

Invio *on-line* tramite SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Trento, 19 luglio 2019

Oggetto: Osservazioni sul "Documento di Consultazione" del 20 giugno 2019 contenente proposte di modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*

1. PREMESSA

In data 20 giugno 2019 Consob ha avviato una pubblica consultazione, tramite la pubblicazione di un documento di consultazione (il "**Documento di Consultazione**") contenente alcune proposte di modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (il "**Regolamento Crowdfunding**").

Tali proposte di revisione del Regolamento Crowdfunding derivano innanzitutto dalle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019, che ha modificato il Testo Unico della Finanza ("**TUF**") al fine di estendere l'ambito di applicazione della normativa italiana sui portali per la raccolta di capitali *on-line* alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese, prevedendo, in particolare, al nuovo comma 1-*ter* dell'art. 100-*ter* del TUF, che la sottoscrizione di tali obbligazioni e titoli di debito: (i) sia riservata "*nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob*", e (ii) sia effettuata "*in una sezione separata del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio*".

La Consob, oltre ad apportare i necessari adeguamenti al Regolamento Crowdfunding conseguenti al sopra citato ampliamento del perimetro delle offerte promuovibili nelle piattaforme di *crowdfunding*, ha effettuato una valutazione in merito all'esercizio della delega attribuitale dal sopra citato art. 100-*ter*, comma 1-*ter* del TUF con riferimento alle particolari categorie di investitori (diverse dai professionali) che possono sottoscrivere strumenti di debito.

Consob ha inoltre approfittato – come già fatto in passato, ad esempio in occasione della prima revisione del Regolamento Crowdfunding – della necessità di effettuare il sopra citato adeguamento normativo, per avanzare ulteriori proposte di intervento regolamentare, che traggono in particolare origine da richieste provenienti da alcuni gestori autorizzati, ivi incluso lo scrivente.

Tali ulteriori modifiche regolamentari riguardano, nello specifico: (i) l'implementazione di "bacheche *web*" idonee a facilitare lo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite dei portali *on-line*, e (ii) la conferma in merito al fatto che gli offerenti aventi i requisiti delle "piccole e medie imprese" possano avere sede in altri Stati membri dell'Unione europea e in Paesi aderenti agli accordi sullo Spazio Economico Europeo (nel complesso, gli "**Offerenti Europei**").

La scrivente società Walliance S.r.l. (in seguito anche "**Walliance**") sottopone all'attenzione della Consob le seguenti osservazioni in merito alle proposte di modifica contenute nel Documento di Consultazione e si permette di suggerire ulteriori proposte di intervento regolamentare o, eventualmente, interpretativo, atte a chiarire alcune perplessità emerse nella prassi operativa. Tali ulteriori proposte sono contenute in particolare nel capitolo 3 del presente documento, mentre il seguente capitolo 2 contiene le osservazioni alle proposte di Consob contenute nel Documento di Discussione.

In linea generale, si evidenzia come Walliance abbia ritenuto doveroso, nel formulare le osservazioni e proposte contenute nel presente documento, tenere in debita considerazione quanto previsto attualmente nel Regolamento

sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese ("*European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*"), nella sua ultima versione approvata dal Consiglio dell'Unione europea lo scorso 24 giugno 2019 (il "**Regolamento ECSP**"). Tale Regolamento ECSP – più volte richiamato dalla stessa Consob nel Documento di Consultazione (pur facendo riferimento ad una versione del "testo di compromesso" precedente, e quindi parzialmente diversa, da quella del 24 giugno) – non può infatti non essere preso come punto di riferimento rispetto alle modifiche da apportare al Regolamento Crowdfunding, dal momento che, in un futuro non molto lontano (auspicabilmente intorno alla fine del 2020 / inizio 2021) troveranno applicazione anche in Italia le regole che saranno ivi contenute, destinate non già ad aggiungersi, ma a sostituire le normative domestiche degli Stati membri sull'*investment-based crowdfunding* e sul *lending crowdfunding*.

Si precisa infine che, pur facendo parte dell'associazione di categoria Italia Fintech, che parteciperà alla pubblica consultazione con un proprio documento di osservazioni, Walliance ha ritenuto opportuno sottoporre autonomamente le seguenti osservazioni, anche alla luce delle peculiarità che la caratterizzano quale portale di *crowdfunding* attivo esclusivamente nel settore del *real estate*.

2. LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL REGOLAMENTO CROWDFUNDING E LE OSSERVAZIONI DI WALLIANCE

Nell'espone le proprie osservazioni sulle proposte di modifica al Regolamento Crowdfunding, si seguirà l'ordine relativo alle stesse di cui al Documento di Consultazione.

A) SOTTOSCRIZIONE DI OBBLIGAZIONI E DI TITOLI DI DEBITO TRAMITE PORTALI *ON-LINE*

(i) *Limiti derivanti dalla disciplina codicistica italiana e valutazioni da parte di Consob in merito all'esercizio della delega attribuita dall'art. 100-ter, comma 1-ter TUF*

Proposta Consob:

Dal momento che il nuovo comma 1-ter dell'art. 100-ter del TUF prevede che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito sia riservata, oltre che agli investitori professionali, a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob "*nei limiti stabiliti dal codice civile*", ne discende che tale delega possa essere esercitata da Consob – laddove dalla stessa ritenuto opportuno – tenendo comunque fermi i limiti posti dal codice civile italiano per l'emissione di obbligazioni da parte delle S.p.A. e di titoli di debito da parte delle S.r.l.

Pertanto, non avendo il legislatore primario previsto delle deroghe espresse ai limiti ed alle condizioni previste dagli artt. 2412 e 2483 c.c. per l'emissione, rispettivamente, di obbligazioni da parte di S.p.A. e di titoli di debito da parte delle S.r.l., le offerte in relazione alle quali Consob può esercitare la propria delega sono effettivamente solo quelle sottoscrivibili, ai sensi del codice civile, anche da soggetti diversi dagli investitori professionali, ossia unicamente quelle aventi ad oggetto obbligazioni emesse da S.p.A.: (a) entro il limite del doppio del patrimonio ai sensi del comma 1 dell'art. 2412 c.c., (b) garantite da un'ipoteca che abbia le caratteristiche di cui al comma 3 dell'art. 2412 c.c., ovvero (c) destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che diano il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni, ai sensi del comma 5 dell'art. 2412 c.c.

Così determinato il perimetro di operatività della propria delega regolamentare, derivante da una precisa scelta del legislatore primario, Consob sceglie innanzitutto di usufruire della facoltà di esercitare tale delega e di procedere pertanto ad una proposta di individuazione delle ulteriori "particolari categorie di investitori" cui offrire la possibilità di sottoscrivere tramite portali *on-line* obbligazioni di S.p.A. che rispettino almeno una delle condizioni sopra elencate.

Osservazioni:

Con riferimento alla determinazione del perimetro di esercizio della delega (e ferme restando le considerazioni di cui appresso), la scrivente società conviene con la posizione dell'Autorità, dal momento che essa deriva dalla formulazione della normativa primaria.

Si conviene inoltre con l'opportunità che Consob eserciti la delega conferitale per l'identificazione delle "particolari categorie di investitori".

Ciò premesso, e ferme le ulteriori osservazioni di cui sotto, ad opinione della scrivente società si pone innanzitutto il problema – strettamente connesso con quanto verrà esposto al successivo paragrafo C) con riferimento agli Offerenti Europei – di comprendere come il richiamo della norma primaria ai "limiti stabiliti dal codice civile" italiano possa trovare applicazione in caso di Offerenti Europei, le cui normative interne non prevedano limitazioni alla emissione di strumenti finanziari di debito, o ne prevedano di diverse o ulteriori rispetto alla normativa italiana sopra richiamata.

Anche alla luce dell'impostazione che sulla questione è rinvenibile nel Regolamento ECSP, si ritiene che – quanto meno con riferimento alle eventuali limitazioni (o non limitazioni) alla emissione di strumenti finanziari, sia di debito che di rischio – in caso di campagne di *crowdfunding* di Offerenti Europei su portali autorizzati in Italia, vadano applicate (unicamente) le norme del diritto interno del Paese di origine dell'Offerente Europeo. Alla luce di tale principio, non potranno ad esempio essere applicate agli Offerenti Europei le deroghe al diritto societario previste per le PMI-S.r.l. dalla normativa italiana, sempre (ovviamente) non vi siano regole corrispondenti previste dalle rispettive normative estere.

Si ritiene pertanto che le considerazioni di Consob relative alla impossibilità di estendere ad altre particolari categorie di investitori la sottoscrizione di strumenti di debito diversi dalle obbligazioni emesse da S.p.A.: (a) entro il limite del doppio del patrimonio, (b) garantite da ipoteca, o (c) destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che diano il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni, pur sicuramente corrette con riferimento agli offerenti di diritto italiano, non possano trovare applicazione per gli Offerenti Europei.

In generale, conseguentemente all'espresso riconoscimento agli Offerenti Europei della possibilità di effettuare campagne su portali autorizzati in Italia, si suggerisce – per chiarezza – di indicare nel testo del Regolamento Crowdfunding quali sono le disposizioni applicabili esclusivamente agli offerenti di diritto italiano, come ad esempio quella qui in commento.

(ii) Individuazione di particolari categorie di investitori

Proposta Consob:

Alla luce dell'analisi di alcune "figure intermedie" di investitori individuate dal legislatore nell'ambito della normativa finanziaria, Consob propone di estendere la riserva relativa alla sottoscrizione delle obbligazioni di S.p.A. tramite portali (nei casi, sopra richiamati, consentiti dal codice civile), alle seguenti particolari categorie di investitori:

- (a) ai soggetti di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding;
- (b) a coloro che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi in denaro, per un controvalore superiore ad euro 250.000;
- (c) a coloro che si impegnano ad investire almeno euro 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;
- (d) agli investitori *retail*, nell'ambito di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Osservazioni:

Ad opinione della scrivente società, la scelta del legislatore primario di non estendere a tutti gli investitori *retail* la possibilità di sottoscrivere strumenti di debito tramite portali *on-line* non è condivisibile. Ciò a maggior ragione se si considera il fatto che nella formulazione della norma sono stati comunque fatti salvi i "limiti previsti dal codice civile", circoscrivendo così in maniera rilevante, come visto, la casistica entro la quale Consob ha potuto esercitare la delega ad essa conferita.

A ben guardare, una tale impostazione finisce per creare una disparità di trattamento tra le emissioni di obbligazioni di S.p.A. effettuate (da parte di offerenti di diritto italiano) con modalità "tradizionali", e pertanto non tramite portali on-line, che nei casi consentiti dalla legge possono essere sottoscritte da tutti gli investitori retail, e le emissioni di obbligazioni effettuate tramite i portali, che invece – nonostante l'esistenza di tutte le garanzie previste dalla normativa di settore a tutela degli investitori retail – non possono essere sottoscritte da tutti tali investitori retail, ma solo dalle particolari categorie individuate dalla Consob.

Si può forse ipotizzare che la ratio di tale scelta risponda alla esigenza di una maggiore tutela degli investitori *retail* in considerazione del fatto che le società che fanno offerte sui portali *on-line* sono normalmente considerate più "rischiose" rispetto alle società emittenti obbligazioni tramite i circuiti "tradizionali". Laddove fosse effettivamente questa la spiegazione della sopra accennata disparità di trattamento, essa ad opinione della scrivente società non sarebbe coerente con le tutele apprestate dalla normativa di settore agli investitori *retail* (una per tutte la necessità di avere almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sottoscritto dagli investitori qualificati di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding), e troverebbe ancora minore giustificazione nel settore del *real estate crowdfunding*, nel quale opera Walliance e dove si ritiene che il rischio legato agli investimenti possa essere considerato inferiore, laddove i progetti immobiliari vengano selezionati con la dovuta cura ed attenzione dal gestore del portale.

Ad opinione della scrivente società vi è però anche un altro fattore che crea una distorsione del mercato, laddove alcune piattaforme di *lending crowdfunding* pongono in essere un'attività in tutto e per tutto assimilabile a quella che viene ora concesso di effettuare ai portali autorizzati da Consob (raccolta di strumenti finanziari di debito), senza però dover sottostare alle stringenti regole previste dal TUF e dal Regolamento Crowdfunding per i portali autorizzati, né al limite sopra descritto per la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito da parte degli investitori *retail*. Come autorevolmente evidenziato nella quinta edizione dei "Quaderni Fintech" recentemente pubblicata da Consob, infatti, in diversi casi, ed in particolare laddove vi sia una "standardizzazione" dell'offerta di prestiti, l'attività dei portali di *lending crowdfunding* appare essere più prossima al settore dei mercati finanziari/servizi di investimento che a quello bancario in senso stretto; e ad una tale impostazione sembra ispirarsi anche il citato Regolamento ECSP, laddove riconduce al medesimo contesto normativo ed autorizzativo sia il *lending* che l'*investment-based crowdfunding*. Alla luce di ciò, appare poco giustificato che i gestori delle piattaforme di *lending crowdfunding*, a differenze dei gestori autorizzati da Consob, possano rivolgere senza limitazioni le offerte presenti sui propri portali agli investitori *retail* per offrire investimenti che, di fatto, sono assimilabili alle emissioni di strumenti finanziari di debito.

A quanto sopra si aggiunga che nello stesso Regolamento ECSP non è presente alcuna differenziazione tra strumenti finanziari di debito e strumenti finanziari di rischio, né tra tali strumenti finanziari ed i contratti di prestito offerti sui portali, relativamente ai soggetti che possono effettuare tali investimenti.

Pur essendo (ovviamente) consapevoli che le considerazioni di cui sopra esulano dalle competenze di Consob, si ritiene che esse vadano comunque tenute in considerazione, anche al fine della individuazione delle categorie di investitori (diversi da quelli professionali) ai quali concedere la possibilità di sottoscrivere obbligazioni emesse da offerenti di diritto italiano, nei casi consentiti dal codice civile, nonché (si ritiene) strumenti di debito emessi di Offerenti Europei ai sensi e nei limiti della loro rispettiva normativa nazionale.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, si ritiene innanzitutto auspicabile, in linea generale, una riduzione degli importi previsti da Consob nelle ipotesi di cui alle lettere (b) e (c) di cui sopra, eventualmente prevedendo limiti di valore diversi a seconda del tipo di società offerente e della presenza di indici di maggiore "affidabilità" delle stesse società offerenti; mentre si condivide l'estensione ai soggetti indicati all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding, indicata alla lettera (a) di cui sopra.

Si ritiene inoltre utile specificare, a scanso di equivoci, che i soggetti di cui al nuovo comma 2-*quater* dell'art. 24 del Regolamento Crowdfunding possano essere sia persone fisiche, che persone giuridiche, nonché che gli stessi possano essere anche soggetti di nazionalità straniera o di diritto straniero.

Le stesse specificazioni di cui sopra sarebbero inoltre opportune con riferimento agli "investitori a supporto delle piccole e medie imprese" di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding.

In merito alla documentazione da produrre al gestore per la dimostrazione dei requisiti atti a rientrare in una delle categorie di cui sopra, si ritiene opportuno semplificare i relativi adempimenti proposti da Consob con riferimento agli investitori "che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi in denaro, per un controvalore superiore ad euro 250.000", nonché quelli attualmente previsti per gli "investitori a supporto delle piccole e medie imprese", sostituendo la documentazione elencata, rispettivamente, nella prima parte del nuovo comma 2-*quinqüies* e nella seconda parte del comma 2-*bis* dell'art. 24, con una autocertificazione relativa alla sussistenza dei requisiti prescritti dal Regolamento Crowdfunding, tramite la produzione di una "dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione resa ai sensi degli articoli 46

e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445". Ciò anche in ragione delle seguenti considerazioni:

- L'allegato II dell'attuale versione del Regolamento ECSP prevede, ai fini della richiesta di essere trattato quale "*sophisticated investor*", delle mere dichiarazioni da parte dei relativi soggetti, consistenti in: "*A. Attestation specifying the identification criteria set out in Section I that the requesting investor meets; B. Statement that the requesting investor is aware of the consequences of losing the investor protection attached to the status of non-sophisticated investors; C. Statement that the requesting investor remains liable for the veracity of the information provided in the request*", specificando poi che "*The crowdfunding service provider shall take reasonable steps to ensure that the investor qualifies as a sophisticated investor and shall implement appropriate written internal policies to categorise investors. The crowdfunding service provider shall approve the request unless it has reasonable doubt that the information provided in the request is correct. Investors shall receive an explicit notification when their status is confirmed*".

Si ritiene pertanto che prevedere nel Regolamento Crowdfunding la regola generale dell'autocertificazione, oltre a semplificare in maniera considerevole il processo, rappresenti una soluzione più "tutelante" di quanto previsto dal Regolamento ECSP, anche in ragione delle conseguenze penali connesse ad una eventuale falsa dichiarazione. Similmente a quanto previsto dallo stesso Regolamento ECSP, la scrivente società sarebbe inoltre disponibile ad accettare quale "contrappeso" una più stringente ed esplicita responsabilità dei gestori nell'attività di verifica dei requisiti auto-certificati dagli investitori.

- Con riferimento alla nuova categoria, proposta da Consob, degli investitori che "si impegnano ad investire almeno euro 100.000 in offerte della specie", la stessa Consob ritiene sufficiente che con riferimento agli stessi venga prodotta, oltre al contratto contenente l'impegno ad investire, una dichiarazione scritta nella quale il soggetto dichiara di essere consapevole dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto. A tale riguardo, sfugge alla scrivente società il motivo per cui la produzione di una tale semplice dichiarazione sia considerata sufficiente con riferimento a questi investitori, e non per quelli sopra citati. Ad opinione della scrivente società, invece, sarebbe opportuno prevedere una autocertificazione anche per la categoria di investitori in parola, così come per gli altri.
- Dal punto di vista pratico, inoltre, si sono riscontrate nella prassi molte difficoltà a reperire la documentazione prevista dalla seconda parte del comma 2-*bis* dell'art. 24 del Regolamento Crowdfunding dai soggetti ivi menzionati, alla qual cosa si aggiunge che ad alcuni di tali documenti (come, ad esempio, le visure camerali) spesso non corrispondono degli equivalenti nella normativa straniera, rendendo così molto difficoltoso che soggetti non italiani assurgano la qualifica di investitori a supporto delle piccole e medie imprese.

Con specifico riferimento, poi, alla formulazione relativa alla categoria degli "investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno euro 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", si ritiene che la stessa non sia sufficientemente chiara con riferimento, in particolare, a che cosa si intenda con l'espressione "offerte della specie", ossia se il relativo limite minimo di valore vada obbligatoriamente investito in un determinato portale, col quale l'investitore sottoscriverà il contratto contenente l'impegno ad investire, oppure possa essere investito cumulativamente in più portali (e, laddove la risposta corretta sia la prima, se l'investitore che si è impegnato ad investire almeno l'importo minimo con un portale possa comunque investire in obbligazioni su altri portali). Non è inoltre chiaro se l'impegno ad investire l'importo minimo debba riferirsi (come si immagina) ad un determinato periodo di tempo, ed in tal caso a quale arco temporale esso corrisponda. Sarebbe inoltre opportuno chiarire se è sufficiente che l'investitore sottoscriva con il gestore del portale un contratto contenente un impegno ad investire l'importo minimo, ovvero se siano necessarie o opportune misure atte a vincolare in qualche modo l'importo che l'investitore si impegna ad investire.

La scrivente società trova inoltre condivisibile, oltre che molto interessante, la proposta sub (d) di cui sopra, di estendere la possibilità di sottoscrivere strumenti finanziari di debito agli investitori *retail* nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti. Si ritiene infatti

di fondamentale importanza l'utilizzo degli intermediari che prestano tali servizi per lo sviluppo dei portali di *crowdfunding* e per la conoscenza da parte degli investitori meno sofisticati degli strumenti finanziari offerti dai portali.

A tale riguardo si ritiene però che debbano essere chiariti (eventualmente nella relazione che accompagnerà la nuova versione del Regolamento Crowdfunding) i seguenti punti pratico/operativi, che riguardano, in generale, anche gli investimenti effettuati dagli investitori *retail* in strumenti finanziari di rischio, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti:

- quali devono essere le modalità e le caratteristiche della comunicazione al gestore del portale della raccomandazione all'investimento?
- chi può materialmente effettuare l'investimento tramite il portale?
- può il gestore del portale mettere a disposizione, ad esempio, della rete di consulenti di un intermediario finanziario un "cruscotto" dal quale il consulente possa inserire, per conto del proprio cliente, l'investimento (anche in considerazione del fatto che, tipicamente, il cliente di un consulente finanziario non inserisce autonomamente gli ordini di investimento)?

Sempre con riferimento agli investitori *retail* che investono nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti, si condivide pienamente la proposta di Consob di prevedere in tali casi l'esonero del gestore del portale dall'obbligo di verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi dell'investimento, essendo lo stesso intermediario tenuto ad effettuare la valutazione di adeguatezza degli investimenti. Dal momento che il medesimo principio vale anche per la sottoscrizione degli strumenti finanziari di rischio, si propone di prevedere l'esonero dall'obbligo di effettuare il test di appropriatezza anche nel caso in cui l'investitore *retail* sottoscriva strumenti finanziari di rischio nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti. Il medesimo principio dovrebbe inoltre valere nel caso (anche se non frequente nella pratica) il portale decida di non eseguire la verifica di appropriatezza in proprio.

Si propone pertanto di apportare le seguenti modifiche al Regolamento Crowdfunding:

- all'art. 13, comma 5-bis, si suggerisce di sostituire il periodo iniziale di cui alla proposta di nuovo testo del Regolamento Crowdfunding allegata al Documento di Consultazione con il seguente: "Al di fuori degli investimenti in strumenti finanziari effettuati dagli investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti...", aggiungendo poi un ultimo periodo a tale comma, del seguente tenore: "Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore non professionale che effettua l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti trova applicazione quanto previsto al secondo periodo del comma 2-quater dell'articolo 24";
- all'art. 17, comma 3, si suggerisce di inserire il seguente periodo iniziale: "Al di fuori degli investimenti in strumenti finanziari effettuati dagli investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti...", aggiungendo anche in questo caso un ultimo periodo al comma, del seguente tenore: "Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore non professionale che effettua l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti trova applicazione quanto previsto al secondo periodo del comma 2-quater dell'articolo 24".

(iii) Regime delle offerte relative a titoli obbligazionari

Proposta Consob:

Con riferimento ai presidi di tutela in favore degli investitori non professionali, Consob propone di:

- (a) estendere alle nuove categorie di investitori non professionali che potranno sottoscrivere obbligazioni tramite un portale (diversi da quelli di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding): il diritto di recesso, il diritto di revoca dell'ordine, l'obbligo di effettuare la verifica di appropriatezza (ad eccezione del caso sopra menzionato degli investitori *retail* che sottoscrivono nell'ambito di un servizio

di gestione di patrimonio o di consulenza in materia di investimenti), e l'obbligo di prendere visione delle informazioni di *investor education*;

- (b) non estendere a tali nuove categorie di investitori i presidi consistenti nell'obbligo di prevedere nello statuto dell'offerente il diritto di recesso o di co-vendita in caso di cambio del controllo a favore degli investitori *retail* che investano tramite il portale, nonché nell'obbligo che venga sottoscritta una quota pari almeno al 5% degli strumenti finanziari da parte di uno dei soggetti di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding.

Osservazioni:

La scrivente società ritiene condivisibili le sopra citate proposte avanzate da Consob.

(iv) Carattere facoltativo per i gestori di portali di ospitare emissioni di strumenti di debito

Osservazioni:

Stante il carattere facoltativo per i gestori di portali (desumibile anche dalle "disposizioni transitorie" di cui al punto 3.3. del Documento di Consultazione) di prestare attività concernenti la gestione di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito, si ritiene opportuno specificare nel testo del Regolamento Crowdfunding che i nuovi obblighi ed adempimenti derivanti dall'esercizio di tale attività trovano applicazione solo al gestore "che presti anche attività concernenti la gestione di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito", a seguito della comunicazione di tale scelta alla Consob. Nello specifico, si suggerisce che tale (o simile) inciso venga inserito nelle seguenti disposizioni di cui alla proposta di nuovo Regolamento Crowdfunding allegata al Documento di Consultazione: Art. 13, commi 3-*bis*, 5-*quater*, 5-*quinquies* e 5-*sexies*; Art. 14, comma 1, lettere h-*bis*) e h-*ter*); Art. 15, comma 1, lettere d-*bis*) e d-*ter*); Art. 16, comma 1, lettere e), f) e g); Art. 21, comma 3, lettera b), ultimo periodo; Art. 24, comma 2-*quater*; Allegato 2, Sezione B, punti 14, 15 e 16.

B) BACHECHE WEB

Proposta Consob:

Viene prevista, con l'introduzione del nuovo art. 26 del Regolamento Crowdfunding, la possibilità per i gestori di istituire, in una sezione separata del portale, una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di *crowdfunding* (anche se condotta su altri portali rispetto a quello in cui viene implementata la bacheca elettronica).

A tale fine viene previsto il divieto per il gestore di svolgere qualsiasi tipo di attività volta in qualsiasi modo ad agevolare l'incontro della domanda e dell'offerta degli strumenti finanziari presenti nella bacheca elettronica, che sia diversa dalla mera "comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari".

Osservazioni:

La scrivente società ritiene sicuramente positiva l'apertura di Consob a venire incontro alle richieste degli operatori, in modo da facilitare la risoluzione di quello che da più parti viene considerato il problema principale degli investimenti tramite portali *on-line*, ossia l'illiquidità degli strumenti finanziari sottoscritti, stanti l'assenza di un mercato secondario e le caratteristiche intrinseche dei tali strumenti (spesso rappresentati da quote di S.r.l.).

Per quanto riguarda i limiti e le precauzioni poste da Consob per l'implementazione e la predisposizione delle bacheche informatiche, se ne comprendono sicuramente le ragioni. Ciò premesso, l'impossibilità prevista dalla Consob per i gestori di implementare un sistema tecnologico atto ad "agevolare" l'incontro tra la domanda e l'offerta rende, di fatto, poco utile l'implementazione di una tale bacheca elettronica, oltre a creare una ulteriore distorsione del mercato, rispetto a quanto si riscontra normalmente nella pratica delle piattaforme di *lending crowdfunding*, dove l'incontro tra domanda ed offerta di contratti di finanziamento avviene proprio tramite l'utilizzo di sistemi tecnologici.

Si richiede pertanto di prevedere di rendere comunque disponibili i passaggi comunicativi tra coloro che offrono in vendita gli strumenti finanziari ed i potenziali interessati, permettendo ai gestori l'inserimento di un sistema

tecnologico nella sezione del portale dedicata alla bacheca, che, pur assicurando che non sia comunque possibile realizzare alcun tipo di *matching* che conduca alla conclusione di un contratto all'interno dello stesso portale, permetta di agevolare le parti nella fase pre-contrattuale, affinché possano, tramite un sistema di messaggistica, definire tra loro alcuni elementi ulteriori rispetto ai loro dati personali, quali il prezzo ed il numero delle quote/azioni cedibili, ed eventuali ulteriori passaggi, secondo modelli presenti nella maggior parte degli altri Paesi europei, quali ad esempio Francia, Spagna, Germania e Gran Bretagna.

Si formulano inoltre le seguenti osservazioni e proposte con riferimento al contenuto, sul punto, del Documento di Consultazione:

- (i) Il testo del nuovo art. 26 del Regolamento Crowdfunding allegato al Documento di Consultazione:
 - (a) non contiene la specificazione che i gestori che intendono istituire una bacheca *web* possano consentire ai soggetti che pubblicano le manifestazioni di interesse di esporre anche un'indicazione di prezzo offerto per l'acquisto o la vendita dei titoli: si suggerisce di inserire, a scanso di equivoci, una tale precisazione e di prendere come riferimento a tale scopo il comma 2 dell'art. 17 del Regolamento ECSP, citato, proprio con riferimento a tale punto, anche nel Documento di Consultazione;
 - (b) contiene un riferimento alla forma "riservata" con la quale il gestore deve effettuare la comunicazione dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari: si ritiene che tale formulazione vada probabilmente sostituita con il rispetto della normativa applicabile in materia di trattamento dei dati personali.

La scrivente società suggerisce pertanto di modificare il testo del nuovo art. 26 del Regolamento Crowdfunding apportandovi le modifiche sopra citate.

- (ii) Nel caso in cui sia avvenuta la "rubricazione" delle quote ai sensi di quanto previsto dall'art. 100-ter del TUF, tramite esercizio di una scelta in tal senso da parte degli investitori, sarebbe auspicabile che la piattaforma possa fornire servizi ulteriori agli investitori stessi, come ad esempio una mappatura del percorso di compravendita, con l'uso di un canale comunicativo nella piattaforma ed un sistema per l'accettazione delle proposte, con l'ausilio del gestore nella comunicazione, ad esempio, all'intermediario abilitato che dovrà avvenire un passaggio di quote di un determinato importo. In questo modo sarebbe possibile, nel rispetto della normativa esistente, effettuare tutta la transazione *on-line*, offrendo agli investitori un sistema di controllo della qualità del processo e soprattutto della correttezza delle procedure.

La scrivente società richiede pertanto a Consob di voler confermare, nelle forme che verranno ritenute opportune ed eventualmente nella relazione che accompagnerà il nuovo Regolamento, la correttezza e fattibilità della soluzione sopra delineata.

C) OFFERENTI EUROPEI

Proposta Consob:

Nel Documento di Consultazione Consob chiarisce che è possibile includere nella categoria degli offerenti anche gli Offerenti Europei, che come visto hanno sede in un altro Stato membro dell'Unione europea o in un Paese aderente allo Spazio Economico Europeo.

Al fine di chiarire la conclusione di cui sopra viene integrato il numero 01), relativo alle "piccole e medie imprese", della definizione di "offerente" di cui alla lettera c) del comma 1, art. 2 del Regolamento Crowdfunding.

Osservazioni:

Essendo stata la scrivente società a chiedere il chiarimento sopra citato, la stessa non può che essere lieta e soddisfatta delle conclusioni a cui è giunta Consob relativamente alla possibilità di includere tra gli offerenti ai sensi del Regolamento Crowdfunding anche gli Offerenti Europei.

L'esigenza di avere un tale chiarimento era emersa anche in considerazione del fatto che, come già comunicato alla Consob, Walliance – nelle more del procedimento di negoziazione, approvazione ed effettiva futura applicazione del Regolamento ECSP – ha avviato l'iter autorizzativo per operare quale "*Conseiller en Investissement Participatif*" ai sensi della normativa francese applicabile, tramite la società di diritto francese

"Walliance France société par actions simplifiée" ("**Walliance France**"), costituita in data 30 aprile 2019 e controllata al 100% da Walliance.

Anche alla luce di tale circostanza, oltre che della sopra citata (positiva) conferma ricevuta da Consob, Walliance coglie l'occasione della pubblica consultazione per richiedere alcune conferme relativamente a quale sia il più corretto *modus operandi* con riferimento, in particolare, agli adempimenti da rispettare ed alla documentazione da pubblicare nell'ambito dell'attività "*cross-border*" effettuata da due (o più) portali gestiti da gestori riferibili ad un medesimo gruppo ed autorizzati ad operare in Italia ed in uno (o più) paesi stranieri.

Nello specifico, sono sorti alcuni dubbi alla scrivente società con riferimento ad aspetti pratico/operativi laddove si intenda promuovere contestualmente una campagna di *crowdfunding* relativa al medesimo Offerente Europeo sia in Italia, tramite il portale gestito dal gestore autorizzato ai sensi della normativa domestica, sia in un paese estero, tramite il portale gestito dal gestore straniero (appartenente al medesimo gruppo del gestore italiano) autorizzato ai sensi della normativa straniera applicabile.

L'attenzione della scrivente società si volge, in particolare, ai potenziali profili di disallineamento che, nell'ipotesi sopra delineata, ci possono essere tra la normativa italiana di settore e quella straniera, oltre alle eventuali differenze concernenti il diritto societario dei due Paesi in questione.

Ad opinione della scrivente società, nel caso una campagna relativa al medesimo Offerente Europeo (a prescindere da quale sia lo Stato membro di appartenenza) venga pubblicata contestualmente sul portale italiano e su quello straniero (i quali, come visto, sono gestiti da gestori appartenenti allo stesso gruppo), dovranno trovare applicazione le normative di entrambi i Paesi, dal momento che le offerte saranno rivolte sia agli investitori residenti in Italia (la campagna sul portale italiano), sia agli investitori residenti nel Paese straniero (la campagna sul portale straniero). Pertanto, si dovrà, ad esempio, prevedere nello statuto dell'Offerente Europeo, anche se di diritto straniero (e sempre che nulla osti a tale riguardo in base al suo ordinamento di diritto societario interno, nel qual caso si ritiene che la campagna sul portale italiano non possa essere fatta), il diritto di recesso o di co-vendita in caso di cambio di controllo e l'obbligo di pubblicazione dei patti parasociali; dovranno inoltre essere previsti il diritto di recesso e il diritto di revoca in favore degli investitori *retail* che investiranno tramite il portale italiano, mentre a quelli che investiranno sul portale straniero dovranno venire assicurati (dal gestore del portale straniero) eventuali diversi diritti previsti dalla normativa applicabile, e via dicendo.

Ciò premesso, la scrivente società ritiene che nei casi sopra delineati di campagne "*cross-border*", il gestore autorizzato in Italia debba:

- (a) far predisporre dall'Offerente Europeo, in via cautelativa, sia il documento informativo predisposto conformemente alla normativa italiana e da pubblicare sul portale italiano, sia il corrispondente documento informativo così come prescritto dalla normativa straniera (che può eventualmente avere un contenuto diverso da quello italiano);
- (b) far inserire nello statuto dell'Offerente Europeo le previsioni obbligatoriamente previste dalla normativa italiana (i.e. il diritto di recesso o il diritto di co-vendita dei soci *crowdfunders* in caso di cessione di una partecipazione di controllo, e l'obbligo di comunicazione e pubblicazione dei patti parasociali);
- (c) rispettare in ogni caso tutti gli ulteriori obblighi ed adempimenti previsti dalla normativa italiana;
- (d) pubblicare sul portale italiano una traduzione "di cortesia" (e pertanto senza asseverazione) della documentazione rilevante relativa alla società offerente in italiano, o eventualmente unicamente in lingua inglese, se disponibile.

La scrivente società, pertanto, alla luce di tutto quanto sopra esposto, richiede a Consob di voler confermare, nelle forme che verranno ritenute opportune ed eventualmente nella relazione che accompagnerà il nuovo Regolamento, la correttezza del sopra prospettato *modus operandi*.

3. ULTERIORI PROPOSTE DI MODIFICA DEL REGOLAMENTO ED ALTRE OSSERVAZIONI

A) UNIFORMAZIONE DELLE REGOLE PREVISTE NEL REGOLAMENTO CROWDFUNDING SUI CONFLITTI DI INTERESSI CON QUANTO PREVISTO NEL REGOLAMENTO ECSP

La scrivente società ritiene che, anche alla luce di quanto previsto a tale riguardo nel Regolamento ECSP, sia opportuno indicare espressamente anche nel Regolamento Crowdfunding 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 tali investimenti sono effettuati alla medesime condizioni applicate agli altri investitori e che ai relativi investitori non venga riservato alcun trattamento preferenziale o accesso privilegiato alle informazioni.

A tale riguardo, si richiama quanto attualmente previsto dall'art. 7 del Regolamento ECSP, il quale dispone, al suo paragrafo 2, quanto segue: "*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*".

Con specifico riferimento agli investimenti effettuati dal gestore stesso, si rileva come altri portali stranieri prevedano, ad esempio, come "regola generale", applicabile in ogni caso, di investire una percentuale della "success fee" nelle stesse società offerenti che fanno una campagna sul loro portale (è il caso, ad esempio, del portale Angelsden). Ovviamente tale possibilità verrà regolamentata nella *policy* del gestore relativa alla gestione dei conflitti di interessi.

La scrivente società, pertanto, alla luce di tutto quanto sopra esposto, suggerisce 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.

B) SOCIETÀ DI INVESTIMENTO SEMPLICI E LORO RICOMPRESIONE NELLA CATEGORIA DEGLI OFFERENTI

Il Decreto Crescita (decreto-legge n. 34 del 30 aprile 2019) ha introdotto all'art. 1, lettera *i-quater* del TUF, la definizione di Società di Investimento Semplice (SiS), quale FIA italiano costituito in forma di società di investimento a capitale fisso (SICAF), che possieda i seguenti requisiti:

- ha un patrimonio netto non eccedente i 25 milioni di euro;
- ha quale oggetto esclusivo "l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati [...] che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività";
- non ricorrere alla leva finanziaria;
- ha un capitale sociale almeno pari a quello previsto dal codice civile per le società per azioni (50 mila euro).

Le SiS godono di significative esenzioni rispetto alla disciplina regolamentare: ad esse infatti non si applicano le disposizioni attuative dell'art. 6, commi 1, 2 e 2-*bis* del TUF, riguardanti la cornice di obblighi di vigilanza (adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio e partecipazioni detenibili, trasparenza, etc.) a cui i gestori

normalmente devono sottostare. Ciononostante, le SiS devono dotarsi di un sistema di governo e controllo idoneo ad assicurare la sana e prudente gestione, oltre che di un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale adeguata ai rischi derivanti dall'attività svolta. Essendo un FIA, la SiS resta inoltre soggetta alla disciplina prevista per i gestori di fondi di investimento alternativi dettata dal Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013.

La scrivente società ritiene che le SiS possano essere fatte rientrare nella definizione di offerente di cui all'art. 2, comma 1, lett. c) del Regolamento Crowdfunding, ed in particolare nella definizione di "società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese" di cui alla nuova lettera e-*quater* del sopra citato art. 2, comma 1 del Regolamento Crowdfunding, le quali devono avere i seguenti requisiti: (i) essere una società di capitali; (ii) avere le proprie immobilizzazioni finanziarie costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese. Non sussistendo alcuna norma che preveda un esplicito divieto in tal senso, ed avendo la SiS tutti i sopra citati requisiti, si ritiene che essa possa rientrare nella definizione di "società che investe prevalentemente in piccole e medie imprese", dal momento che: (i) deve essere costituita in forma di S.p.A.; (ii) deve investire il 100% del patrimonio raccolto (e quindi una quota che è sempre superiore al 70%) in PMI, le quali a loro volta dovranno avere le ulteriori caratteristiche di essere non quotate su mercati regolamentati e di trovarsi nella fase di "sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività".

Al fine di confermare l'interpretazione di cui sopra, togliendo qualsiasi tipo di incertezza in merito alla possibilità per le SiS di raccogliere investimenti tramite i portali *on-line*, si suggerisce di voler integrare come segue la nuova lettera e-*quater* dell'art. 2, comma 1 del Regolamento: "«società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese»: le società di capitali, ivi incluse le società di investimento semplici, le cui immobilizzazioni finanziarie sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese".

C) CAMPAGNE AD EFFICACIA PROGRESSIVA E MODIFICA ART. 17, COMMA 6 DEL REGOLAMENTO CROWDFUNDING

L'art. 17 del Regolamento Crowdfunding concerne le misure e le azioni che i gestori ed i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini devono intraprendere con riferimento agli ordini di adesione pervenuti da parte degli investitori. Il comma 6 del citato art. 17 dispone: "*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 ordini, previsto dall'articolo 25. Il gestore comunica a tali ultimi soggetti, presso i quali è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento dell'offerta. I relativi fondi sono trasferiti all'offerente successivamente al perfezionamento medesimo*".

La scrivente società desidera approfittare della pubblica consultazione in corso per sottoporre all'attenzione della Consob alcune considerazioni in merito all'interpretazione del suindicato comma 6 dell'art. 17, con particolare riferimento all'inciso riguardante il trasferimento dei "*relativi fondi [...] all'offerente successivamente al perfezionamento*" dell'offerta, al fine di avere conferma del fatto che rientrino nel perimetro di applicabilità del Regolamento Crowdfunding gli aumenti di capitale cc.dd. "progressivi" o "ad efficacia progressiva", per tali intendendosi delle operazioni articolate su diverse e separate fasi, ognuna delle quali avente ad obiettivo la raccolta di una determinata tranche di capitale, nell'ambito della medesima delibera di aumento di capitale.

Con particolare riferimento all'*equity crowdfunding*, l'utilizzo di campagne ad efficacia progressiva permetterebbe, al raggiungimento di ciascuna *tranche* intermedia, di dare efficacia immediata alle relative sottoscrizioni, mediante liberazione dei rispettivi importi, tramite lo svincolo delle somme dal conto indisponibile ed il trasferimento delle stesse sul conto dell'offerente.

Di seguito si esemplifica la struttura di una ipotetica campagna ad efficacia progressiva, avente come traguardo la raccolta di un ammontare totale di capitale pari, in ipotesi, ad euro 8 milioni, con obiettivo minimo di raccolta pari ad euro 1 milione e durata, ad esempio, di un anno. Tale operazione di aumento di capitale risulterebbe così articolata:

- 1) al raggiungimento di una raccolta sul portale pari ad euro 1 milione (corrispondente all'importo minimo fissato per la campagna ed alla parte inscindibile dell'aumento di capitale), la prima *tranche* si intenderà conseguita e dunque potrà essere data efficacia alle sottoscrizioni mediante liberazione dei relativi importi ed essere effettuata l'iscrizione dei soci *crowdfunders* al Registro delle Imprese (nel caso la società offerente

sia costituita in forma di S.r.l.), e potrà inoltre essere corrisposta dall'offerente al gestore del portale la relativa commissione;

- 2) il residuo importo di euro 7 milioni, corrispondente alla parte scindibile dell'aumento di capitale da sottoscrivere entro il termine di durata di un anno, verrà raccolto sul portale in tre successive ed ulteriori *tranche* – al raggiungimento di ciascuna delle quali potrà essere data efficacia alle sottoscrizioni mediante liberazione dei relativi importi ed essere effettuata l'iscrizione dei soci *crowdfunders* al Registro delle Imprese, e potrà inoltre essere corrisposta dall'offerente al gestore del portale la relativa commissione –, come segue:
 - a. una seconda *tranche*, dell'importo di ulteriori euro 2 milioni di parte scindibile (che sommati all'importo di 1 milione di parte inscindibile già raccolto, porta ad un totale di euro 3 milioni);
 - b. una terza *tranche* dell'importo di ulteriori euro 3 milioni di parte scindibile (che sommati all'importo di 3 milioni già raccolto, porta ad un totale di euro 6 milioni);
 - c. una quarta *tranche* dell'importo pari ai rimanenti ulteriori euro 2 milioni di parte scindibile (che sommati all'importo di 6 milioni già raccolto, porta ad un totale di euro 8 milioni).

Dal punto di vista di diritto societario, un'operazione di aumento di capitale articolata secondo una "efficacia progressiva" è pacificamente ammissibile. L'efficacia delle sottoscrizioni relative ad una determinata *tranche*, in tale ipotesi, si ha al momento della liberazione dei rispettivi importi.

Per quanto concerne le campagne di *equity crowdfunding*, tale liberazione deve avvenire necessariamente tramite lo svincolo delle relative somme dal conto indisponibile e il loro trasferimento sul conto dell'offerente. Qualora dette somme dovessero permanere sul conto indisponibile, infatti, non sarebbe possibile considerare le relative sottoscrizioni come effettivamente liberate, con tutte le conseguenze del caso.

La normativa di cui al Regolamento Crowdfunding nulla dispone inoltre circa l'arco temporale di durata di una campagna, non essendo previsto alcun limite minimo, né massimo. Nulla sembrerebbe pertanto ostare ad una campagna di *equity crowdfunding* articolata, ad esempio, su di un anno di durata, e pertanto per un periodo più lungo rispetto a quanto accade normalmente sui portali italiani.

Quanto invece alla possibilità di procedere, alla chiusura di ciascuna delle singole *tranche*, con il necessario svincolo delle somme di denaro dal conto indisponibile ed il loro trasferimento sul conto dell'offerente, si ritiene che non vi siano motivi ostativi alla ammissibilità di un tale svincolo, in base alle considerazioni che seguono.

Il Regolamento Crowdfunding menziona il conto indisponibile dell'offerente in sole due disposizioni:

- all'art. 25, comma 1, dove viene disposto che "*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...*";
- all'art. 17, comma 6, che – come visto sopra – dispone: "*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 ordini, previsto dall'articolo 25. Il gestore comunica a tali ultimi soggetti, presso i quali è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento dell'offerta. I relativi fondi sono trasferiti all'offerente successivamente al perfezionamento medesimo*".

Dalla lettura del secondo degli articoli sopra citati, emerge come i "relativi fondi" possano essere svincolati dal conto indisponibile e trasferiti sul conto dell'offerente successivamente al perfezionamento dell'offerta. Risulta pertanto determinante, ai nostri fini, l'interpretazione dell'espressione "perfezionamento dell'offerta", fermo restando che di essa non si fornisce una definizione esplicita né nel Regolamento Crowdfunding, né negli articoli del TUF relativi alla disciplina dell'*equity crowdfunding*.

Ad avviso della scrivente società, l'espressione "perfezionamento dell'offerta" dovrebbe essere interpretata non già con riferimento alla conclusione (ovviamente solo laddove essa sia positiva) della campagna – che non permetterebbe lo svincolo dei fondi al raggiungimento di ciascuna singola *tranche* in caso di campagne con sottostante aumento di capitale "ad efficacia progressiva" –, bensì al ricorrere delle seguenti condizioni:

- a) il raggiungimento dell'obiettivo minimo della raccolta (laddove previsto), coincidente con la parte inscindibile dell'aumento di capitale e con l'ammontare della prima delle diverse *tranche* (nell'esempio di cui sopra, l'importo di 1 milione di euro);

- b) l'avvenuta sottoscrizione, prevista appunto dal Regolamento Crowdfunding "al fine del perfezionamento dell'offerta sul portale", di una percentuale pari al 5% o al 3% degli strumenti finanziari offerti (secondo quanto rispettivamente disposto dall'art. 24, commi 2 e 2-ter) da parte degli investitori professionali o degli altri investitori di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento Crowdfunding;
- c) lo spirare del termine per l'esercizio del diritto di recesso e del diritto di revoca previsti a favore degli investitori *retail*.

Con riferimento specifico al requisito di cui alla lettera b) di cui sopra, si ritiene che la relativa percentuale vada riferita, nel caso di campagna "ad efficacia progressiva", agli importi raccolti di volta in volta nelle singole *tranche* (nell'esempio di cui sopra, pertanto, la percentuale dovrebbe essere di volta in volta applicata, rispettivamente, agli importi pari ad 1, 2, 3 e 2 milioni), e non rispetto all'importo massimo della raccolta come individuato dalla delibera di aumento di capitale, e ciò anche al fine di preservare il meccanismo posto a tutela degli investitori *retail* costituito dalla contestuale presenza, nel *pool* di investitori, di soggetti che abbiano caratteristiche tali da fungere da "*anchor investors*".

Ad opinione della scrivente società, una tale interpretazione non lede né la lettera, né tanto meno lo spirito del dettato normativo, assicurando i medesimi presidi di garanzia per gli investitori.

In conformità all'interpretazione che qui si propone, al ricorrere delle menzionate condizioni l'offerta ben potrebbe quindi considerarsi "perfezionata", seppur non ancora del tutto conclusa, al completamento di ciascuna delle singole *tranche*. Di conseguenza, potrebbero in tali momenti avviarsi le operazioni di svincolo dei fondi dal conto indisponibile verso il conto dell'offerente.

Alla luce di quanto sopra esposto, si suggerisce di voler integrare come segue il comma 6 dell'art. 17 del Regolamento Crowdfunding: "*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 ordini, previsto dall'articolo 25. Il gestore comunica a tali ultimi soggetti, presso i quali è versata la provvista, le informazioni relative al perfezionamento. I relativi fondi sono trasferiti all'offerente successivamente al perfezionamento medesimo, che può avvenire anche in più successive tranche in caso di offerta di capitale di rischio con aumento di capitale ad efficacia progressiva, e fermo restando che in tale caso l'offerta si considererà perfezionata quando si verificheranno tutte le seguenti condizioni: (i) l'obiettivo minimo della raccolta (laddove esistente) è stata raggiunto; (ii) sono state sottoscritte dagli investitori di cui al successivo articolo 24, comma 2, le quote degli strumenti finanziari offerti ivi previste; (iii) sono spirati i termini per l'esercizio del diritto di recesso e del diritto di revoca previsti a favore degli investitori diversi dagli investitori di cui al successivo articolo 24, comma 2*".

* * *

Si resta a disposizione per qualsiasi chiarimento fosse eventualmente necessario.

Con osservanza.


Il Presidente
Giacomo Bertoldi