



negoiazione², o che diano il diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni. In questi casi, non sussistono limitazioni neppure per la successiva circolazione dei titoli e non trova applicazione la garanzia per la solvenza dell'emittente.

Le società a responsabilità limitata

Con riguardo alle società a responsabilità limitata, l'articolo 2483, comma 1, del codice civile dispone che, se previsto dall'atto costitutivo, la società può emettere titoli di debito.

A differenza della disciplina per le SpA, il codice civile non prevede limiti quantitativi all'emissione, ma lo stesso articolo 2483 circoscrive, al comma 2, la possibilità di sottoscrivere tali titoli unicamente agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

Analogamente a quanto previsto dall'art. 2412, comma 2, del codice civile per le obbligazioni delle SpA, neanche per i titoli di debito emessi dalle Srl la successiva circolazione è limitata, ma il soggetto che trasferisce lo strumento a investitori diversi dai professionali e dai soci dell'emittente risponde della solvenza della società.

Per un più agevole riscontro dei limiti e delle condizioni poste dal codice civile per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito, si rinvia alla tabella di seguito riportata.

	SpA (2412 c.c.)	Srl (2483 c.c.)
Tipologia di titoli	Obbligazioni	Titoli di debito
Limiti quantitativi	Somma non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili.	Nessun limite quantitativo, ma la possibilità di emettere titoli di debito deve essere espressamente prevista nell'atto costitutivo.
Limiti alla sottoscrizione	Per le obbligazioni emesse in eccedenza al limite quantitativo la sottoscrizione è riservata a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.	I titoli di debito emessi possono essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.
Garanzia in caso di successiva circolazione	In caso di successiva circolazione delle obbligazioni in eccedenza, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.	In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.
Garanzia ipotecaria	Non è soggetta al limite del doppio del patrimonio l'emissione di obbligazioni garantita da ipoteca di	-

² Si evidenzia come la richiamata disposizione del codice civile non recepisca ancora le novità della MiFID II, che ha tipizzato un'ulteriore tipologia di sede di negoziazione, il sistema organizzato di negoziazione, anch'essa deputata allo scambio di titoli di debito. Nel silenzio del legislatore non sembra peraltro che possano ritenersi esentate dai limiti quali/quantitativi statuiti dagli altri commi dell'articolo anche le emissioni di titoli per le quali si preveda la negoziazione in sistemi organizzati di negoziazione.

CONSOB

	SpA (2412 c.c.)	Srl (2483 c.c.)
	primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.	
Negoziazione in una trading venue e convertibilità in azioni	I limiti quantitativi e quelli alla sottoscrizione non si applicano alle emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero che danno il diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni.	-

Infine, appare utile richiamare l'articolo 11, comma 4-ter del TUB, il quale dispone che, se non disciplinati dalla legge, i limiti all'emissione degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico sono fissati dal Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR), il quale, su proposta della Banca d'Italia sentita la Consob, può altresì determinarne durata e taglio.

Sul punto, è stata emanata la Delibera CICR n. 1058 del 19 luglio 2005, integrata con delibera 22 febbraio 2006, n. 24. Inoltre, ai sensi dell'articolo 10 della stessa Delibera CICR, la Banca d'Italia ha emanato, con delibera 8 novembre 2016, n. 584, istruzioni applicative "avendo riguardo, in particolare, alla tutela delle riserve di attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di attività bancaria".

In particolare, l'articolo 5, comma 1, della citata Delibera CICR dispone che gli strumenti finanziari di raccolta del risparmio, diversi dalle obbligazioni, con esclusione di quelli destinati alla quotazione in un mercato regolamentato emessi da società con azioni quotate in mercati regolamentati, sono emessi con un taglio minimo unitario non inferiore a € 50.000.

Infine, le Disposizioni della Banca d'Italia prevedono che gli strumenti di raccolta diversi dalle obbligazioni hanno un taglio minimo unitario non inferiore a euro 50.000, ma che tale limite non si applichi agli strumenti finanziari destinati alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

2.2 Descrizione dell'opzione regolamentare

Come già evidenziato, una lettura sistematica della nuova disposizione nel TUF, in collegamento con la vigente cornice normativa civilistica dalla prima espressamente richiamata, porta a concludere che la Consob può esercitare la delega regolamentare, nel senso di individuare categorie aggiuntive di investitori, solamente per quanto attiene alle offerte che, ai sensi del codice civile, sono sottoscrivibili anche da soggetti diversi da quelli sottoposti a vigilanza prudenziale.

In particolare, le offerte in relazione alle quali potrà essere esercitata la delega regolamentare della Consob sono quelle indicate dall'articolo 2412 del codice civile, aventi ad oggetto obbligazioni emesse da SpA:

- entro i limiti del doppio del patrimonio (comma 1);
- garantite da un'ipoteca (comma 3);



- destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che diano il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni (comma 5).

Non risulta invece possibile individuare ulteriori categorie che possano sottoscrivere titoli di debito delle società a responsabilità limitata.

Tutto quanto premesso e considerato, occorre valutare se sia opportuno indicare ulteriori categorie di investitori oltre ai professionali già contemplati dall'art. 100-ter, comma 1-ter, del TUF³, a cui consentire la partecipazione alle offerte sui portali di *crowdfunding* per i casi previsti dall'articolo 2412, commi 1, 3 e 5 del codice civile, e, in caso di risposta positiva, individuare quali soggetti possano rientrare in tali categorie.

Al riguardo, si sottopongono a consultazione le seguenti opzioni regolamentari.

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.

In particolare, una prima ipotesi di estensione potrebbe essere operata con riferimento alle particolari categorie di investitori già contemplate, ad altri fini, dal Regolamento *Crowdfunding* (art. 24, comma 2) e, in particolare, oltre agli investitori professionali di diritto e su richiesta:

- a) le fondazioni bancarie,
- b) gli incubatori di *start-up* innovative previsti all'art. 25, comma 5, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179⁴,
- c) gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese che hanno i requisiti di cui al medesimo art. 24, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding*.

³ Per tali intendendosi i clienti professionali, privati e pubblici, di diritto e su richiesta, individuati ai sensi dell'articolo 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* del TUF (*cfr.* per i clienti professionali privati, l'Allegato n. 3 al Regolamento Intermediari, adottato con delibera Consob, 15 febbraio 2018, n. 20307, nonché, per i clienti professionali pubblici, il Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 11 novembre 2011, n. 236).

⁴ Convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221.



L'estensione a tali categorie si giustifica in base al fatto che si tratta di categorie di investitori già specificamente individuate e dotate di particolari requisiti cui la Consob ha già riconosciuto un ruolo differenziato nell'ambito delle offerte di *equity crowdfunding*. In particolare, il Regolamento *Crowdfunding* dispone che, ai fini del perfezionamento delle offerte, almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da tali categorie di soggetti che assumono il ruolo di *Anchor investors*.

Inoltre, a tali categorie di soggetti non si applicano, a tenore del Regolamento *Crowdfunding* e proprio in virtù delle particolari qualifiche da questi rivestite, i presidi di tutela degli investitori quali, tra gli altri: il diritto di recesso (art. 13), la verifica del livello di esperienza e conoscenza necessario (art. 15) e il diritto di revoca (art. 25).

Quanto alle caratteristiche di tali investitori, ai sensi del citato d.l. n. 179/2012, gli incubatori di *start-up* innovative sono società di capitali che dispongono di strutture, anche immobiliari, e attrezzature adeguate ad accogliere *start-up* innovative e devono essere amministrate da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione, oltre ad avere regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a *start-up* innovative.

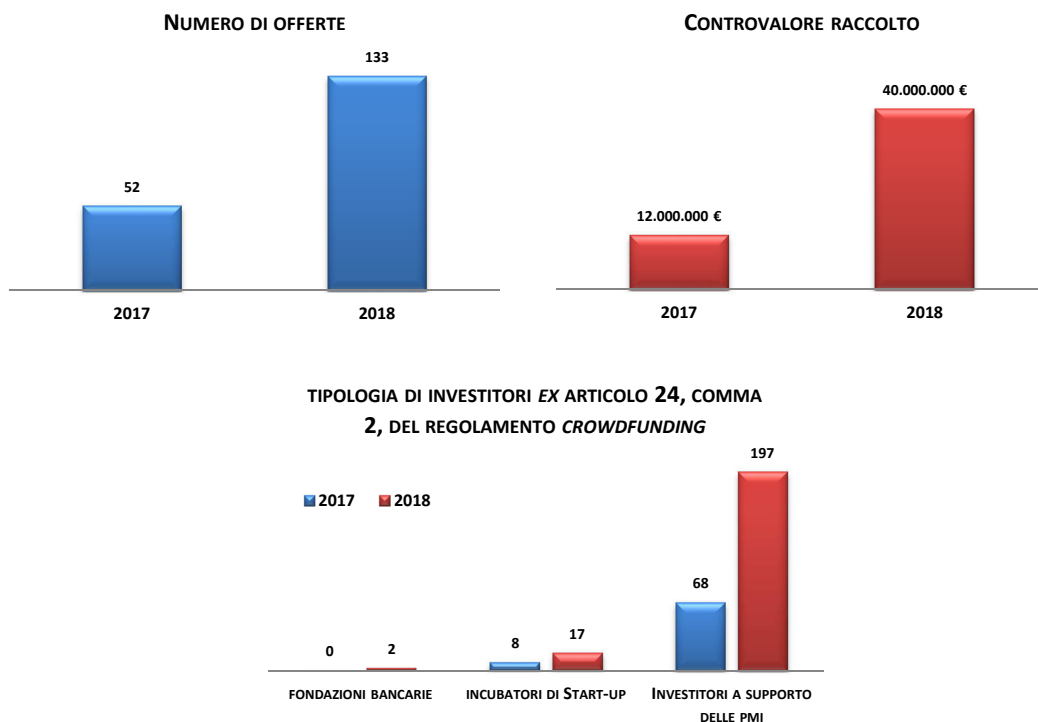
Gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese devono, invece, avere un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecentomila euro, devono essere in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1, del Regolamento *Crowdfunding* e di almeno uno dei seguenti requisiti: (i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro; (ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.

Con riguardo, invece alle fondazioni bancarie, sono persone giuridiche private senza fini di lucro che perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico, sottoposte alla vigilanza del Ministero dell'Economia e delle Finanze che esercita i poteri di controllo, ordinari e straordinari, espressamente previsti dal decreto legislativo del 17 maggio 1999, n. 153, e che, in generale, verifica il rispetto della legge e degli statuti, la sana e prudente gestione delle Fondazioni, la redditività dei patrimoni e l'effettiva tutela degli interessi contemplati dagli statuti.

Di seguito, si riportano i dati relativi all'operatività e al numero di investitori indicati all'articolo 24, comma 2 del Regolamento Consob n. 18592/2013, suddivisi per categoria, che, nel corso del 2017 e del 2018, hanno partecipato ad offerte su portali di *equity crowdfunding* concluse con successo.

OFFERTE DI CROWDFUNDING CONCLUSE – DATI AL 31/12		
	2017	2018
NUMERO DI OFFERTE	52	133
CONTROVALORE RACCOLTO	12.000.000 €	40.000.000 €
INVESTITORI PROFESSIONALI	37	101
FONDAZIONI BANCARIE	0	2
INCUBATORI DI <i>START-UP</i>	8	17
INVESTITORI A SUPPORTO DELLE PMI	68	197
PORTALI AUTORIZZATI	24	30

FONTE: DATI SULL'OPERATIVITÀ DEI PORTALI AI SENSI DELL'ARTICOLO 21, COMMA 3, LETTERA B), DEL REGOLAMENTO N. 18592/2013



Come si evince dalla tabella e dai grafici sopra riportati, nel corso del 2017 e del 2018 tutte le categorie di investitori individuate dall'articolo 24, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding* hanno partecipato al perfezionamento delle offerte di *crowdfunding*. La categoria di investitori che ha partecipato più attivamente a tali offerte è stata quella degli investitori a supporto delle piccole e medie imprese e, pertanto, si può supporre che tale categoria potrà supportare lo sviluppo anche delle emissioni obbligazionarie offerte tramite portali di *crowdfunding*. Inoltre, anche se in misura inferiore rispetto agli investitori a supporto delle piccole e medie imprese, è possibile ipotizzare che anche le fondazioni bancarie e gli incubatori di *start-up* svolgeranno un ruolo nello sviluppo del mercato.

Ai fini dell'individuazione di ulteriori categorie di investitori che possano investire in obbligazioni emesse da SpA, nei casi previsti dall'articolo 2412, commi 1, 3 e 5, del codice civile sono state analizzate le discipline relative agli investimenti in particolari categorie di OICR.

Segnatamente, sono state analizzate le categorie di investitori non professionali che possono sottoscrivere o acquistare tali tipologie di strumenti. In particolare:

- per quanto riguarda le quote o azioni di FIA riservati, ai sensi della disciplina italiana⁵, gli investitori non professionali possono investire per un importo complessivo non inferiore a € 500.000, senza possibilità di frazionamento (c.d. *affluent*). Al riguardo, si fa presente che, ai sensi della corrispondente disciplina inglese, i FIA riservati (c.d. "*non-mainstream pooled investments (NMPI)*"), possono essere sottoscritti, tra gli altri, anche da investitori *retail* aventi determinate caratteristiche, tra cui quella di essere soggetti aventi una ricchezza (*net asset value*, non inclusiva dell'abitazione di residenza) superiore alle 250.000 sterline;

⁵ Articolo 14, comma 2, del DM 5 marzo 2015, n. 30.



- per quanto concerne le azioni o quote di fondi europei per il *venture capital* (EuVECA), che tipicamente investono in piccole e medie imprese e, quindi, in un *business* assimilabile a quello dell'*equity crowdfunding*, gli investitori non professionali possono investire, ai sensi del Regolamento (UE) n. 345/2013 (Cfr., in particolare, art. 6, paragrafo 1), per un controvalore almeno pari a 100.000 euro, dichiarando per iscritto di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- in merito alle azioni o quote di fondi europei a lungo termine (ELTIF), gli investitori non professionali possono investire, ai sensi del Regolamento (UE) n. 2015/760, per un importo aggregato che non superi il 10% del portafoglio di strumenti finanziari del medesimo investitore, con un importo minimo iniziale pari a € 10.000, purché ricevano una consulenza adeguata ⁶(cfr. art. 30, paragrafo 3).

Dall'analisi delle discipline sopra richiamate emerge l'intenzione del legislatore di consentire la sottoscrizione di strumenti finanziari, connotati da un maggior profilo di rischio, ad una categoria "intermedia" di investitori che, pur non essendo qualificabili come professionali, abbiano un rilevante patrimonio finanziario e siano pertanto classificabili come clientela *retail* di tipo *wealthy*.

In relazione ai soggetti ulteriori da includere tra quelli che possono investire in obbligazioni offerte attraverso portali per la raccolta di capitali *on-line*, alla luce delle discipline sopra illustrate, si potrebbero prevedere le due seguenti ipotesi di estensione, attribuendo la possibilità di sottoscrivere i *bond* a:

- a) coloro che, al momento della sottoscrizione, abbiano un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000;
- b) 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.

Al riguardo, la prima ipotesi contempla un livello di consistenza del patrimonio finanziario pari alla metà di quello richiesto per la qualifica di investitore a supporto delle piccole e medie imprese (€ 500.000). Inoltre, la stessa ipotesi trova un analogo riferimento nella sopra richiamata disciplina inglese in tema di FIA riservati.

Con riferimento, invece, alla seconda ipotesi, la stessa è stata disegnata in analogia a quanto previsto dalla disciplina europea sui fondi EuVECA, i quali presentano un modello di investimento simile a quello dell'*equity crowdfunding*, nella misura in cui acquisiscono partecipazioni esclusivamente in *start-up* e piccole e medie imprese non quotate.

NUMERO CLIENTI <i>RETAIL</i> CON PORTAFOGLI FINANZIARI IN AMMINISTRAZIONE PRESSO BANCHE PER CLASSE DI PORTAFOGLIO AL 31/12/2018	
CONTROVALORE DEL PORTAFOGLIO AMMINISTRATO	NUMERO CLIENTI <i>RETAIL</i>
Fino a € 50.000	7.786.479
Oltre € 50.000 - fino a € 250.000	2.438.600
Oltre € 250.000 - fino a € 500.000	405.923
Oltre € 500.000	291.218,
Totale	10.922.220

FONTE: SEGNALEAZIONI STATISTICHE DI VIGILANZA AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB N. 17297 DEL 28 APRILE 2010

⁶ Il suddetto limite del 10% viene meno in caso di portafogli superiori ad € 500.000.



Dalla tabella sopra riportata emerge che, alla fine del 2018, i clienti *retail* che avevano un controvalore del patrimonio amministrato presso banche superiore a € 250.000 erano pari a circa 700.000. Considerando anche i depositi di denaro, il numero degli investitori “*eligible*” dovrebbe essere ragionevolmente superiore. Si può dunque supporre che tale categoria di investitori possa essere interessata ad investire in tale nuova tipologia di *asset* e a fornire così un consistente supporto allo sviluppo del mercato delle obbligazioni offerte tramite portali di *crowdfunding*.

Con riguardo, invece, agli investimenti in fondi EuVECA da parte di investitori *retail*, si evidenzia che la commercializzazione dei fondi della specie è stata avviata solo di recente, e che, pertanto, non sono attualmente disponibili dati di mercato significativi.

Considerazioni diverse sono state svolte per i clienti *retail* che hanno un patrimonio finanziario in gestione presso gli intermediari finanziari autorizzati al relativo servizio di investimento. Infatti, nell’ambito del servizio di gestione di portafogli, il rapporto tra cliente e intermediario è regolato dal mandato a gestire che il primo rilascia all’intermediario, che sottende un grado di discrezionalità, e di relativa responsabilità, in capo a quest’ultimo per la valutazione dell’investimento da effettuare per conto del cliente.

Pertanto, si intende di prevedere la possibilità per i clienti *retail* di sottoscrivere offerte di obbligazioni tramite portali di *crowdfunding*, allorché ciò avvenga sempre nell’ambito del servizio di gestione di portafogli. Infatti, nell’ambito di tale servizio, regolato da un rapporto di mandato tra il cliente e l’intermediario finanziario, quest’ultimo è tenuto a valutare l’adeguatezza dell’investimento rispetto al profilo di rischio, agli obiettivi e alle disponibilità patrimoniali e finanziarie dell’investitore *retail*.

PORTAFOGLI TITOLI ⁷ GESTITI DA BANCHE E SIM PER TIPOLOGIA DI CLIENTELA AL 31/12/2018	
CATEGORIA CLIENTELA	CONTROVALORE TOTALE IN GESTIONE
<i>Retail</i>	79.412.530.697 €
Professionali	42.798.695.500 €
Controparti qualificate	5.801.266.924 €
Totale	128.012.493.121 €

FONTE: SEGNALAZIONI STATISTICHE DI VIGILANZA AI SENSI DELLA DELIBERA CONSOB N. 17297 DEL 28 APRILE 2010

Dalla tabella sopra riportata emerge che integrare tra i soggetti che possano sottoscrivere campagne di *crowdfunding* aventi ad oggetto obbligazioni emesse da piccole e medie imprese anche gli investitori *retail* nell’ambito del servizio di gestione di portafogli, potrebbe avere un impatto significativo su tale mercato, atteso che la massa in gestione presso banche e SIM di pertinenza di investitori *retail*, alla data del 31/12/2018, era pari a circa 80 miliardi di euro.

Ricorrendo il vaglio di adeguatezza anche per il servizio di consulenza in materia di investimento e in coerenza con quanto previsto anche dal Regolamento ELTIF, si intende consentire la sottoscrizione di obbligazioni/titoli di debito tramite portali di *crowdfunding* anche ai clienti *retail* che nell’ambito di un servizio di consulenza abbiano ricevuto una specifica raccomandazione di investimento.

Al riguardo, al fine di evitare una duplicazione del giudizio sull’opportunità dell’investimento, si intende prevedere che, nei casi di sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito da parte di investitori *retail* nell’ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti, in capo al gestore del portale non si applichi l’obbligo di verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i

⁷ I dati non comprendono i depositi di denaro.



rischi dell'investimento, come definito dall'articolo 13, comma 5-*bis*. Infatti, come sopra illustrato, l'intermediario che presta i servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti è tenuto ad effettuare la valutazione di adeguatezza degli investimenti, nell'ambito della quale lo stesso deve valutare anche i sopra richiamati aspetti di esperienza e conoscenza.

Un'ulteriore figura che è stata presa in considerazione ai fini dell'esercizio della menzionata delega regolamentare è quella dei *Business Angels*, integrata nel TUF dalla Legge di bilancio 2019. In particolare, l'articolo 1, comma 1, lettera *m-undecies*.1), del TUF definisce i *Business Angels* come: “*gli investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno 40.000 euro nell'ultimo triennio*”. Tuttavia, a fronte di tale definizione non sono state previste ulteriori disposizioni che richiamano la figura del *Business Angel*⁸.

Alla luce di ciò, si ritiene di non estendere la possibilità di sottoscrivere titoli di debito anche ai *Business Angels* come definiti dal TUF proprio in quanto i requisiti previsti non consentirebbero di qualificarli come investitori particolarmente esperti o qualificati, né, allo stesso modo, sembra che possano essere ricondotti al segmento della clientela *wealthy*.

In sintesi, l'opzione 1 prevede che la sottoscrizione di obbligazioni emesse da SpA, nei casi di cui all'art. 2412, commi 1, 3 e 5, del codice civile, sia riservata, oltre che agli investitori professionali indicati dall'articolo 100-*ter* del TUF, anche:

- ai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding*;
- a coloro che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000;
- a coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- agli investitori *retail*, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

La sottoscrizione di titoli di debito emessi da Srl e di obbligazioni nei casi di cui all'art. 2412, comma 2, del codice civile, rimane invece riservata, in conformità con quanto previsto dalla disciplina codicistica, agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

2.3 Regime delle offerte relative a titoli obbligazionari

L'attuale disciplina contenuta nel Regolamento *Crowdfunding* prevede presidi di tutela in favore degli investitori non professionali, diversi da quelli indicati all'articolo 24, comma 2, rappresentati:

- dal diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine;
- dal diritto di revocare la propria adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti ad influire la decisione dell'investimento;

⁸ Tale categoria, così come definita dal legislatore primario, si differenzia in maniera sensibile dalla categoria degli “investitori a supporto delle piccole e medie imprese” definiti dal Regolamento *Crowdfunding*, in quanto i primi presentano requisiti di investimento meno stringenti (40.000 euro di investimenti nel triennio a fronte di tre investimenti per almeno 45.000 euro nel biennio) e non contemplano, peraltro, alcun requisito di consistenza patrimoniale o di onorabilità.



- dall'obbligo, posto in capo al gestore o al soggetto che riceve e perfeziona l'ordine, di verificare la coerenza tra le caratteristiche del cliente e le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta;
- dall'obbligo, posto in capo al gestore, di assicurare che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori che abbiano preso visione delle informazioni di *investor education*.

Pertanto, il Regolamento *Crowdfunding* esclude esplicitamente che i presidi di tutela sopra richiamati si applichino agli investitori professionali e alle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2 (incubatori certificati, fondazioni bancarie e investitori a supporto delle piccole e medie imprese).

Con riferimento, invece, alle nuove categorie di investitori non professionali che secondo l'opzione 1 potranno sottoscrivere obbligazioni per il tramite di un portale, salvo quanto in precedenza rappresentato per gli investitori che sottoscrivono nell'ambito di un servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti, si ritiene di confermare tali presidi di tutela. Infatti, tali categorie di investitori, oltre a non essere qualificabili come investitori professionali, hanno requisiti patrimoniali, di competenza e di esperienza ridotti rispetto ai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2 del Regolamento *Crowdfunding*.

Inoltre, il medesimo Regolamento *Crowdfunding* dispone per le operazioni di *equity crowdfunding* ulteriori presidi e vincoli di tutela consistenti:

- nel diritto di recesso dalla società ovvero nel diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, mutuato dalla disciplina OPA;
- nell'obbligo, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, di una sottoscrizione di una quota pari almeno al 5% degli strumenti finanziari offerti da parte di investitori professionali e dai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2 del Regolamento *Crowdfunding* (c.d. *Anchor Investor*).

In merito si ritiene di non estendere tali presidi anche alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni. Infatti, con riferimento al diritto di recesso dalla società ovvero al diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, gli investitori che sottoscrivono obbligazioni, a differenza di quanto avviene per i titoli di capitale, sono influenzati in misura sensibilmente minore dalle modifiche che intervengono negli assetti di controllo dell'emittente.

Con riguardo, invece, all'obbligo della presenza dell'*Anchor Investor*, la cui *ratio* è quella di fornire agli investitori *retail* un soggetto qualificato che sia in grado di valutare il progetto, si ritiene che questa esigenza non vi sia per le offerte relative ai bond in quanto le stesse sarebbero *ex ante* riservate agli investitori professionali e alle altre categorie di investitori particolarmente qualificate individuate dalla Consob.

2.4 Conclusioni dell'analisi preliminare di impatto dell'intervento regolamentare

Di seguito si rappresenta, attraverso alcuni indicatori, l'efficacia delle opzioni proposte rispetto agli obiettivi dell'intervento.



Opzione	Onerosità	Tutela degli investitori	Possibilità di accesso per le piccole e medie imprese a fonti di finanziamento alternative
0)	0	0	0
1)	0	-	++

Dalla tabella sopra riportata emerge che la previsione, presente nell'opzione 1, di ampliamento della platea dei potenziali sottoscrittori delle campagne di *crowdfunding* che hanno ad oggetto obbligazioni, se per un verso consente ad una quota minoritaria e particolarmente qualificata di investitori *retail* di sottoscrivere i titoli di debito, per altro verso, massimizza, nei limiti posti dalla legge, le opportunità di sviluppo di questa tipologia di operazioni.

3 Ulteriori proposte di intervento regolamentare

In occasione del descritto intervento regolamentare, tenuto conto delle istanze rappresentate dagli operatori nel corso dell'applicazione del Regolamento *Crowdfunding*, si intendono altresì porre in consultazione modifiche regolamentari ulteriori rispetto a quanto finora rappresentato.

3.1 Implementazione di sistemi idonei a facilitare lo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite di portali on line per la raccolta di capitale

Si rileva che le offerte promosse sui portali di *crowdfunding* aventi ad oggetto titoli di capitale non sono generalmente propedeutiche alla successiva immissione dei titoli in mercati secondari di scambio. Pertanto, per i soggetti che investono tramite le piattaforme di *crowdfunding* trovare canali di smobilizzo dell'investimento può risultare difficile. Infatti, questa tipologia di investimento è da considerarsi connotata da un rilevante rischio di illiquidabilità, correlato alle caratteristiche intrinseche dello strumento (spesso si tratta di quote di Srl), che può essere inoltre influenzato anche dalle agevolazioni offerte dalla normativa.

Al riguardo, diversi gestori di portali di *crowdfunding*, autorizzati ai sensi del Regolamento Consob, hanno manifestato l'esigenza di fornire agli investitori, che hanno sottoscritto offerte attraverso i citati portali, strumenti di agevolazione dello smobilizzo dell'investimento effettuato.

In particolare, è stata prospettata la possibilità di mettere a disposizione degli investitori specifiche funzionalità informatiche – distinte dal portale attraverso il quale sono promosse le offerte primarie – consistenti in una bacheca *web*, nella quale vengono esposte le manifestazioni di interesse alla compravendita di quote o azioni di società che abbiano completato con successo una campagna di *crowdfunding*, anche su portali diversi da quello associato alla stessa bacheca *web*.

Nello specifico, gli utenti pubblicherebbero manifestazioni di interesse in acquisto o in vendita, riportando la quantità di azioni o quote. I soggetti potenzialmente interessati all'annuncio potrebbero, quindi, reperire i contatti telefonici o l'indirizzo *e-mail* dell'offerente, utilizzando un apposito *link* reso disponibile sulla pagina della bacheca.

Il contatto tra i soggetti avverrebbe al di fuori della piattaforma, così come l'eventuale perfezionamento del contratto avverrebbe a seguito di una trattativa bilaterale tra i due soggetti che non coinvolgerebbe il gestore del portale. Lo stesso gestore non avrebbe dunque alcuna evidenza di eventuali trattative né dell'eventuale finalizzazione delle stesse.

Il modello descritto risulta simile a quello già implementato in altri Stati membri dell'Unione europea, ove, come evidenziato dall'ESMA, l'operatività dei gestori di portali di *crowdfunding*



registra lo sviluppo di *«bulletin board where those looking to sell or buy can indicate interest or indicate that they might try to help someone wishing to liquidate their investment to find a buyer»*.

3.1.1 La predisposizione delle bacheche web da parte dei gestori di portale

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 tal modo, l'attività oggetto di analisi non verrebbe a configurarsi quale attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, che rientra tra le attività di investimento di cui alla Sezione A dell'Allegato 1 al TUF, la cui prestazione è riservata dallo stesso Testo Unico alle imprese di investimento, alle banche autorizzate e ai gestori di mercati regolamentati.

Al riguardo, sembra rilevante quanto evidenziato dall'ESMA nell'*Advice "Investment-based crowdfunding"* pubblicato in data 18 dicembre 2014, ove l'Autorità europea ha, tra l'altro, rappresentato che *"Arrangements based on bulletin boards which merely list potential buyers and sellers without any other facilitation would be unlikely to constitute an MTF"*.

Inoltre, si ritiene necessario che i gestori di portali di *crowdfunding* non ricevano alcun incarico per mettere in relazione i soggetti potenzialmente interessati al fine di poter concludere l'operazione di investimento e, quindi, non si attivino in tal senso.

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.

Il gestore della piattaforma dovrebbe limitarsi a pubblicare sulla bacheca manifestazioni di interesse a vendere o ad acquistare effettuate da privati sotto la propria responsabilità. Secondo questo modello, l'attività sarebbe meramente funzionale a consentire di reperire i contatti dei soggetti potenzialmente interessati alla compravendita e, pertanto, non sarebbe finalizzata alla conclusione di una operazione o di un contratto.



Da ultimo si evidenzia che la citata attività di gestione delle bacheche *web*, così circoscritta, si configura come accessoria rispetto all'attività di gestione dei portali di *crowdfunding* e, pertanto, si può ritenere che ricada nell'ambito della deroga all'art. 32 del TUF in tema di offerta e promozione a distanza di prodotti, dettata dall'art. 50-*quinquies*, comma 2 del TUF.

Inoltre, la Commissione europea ha pubblicato, a marzo 2018, una proposta di Regolamento sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, volta a favorire la promozione delle offerte *cross border* su portali *online* all'interno dell'Unione europea. Al riguardo, la proposta prevede che i gestori di portale possano implementare un *bulletin board*, a condizione che informino i propri clienti che la transazione deve avvenire al di fuori della piattaforma e che la stessa non opera come una *trading venue*. La medesima proposta di Regolamento prevede altresì che i gestori di portale possano pubblicare un prezzo di riferimento, purché rendano note le metodologie utilizzate per calcolare tale prezzo di riferimento⁹. In merito, si ritiene, pertanto, che i gestori di portale autorizzati ai sensi del Regolamento *Crowdfunding* che intendano 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.

Al fine di chiarire che i gestori autorizzati possono implementare il servizio di bacheca *web*, nei limiti sopra descritti, si intenderebbe quindi inserire il nuovo articolo 26, rubricato "*Bacheca elettronica*", nel Regolamento *Crowdfunding* (Cfr. **Tabella 1**).

3.2 Offerta di strumenti finanziari da parte di soggetti UE ed extra-UE tramite portali on-line per la raccolta di capitale

Un gestore di portale di *crowdfunding*, autorizzato ai sensi del Regolamento, ha rappresentato alla Consob un'incertezza circa la corretta identificazione dei soggetti legittimati a svolgere offerte sui portali di *crowdfunding*. In particolare, lo stesso gestore ha chiesto chiarimenti circa la possibilità per gli offerenti di avere sede in altri Stati dell'Unione europea o in Paesi aderenti agli accordi sullo Spazio Economico Europeo, ovvero anche in uno Stato extra-europeo.

Infatti, l'art. 1, comma 5-*novies*, del TUF, dispone che "*Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*".

Per quanto riguarda la specifica definizione di "piccole e medie imprese", l'art. 2, f), primo alinea, del Regolamento (UE) 2017/1129 ("Regolamento Prospetto"), recita che esse sono "*società che in*

⁹ In particolare, l'articolo 17 della versione più recente del testo di compromesso della proposta di Regolamento, elaborato nell'ambito dei negoziati in corso, rubricato "*Bulletin Board*", dispone quanto segue: "*1. Crowdfunding service providers may allow their investors to advertise interest to buy and sell loan agreements, transferable securities or admitted instruments for crowdfunding purposes which were originally offered on their crowdfunding platforms.*

1a. Crowdfunding service providers that allow the advertisement of interest referred to in paragraph 1 shall inform their clients that a potential transaction between buyer and seller is at their own discretion and responsibility, that such buying and selling activity would need to take place outside of the crowdfunding platform and that they do not operate a trading venue in accordance with Directive 2014/65/EU.

2. Crowdfunding service providers that suggest a reference price for the buying and selling referred to in paragraph 1 shall inform their clients that the suggested reference price is non-binding and substantiate the suggested reference price and shall disclose key elements of the methodology in line with Article 14a of this Regulation."



base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43.000.000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50.000.000 EUR".

Al riguardo, si rammenta che le precedenti formulazioni della definizione di attività di gestione di portali, che facevano riferimento prima alle *start-up* innovative e poi alle PMI innovative, ponevano come condizione, ai fini della relativa qualificazione, quella di risiedere in Italia ai sensi dell'art. 73 del TUIR, ovvero in uno degli Stati Membri dell'Unione o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché avessero una sede produttiva e una filiale in Italia.

Pertanto, atteso che il Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto), richiamato dall'attuale formulazione del TUF, si applica a tutte le imprese dell'Unione europea, si ritiene di poter considerare rientranti nell'ambito della definizione di PMI, oltre a quelle nazionali, anche quelle aventi sede in altri Stati dell'Unione europea o in Paesi aderenti agli accordi sullo Spazio Economico Europeo.

Quanto alla possibilità di includere tra gli offerenti anche imprese aventi sede in uno Stato extra-europeo, invece, sebbene il Regolamento Prospetto contenga alcune disposizioni riguardanti le offerte promosse da emittenti *extra-UE*, il TUF richiama puntualmente la sola definizione di PMI contenuta nel medesimo Regolamento e non effettua un rinvio alle altre disposizioni ivi contenute.

Inoltre, l'estensione agli emittenti *extra-UE* potrebbe comportare rischi per la tutela degli investitori in quanto, mentre il diritto societario europeo risulta in parte armonizzato, consentire ai risparmiatori *retail* di sottoscrivere azioni di società regolate dal diritto di un Paese *extra-UE* potrebbe creare problemi nella gestione della partecipazione societaria e nell'esercizio dei relativi diritti.

Al riguardo, la sopra richiamata proposta di Regolamento sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese pubblicata dalla Commissione europea, nel delineare un quadro comune per l'operatività dei gestori, non prevede alcuna regola per gli offerenti residenti in Stati *extra-UE*.

Pertanto, al fine di chiarire che anche le piccole e medie imprese organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell'Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo possono offrire i propri strumenti finanziari attraverso i portali di *crowdfunding*, è stata integrata la definizione di "offerente" presente all'articolo 2, comma 1, lettera c), punto 01 (Cfr. **Tabella 1**).

3.3 Disposizioni transitorie

Con riguardo alle informazioni concernenti le procedure adottate per la gestione delle offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito e della bacheca elettronica, posto che la Consob acquisirà tali informazioni dai gestori di nuova autorizzazione nell'ambito della relativa istruttoria di autorizzazione, nella Delibera di adozione del nuovo Regolamento verrà previsto che, qualora i gestori già autorizzati intendano prestare anche le sopra richiamate attività, dovranno fornire alla Consob le relative informazioni previste nei punti 13-17 della sezione B dell'Allegato 2, 45 giorni prima dell'avvio di tale operatività.

* * * *

CONSOB

Nella seguente tabella si riporta il testo delle proposte di modifica del Regolamento poste in consultazione con a fianco un breve commento esplicativo, nell'ambito della quale vengono riportate in **grassetto** le proposte di modifica e in **barrato** le proposte di eliminazione.

Tabella 1

Regolamento sulla Raccolta di capitali ~~di rischio~~ tramite portali *on-line*

PARTE I DISPOSIZIONI GENERALI Art. 1 <i>(Fonti Normative)</i> 1. Il presente regolamento è adottato ai sensi degli articoli 50-<i>quinquies</i> e 100-<i>ter</i> del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.	
Art. 2 <i>(Definizioni)</i> 1. Nel presente regolamento si intendono per: a) «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; b) «decreto»: il decreto legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221 recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”; c) «offerente»: 01) le piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del Regolamento (UE) n. 2017/1129 del 14 giugno 2017, organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell’Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo; 1) la società <i>start-up</i> innovativa, compresa la start-up a vocazione sociale, come definite dall’articolo 25, commi 2 e 4, del decreto e la start-up turismo prevista dall’articolo 11-<i>bis</i> del decreto legge 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 29 luglio 2014 n. 106; 2) la piccola e media impresa innovativa (“PMI innovativa”), come definita dall’articolo 4, comma 1, del decreto legge 24 gennaio 2015 n. 3, convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015 n. 33; 3) l’organismo di investimento collettivo del risparmio (“OICR”) che investe prevalentemente in piccole e medie imprese, come definito dall’articolo 1, comma 2, lettera e) del decreto del Ministero dell’economia e delle finanze 30 gennaio 2014; 4) le società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, come definite dall’articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministero dell’economia e delle finanze 30	<i>Modifica necessaria per chiarire che possono essere offerenti anche le PMI di Stati Membri dell’Unione europea o aderenti allo Spazio Economico Europeo</i>

CONSOB

gennaio 2014; d) «portale»: la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte degli offerenti; e) «gestore»: il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio per gli offerenti ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob; e-bis) «soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini»: le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche e, con riferimento agli ordini riguardanti azioni o quote di OICR, i relativi gestori; e-ter) «OICR che investe prevalentemente in piccole e medie imprese»: l'organismo di investimento collettivo del risparmio che destina almeno il 70% dei capitali raccolti in piccole e medie imprese; e-quater) «società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese»: la società di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese; f) «controllo»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; g) «offerta»: l'offerta al pubblico condotta attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio, ai sensi dell'art. 100-ter, comma 1, del Testo Unico; h) «strumenti finanziari»: le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali; i) «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-quinquies del Testo Unico; j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.	<i>Modifiche introdotte al fine di includere nella definizione di offerente anche gli OICR che investono in obbligazioni, anche nell'ottica di un coordinamento con la definizione di "fondi per il venture capital" introdotta dall'articolo 1, comma 213, della legge di bilancio 2019.</i> <i>Modifica necessaria a adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF</i> <i>Modifica necessaria ad adeguare il testo regolamentare con i riferimenti aggiornati al Regolamento Intermediari della Consob</i>
--	---



Art. 3 <i>(Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob)</i> 1. Le domande, le comunicazioni, gli atti, i documenti e ogni altra informazione prevista dal presente regolamento sono trasmessi mediante l'utilizzo di posta elettronica certificata (PEC) all'indirizzo portalicrowdfunding@pec.consob.it.	
PARTE II REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI Titolo I Istituzione del registro Art. 4 <i>(Formazione del registro)</i> 1. È istituito il registro dei gestori previsto dall'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 2, del Testo Unico. 2. Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotate le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, i gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-<i>bis</i>), del Testo Unico, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e le banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato 1.	
Art. 5 <i>(Contenuto del registro)</i> 1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati: a) la delibera di autorizzazione e il numero d'ordine di iscrizione; b) la denominazione sociale; c) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; d) la sede legale e la sede amministrativa; e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari UE; f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob e il corrispondente collegamento ipertestuale. 2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:	<i>Modifiche di coordinamento</i>