

La raccolta si apre alle obbligazioni

a cura di Luca Zitiello*



In seguito alla conclusione del procedimento di pubblica consultazione sono state recentemente approvate importanti modifiche al regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali online, con delibera del 10 ottobre 2019, al fine di estendere alle obbligazioni e agli altri strumenti di debito il crowdfunding delle società offerenti. In ragione di una serie di limiti derivanti dalla disciplina del codice civile, la Commissione ha scelto di valutare l'indicazione di ulteriori categorie di investitori, oltre a quelli professionali, cui consentire la partecipazione alle offerte sui portali di crowdfunding. Questo processo di individuazione di classi di soggetti che possano essere equiparati a questi fini agli investitori professionali appare particolarmente interessante in quanto in questa attività la Consob non era vincolata da rigide indicazioni derivanti da direttive comunitarie, considerato che la materia è coperta esclusivamente da normativa nazionale.

QUATTRO CATEGORIE

La Commissione ha deliberato di estendere l'offerta a quattro categorie di soggetti. I primi sono quelli già indicati all'articolo 24, comma 2, del regolamento con riguardo alle offerte che abbiano come oggetto azioni o quote, ossia quelli che posseggono un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi, superiore a 500.000 euro e abbiano effettuato

nell'ultimo biennio almeno tre investimenti in piccole e medie imprese per un importo pari ad almeno 15.000 euro, oppure abbiano ricoperto, per almeno un anno la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente. I secondi sono gli investitori non professionali che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore a 250.000 euro. I terzi sono rappresentati da investitori non professionali che si impegnano a investire almeno 100.000 euro in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto in un documento separato di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto. I quarti, infine, sono gli investitori *retail* nell'ambito della prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli o di consulenza finanziaria in materia di investimenti.

IL RAZIONALE SOTTOSTANTE

Il rationale sottostante al processo di individuazione di ulteriori categorie di investitori, che non siano investitori professionali ma che siano allo stesso tempo idonei a risultare destinatari dell'offerta, è riconducibile al richiamo analogico di fattispecie già presente nel nostro ordinamento e in quello europeo. La seconda ipotesi si rifà al concetto di livello di consistenza patrimoniale e si ispira al limite presente nel dm 5 marzo 2015, art. 14, comma 2, per l'investimento in fondi alternativi riservati ove si prevede un importo minimo di 500.000 euro, considerato che esistono altri ordinamenti, come ad esempio quello inglese, in cui i Fia riservati possono essere sotto-

scritti da soggetti che abbiano una ricchezza mobiliare superiore a 250.000 sterline. La terza categoria è caratterizzata da due elementi: l'investimento minimo nella specifica categoria di prodotto finanziario unitamente a una dichiarazione di consapevolezza dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto. Essa si ispira chiaramente a quella già prevista nel regolamento europeo sugli Euveca n. 345/2013. Il quarto caso parte da quello previsto nel regolamento europeo n. 2015/760 sugli Eltif, che prevede la possibilità di investimento da parte di clienti al dettaglio, purché l'importo non sia superiore al 10% del portafoglio del cliente, nel caso che il suo portafoglio sia inferiore a 500.000 euro, e il cliente riceva una consulenza adeguata. Esso viene poi esteso al caso in cui l'investitore riceva tale strumento finanziario nell'ambito del servizio di gestione patrimoniale individuale. Il processo logico sotteso alla modifica regolamentare fa sì che la qualificazione di una nuova categoria di investitori possa derivare:

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

* Luca Zitiello è avvocato e socio fondatore e managing partner dello studio legale Zitiello Associati. È autore di numerose pubblicazioni in tema di diritto del mercato finanziario e svolge attività di collaborazione con riviste, con la stampa nazionale e con testate televisive. Collabora con le principali associazioni di categoria degli intermediari abilitati.



MODIFICA APPREZZABILE

La modifica regolamentare appare particolarmente apprezzabile e innovativa nella parte in cui si riconosce che il tipo di servizio prestato dall'intermediario nei confronti del cliente finale possa fungere da fattore abilitante nell'individuazione dei destinatari adeguati alla tipologia di strumenti finanziari oggetto di offerta. Questo dato è chiaramente ricavabile dalla regolamentazione europea, nonché dalle interpretazioni fornite dalle autorità di vigilanza.

IL CORRETTO TARGET MARKET

Esma nelle *Questions and answers on Mifid II and Mifir investor protection and intermediaries topics*, per un verso si esprime sulla scarsa compatibilità dei coco bonds con i clienti retail, per l'altro riconosce che il tipo di servizio svolto può assumere rilevanza nella determinazione del corretto target market. Esma, infatti, si aspetta che «Manufacturers and distributors of coco bond-funds to carefully scrutinize such products in the respective product approval process and assess the target market proportionally to the features and risks of the product. This assessment should also take into account the envisaged investment services for the product (e.g. in the course of an investment advice or portfolio mana-

gement some of the above mentioned concerns could be mitigated)» (il sottolineato è nostro).

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

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

SE LA DECISIONE È DELEGATA...

Nel secondo si riconosce che nel servizio di gestione patrimoniale individuale il livello di conoscenza ed esperienza del cliente sugli strumenti finanziari oggetto del servizio può essere meno dettagliato e intenso in ragione del fatto che le deci-

sioni di investimento vengono delegate dal cliente al gestore stesso: «When portfolio management is to be provided, as investment decisions are to be made by the firm on behalf of the client, the level of knowledge and experience needed by the client with regard to all the financial instruments that can potentially make up the portfolio may be less detailed than the level that the client should have when an investment advice service is to be provided».

Nelle modifiche regolamentari della Consob si ha quindi un espresso riconoscimento che i servizi di gestione patrimoniale di portafoglio e il servizio di consulenza finanziaria abbiano una capacità abilitante tale da aumentare il bacino di clienti e quindi delle relative masse di riferimento per i quali i prodotti in questione possano essere adeguati proprio in ragione del livello di servizio ricevuto.

Sembra quindi auspicabile che, anche oltre la disciplina del fenomeno del crowdfunding, si affermi una tipologia di cliente, che, in ragione sia delle dimensioni del suo portafoglio, sia del livello di servizio ricevuto, acquisisca una sua autonoma dignità nell'ordinamento, superando la rigida classificazione offerta da Mifid II di cliente retail o professionale, con ricadute rilevanti e positive sul processo distributivo.