamento Crowdfunding prevedendo espressamente la possibilità di investire in una campagna pubblicata su un portale da parte:

(i) del gestore del portale stesso o di soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo dello stesso, ovvero di soggetti collegati al gestore;

(ii) dei soci del gestore aventi, direttamente o indirettamente, una quota di partecipazione nel capitale sociale non inferiore al 20% dei diritti di voto, e dei soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo degli stessi;

nonché (iii) degli amministratori e dipendenti del gestore, e dei soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo degli stessi; a condizione che di tali investimenti

venga data piena evidenza sul portale e venga assicurato che gli stessi sono effettuati alla medesime condizioni applicate agli altri investitori e che ad essi non venga riservato alcun trattamento preferenziale o accesso privilegiato alle informazioni.

L'integrazione proposta, riprende quanto attualmente previsto dall'art. 7 della bozza di Regolamento ECSP, il quale dispone, al paragrafo 2:

“Crowdfunding service providers that accept as investors in the projects offered on their crowdfunding platform any of their shareholders holding 20% or more of share capital or voting rights, any of their managers or employees, or any person directly or indirectly linked to those shareholders, managers or employees by control as defined in Article 4(1)(35)(b) of Directive 2014/65/EU shall fully disclose this on their website, including the specific offers invested in, and shall ensure that these investments are made under the same conditions as those of other investors and that these investors do not enjoy any preferential treatment or privileged access to information”.

In particolare, in altri Paesi è stato permesso, con riferimento agli investimenti effettuati dal gestore, di investire una percentuale della *success fee* nelle società offerenti, ovviamente con riguardo alle policy del gestore che vadano a regolamentare il conflitto di interessi.

Questo orientamento è inoltre espressione di una crescente prassi di mercato, che vede nella condivisione del rischio di investimento delle piattaforme con i propri utenti, una ulteriore dimostrazione dell'affidabilità dei gestori.

Pertanto, alla luce di tutto quanto sopra esposto, suggeriamo di voler integrare il comma 1 dell'art. 13 del Regolamento Crowdfunding con l'aggiunta del seguente periodo:

"In caso di sottoscrizione di strumenti finanziari tramite il portale da parte: (i) del gestore del portale stesso o di soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo dello stesso, ovvero di soggetti collegati al gestore; (ii) dei soci del gestore aventi, direttamente o indirettamente, una quota di partecipazione nel capitale sociale non inferiore al 20% dei diritti di voto, e dei soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo degli stessi; nonché (iii) degli amministratori e dipendenti del gestore, e dei soggetti controllanti, controllati o soggetti a comune controllo degli stessi, di tale circostanza deve essere data piena evidenza sul portale da parte del gestore, il quale deve inoltre assicurare che tali investimenti siano effettuati alla medesime condizioni applicate agli altri investitori e che ad essi non venga riservato alcun trattamento preferenziale o accesso privilegiato alle informazioni"; ovvero, in alternativa, di voler confermare, nelle forme che verranno ritenute opportune ed eventualmente nella relazione che accompagnerà il nuovo Regolamento, la correttezza della sopra prospettato interpretazione."

~~~

Nel restare a disposizione per ogni chiarimento o ulteriore occorrenza, l'occasione particolarmente gradita per porgere i nostri migliori saluti.