

CONSOB

PARTE III

DISCIPLINA DELLE OFFERTE TRAMITE PORTALI

Art. 24

(Condizioni relative alle offerte sul portale)

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole e medie imprese:

a) **in caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale**, il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;

b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali nel sito internet della società;

c) **in caso di offerte aventi ad oggetto titoli di debito emessi da una società a responsabilità limitata, la possibilità di emettere titoli di debito, in conformità con l'articolo 2483, comma 1, del codice civile.**

2. **In caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale**, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto o da investitori a supporto delle piccole e medie imprese, aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi ~~in contante~~ **di denaro**, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 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 quindici mila euro;

ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.

2-bis. Ai fini del comma 2, il cliente professionale su richiesta trasmette al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale. Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore a supporto delle piccole e medie imprese, il soggetto interessato presenta al gestore: una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di

Integrazione necessaria per differenziare le tipologie di offerte prevedendo il diritto di co-vendita per le solo offerte equity

Modifica introdotta al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF

Integrazione necessaria per differenziare le tipologie di offerte prevedendo la necessaria presenza di un Anchor investor solo per le offerte equity

CONSOB

investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi ~~in contante~~ **di denaro**, è superiore a cinquecento mila euro; le certificazioni attestanti l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8, comma 1 ovvero, ove i gestori lo consentano, la 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; le visure camerali attestanti le cariche di amministratore di piccole e medie imprese e le relative deleghe; per ciascuna operazione, la certificazione della piccola e media impresa che attesti gli investimenti effettuati nell'ultimo biennio.

2-ter. Le soglie di cui al comma 2 sono ridotte al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.

2-quater. Il gestore assicura che la sottoscrizione di obbligazioni sia riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, oltre che agli investitori professionali, ai soggetti indicati al comma 2, ed ai soggetti di seguito indicati:

- a) **investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro;**
- b) **investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto**
- c) **investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.**

2-quinquies. Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore rientrante nella categoria indicata al comma *2-quater*, lettera a) il soggetto interessato presenta al gestore una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulta il valore del portafoglio di strumenti finanziari. Ai fini dell'accertamento della qualità di investitore rientrante nella categoria indicata al comma *2-quater*, lettera c), l'intermediario finanziario produce una dichiarazione da cui risulti che sta effettuando l'investimento per conto di un cliente, nell'ambito di un servizio di gestione di portafoglio; nel caso in cui l'investimento sia effettuato nell'ambito del servizio di consulenza, il soggetto interessato presenta al gestore la dichiarazione di adeguatezza rilasciata ai fini MiFID dall'intermediario che ha prestato il servizio.

Modifiche necessarie per integrare le nuove categorie di investitori non retail ed esercitare l'opzione regolamentare presente nel nuovo art. 100-ter TUF

CONSOB

<p style="text-align: center;">Art. 25</p> <p style="text-align: center;"><i>(Costituzione della provvista e diritto di revoca)</i></p> <p>1. 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. La valuta di effettivo addebito non può essere anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori.</p> <p>2. Gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro 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 a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.</p> <p>3. Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta, i fondi relativi alla provvista prevista al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 26</p> <p style="text-align: center;"><i>(Bacheca elettronica)</i></p> <p>1. I gestori possono 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.</p> <p>2. Ai fini del comma 1 il gestore non svolge attività volte ad agevolare l'incontro della domanda ed offerta degli strumenti finanziari presenti nella bacheca elettronica, diverse dalla comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari.</p>	<p style="text-align: center;"><i>Integrazione necessaria per prevedere espressamente la possibilità di implementare una bacheca elettronica, prevedendo che il gestore adotti tutte le misure necessarie per evitare di ricadere nelle riserve di attività disposte dal TUF</i></p>
<p style="text-align: center;">ALLEGATO 1</p> <p style="text-align: center;">ISTRUZIONI PER LA PRESENTAZIONE DELLA DOMANDA DI AUTORIZZAZIONE PER L'ISCRIZIONE NEL REGISTRO DEI GESTORI E PER LA COMUNICAZIONE AI FINI DELL'ANNOTAZIONE NELLA SEZIONE SPECIALE</p> <p>A. Domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro</p> <p>1. La domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro, sottoscritta dal legale rappresentante della società, indica la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della</p>	

CONSOB

società, la sede della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti comunitari, l'indirizzo del sito internet del portale, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati.

2. La domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro è corredata dei seguenti documenti:

a) copia dell'atto costitutivo e dello statuto corredata da dichiarazione sostitutiva resa ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445 della certificazione di vigenza rilasciata dall'Ufficio del registro delle imprese;

b) elenco dei soggetti che detengono il controllo con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali con indicazione del soggetto per il tramite il quale si detiene la partecipazione indiretta;

c) la documentazione per la verifica dei requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo della società:

i) per le persone fisiche:

- dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione (ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445) attestante l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8 del Regolamento;

- dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione (ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445) attestante l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 11 del Regolamento;

- dichiarazione sostitutiva resa ai sensi dell'art. 46 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445 della certificazione del registro delle imprese recante la dicitura antimafia.

ii) per le persone giuridiche:

- verbale del consiglio di amministrazione o organo equivalente da cui risulti effettuata la verifica del requisito in capo agli amministratori e al direttore ovvero ai soggetti che ricoprono cariche equivalenti nella società o ente partecipante;

d) elenco nominativo di tutti i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione direzione e controllo;

e) il verbale della riunione nel corso della quale l'organo di amministrazione ha verificato il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità per ciascuno dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di amministrazione, direzione e controllo corredata dei relativi allegati;

f) una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa redatta secondo lo schema riportato all'Allegato 2.

B. Comunicazione per l'annotazione nella sezione speciale del

CONSOB

<p>registro</p> <p>1. 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-bis) 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 comunicano, prima dell'avvio dell'attività, lo svolgimento del servizio di gestione di portale indicando la denominazione sociale, l'indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società. La comunicazione è sottoscritta dal legale rappresentante della società.</p>	
<p>ALLEGATO 2</p> <p>RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA</p> <p>A. Attività d'impresa</p> <p>Il gestore descrive in maniera dettagliata le attività che intende svolgere. In particolare, il gestore indica:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale; 2. l'attività di consulenza eventualmente prestata in favore dell'offerente in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse; 3. se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dall'offerente i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e/o report periodici sull'andamento delle medesime società; 4. se intende predisporre eventuali meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale ovvero di rilevazione dei prezzi delle eventuali transazioni aventi ad oggetto tali strumenti finanziari; 5. se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra l'offerente e gli investitori o tra gli investitori; <p>5-bis. la descrizione delle procedure interne finalizzate alla verifica prevista dall'articolo 13, comma 5 bis, qualora intenda effettuarla per ogni ordine di adesione alle offerte ricevute se intende istituire una bacheca elettronica;</p> <ol style="list-style-type: none"> 6. altre eventuali attività. <p>B. Struttura organizzativa</p> <p>Il gestore del portale fornisce in maniera dettagliata almeno le seguenti informazioni:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. una descrizione della struttura aziendale (organigramma, funzionigramma ecc.) con l'indicazione dell'articolazione delle deleghe in essere all'interno dell'organizzazione aziendale e dei meccanismi di controllo predisposti nonché di ogni altro elemento 	

CONSOB

<p>utile ad illustrare le caratteristiche operative del gestore;</p> <p>2. l'eventuale piano di assunzione del personale e il relativo stato di attuazione, ovvero l'indicazione del personale in carico da impiegare per lo svolgimento dell'attività. In tale sede, andrà altresì specificata l'eventuale presenza di dipendenti o collaboratori che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e/o istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero, in materie attinenti ai settori della finanza aziendale e/o dell'economia aziendale e/o del diritto societario e/o marketing e/o nuove tecnologie e/o in materie tecnico-scientifiche, con indicazione dei relativi ruoli e funzioni svolti all'interno dell'organizzazione aziendale;</p> <p>3. le modalità, anche informatiche, per assicurare il rispetto degli obblighi di cui agli articoli 13, 14, 15 e 16 del presente regolamento;</p> <p>4. i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli investitori ed in particolare per assicurare il rispetto delle condizioni previste all'articolo 17, comma 1, del presente regolamento;</p> <p>5. le modalità per la trasmissione a banche e imprese di investimento degli ordini raccolti dagli investitori ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini ;</p> <p>6. una descrizione della infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori (affidabilità del sistema, <i>security, integrity, privacy</i> ecc.);</p> <p>7. il luogo e le modalità di conservazione della documentazione;</p> <p>8. la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse;</p> <p>9. la politica per la prevenzione delle frodi e per la tutela della <i>privacy</i>;</p> <p>10. l'eventuale affidamento a terzi:</p> <p style="padding-left: 20px;">a. della strategia di selezione delle offerte da presentare sul portale, specificando l'ampiezza e il contenuto dell'incarico;</p> <p style="padding-left: 20px;">b. di altre attività o servizi.</p> <p>In particolare, andranno specificate le attività affidate, i soggetti incaricati, il contenuto degli incarichi conferiti e le misure per assicurare il controllo sulle attività affidate e per mitigarne i rischi connessi;</p> <p>11. l'eventuale presenza di incarichi di selezione delle offerte ricevuti da altri gestori, indicando l'ampiezza e il contenuto degli stessi;</p> <p>12. la struttura delle commissioni per i servizi offerti dal gestore;</p> <p>13. la descrizione delle procedure interne finalizzate alla verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis, qualora intenda effettuarla per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto.</p> <p>14. la descrizione delle misure predisposte per assicurare che le offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito siano effettuate in una sezione del portale diversa da quella in cui si</p>	<p><i>È stato spostato in questa parte (nuovo punto 13) il contenuto del precedente punto 5-bis della Parte A e sono stati aggiunti ulteriori elementi</i></p>
---	--

CONSOB

<p>svolge la raccolta di capitale di rischio;</p> <p>15. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-<i>quater</i>;</p> <p>16. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli articoli 2412 e 2483 del codice civile;</p> <p>17. in caso di istituzione di una bacheca elettronica la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'art. 26, comma 2, e per evitare che, in assenza di autorizzazione, l'implementazione della medesima bacheca elettronica comporti la prestazione di servizi e attività di investimento soggette a riserva di legge.</p> <p>L'allegato correda le disposizioni volte all'attuazione dell'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 5, lett. a) del Testo Unico e risponde anche alla finalità di costituire quel patrimonio informativo (che si aggiornerà periodicamente) a disposizione della Consob in grado di orientare e programmare l'azione di vigilanza.</p>	<p><i>informativi (nuovi punti 14-17) volti a descrivere le misure organizzative attinenti alla nuova disciplina delle offerte sui titoli obbligazionari</i></p>
<p style="text-align: center;">ALLEGATO 3</p> <p style="text-align: center;">INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</p> <p><i>1. Avvertenza</i></p> <p>Il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: "Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche indiretto mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese è illiquido e connotato da un rischio molto alto."</p> <p><i>2. Informazioni sui rischi</i></p> <p>Descrizione dei rischi specifici dell'offerente e dell'offerta.</p> <p><i>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</i></p> <p>a) descrizione dell'offerente:</p> <ul style="list-style-type: none"> - per le piccole e medie imprese, la descrizione del progetto industriale, con indicazione del settore di utilità sociale in caso di <i>start-up</i> innovative a vocazione sociale, del relativo <i>business plan</i> e l'indicazione del collegamento ipertestuale al sito <i>internet</i> dell'offerente ove reperire le informazioni richieste rispettivamente dall'articolo 25, commi 11 e 12, del decreto e dall'articolo 4, comma 3, del decreto legge 24 gennaio 2015 n. 3, convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015 n. 33. Con riferimento all'informativa contabile, ove disponibile, dovranno essere riportati i dati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta relativi al fatturato, al margine operativo lordo e netto, all'utile d'esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni 	

CONSOB

immateriale e il totale attivo, la posizione finanziaria netta, nonché il giudizio del revisore. Per l'informativa contabile completa dovrà essere espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto;

- per gli OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, il collegamento ipertestuale al regolamento o statuto e alla relazione semestrale dell'OICR e al documento di offerta contenente le informazioni messe a disposizione degli investitori, redatto in conformità all'allegato 1-*bis* del Regolamento approvato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.

- per le società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, la politica di investimento e l'indicazione delle società nelle quali detengono partecipazioni con indicazione del collegamento ipertestuale ai rispettivi siti internet;

b) descrizione degli organi sociali e del *curriculum vitae* degli amministratori;

c) descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, ~~della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente~~, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio, nonché i criteri utilizzati per la determinazione del loro ~~valore~~ **prezzo d'offerta, dell'eventuale destinazione alla negoziazione in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione, nonché, nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli di capitale di rischio, della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente;**

c-bis) in caso di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito, l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascun titolo, i diritti con essi attribuiti, il rendimento o i criteri per la sua determinazione e il modo di pagamento e di rimborso, eventuali clausole di subordinazione, la durata e le ulteriori condizioni;

d) descrizione delle clausole predisposte dalle piccole e medie imprese con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta (le modalità per la *way out* dall'investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori ecc.) con indicazione della durata delle medesime, nel rispetto di quanto previsto dall'articolo 24.

4. Informazioni sull'offerta

a) condizioni generali dell'offerta, ivi inclusa l'indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni;

a-bis) in caso di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito, i limiti posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile e dall'articolo 24, comma 2-*quater*;

Tali informazioni possono essere utili ai fini dell'individuazione della fattispecie di cui all'articolo 2412, comma 5, del codice civile

Pare utile prevedere tale precisazione per adattare le informazioni sull'offerta anche alle obbligazioni e ai titoli di debito

CONSOB

b) informazioni sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, con indicazione della relativa identità di questi ultimi;

c) indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, ivi incluse le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini;

c-bis) indicazione di ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore in relazione all'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote previsto dall'art. 100-ter, comma 2-*bis*, del TUF;

c-ter) trattamento fiscale degli investimenti, con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi, nel caso di *start-up* innovative e PMI innovative;

d) **nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli di capitale di rischio**, descrizione delle modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali o alle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, nonché delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta;

e) indicazione dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi, nonché della sussistenza di eventuali conflitti di interesse in capo a tali soggetti;

f) informazioni in merito al conto indisponibile acceso ai sensi dell'articolo 17, comma 6, alla data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori;

g) informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta;

h) termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;

i) informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'offerente e il gestore del portale, coloro che ne detengono il controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo nonché gli investitori professionali o le altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, che hanno eventualmente già sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;

j) informazioni sullo svolgimento da parte dell'offerente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali;

k) la legge applicabile e il foro competente;

l) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.

Modifica volta a limitare alle offerte di equity la disciplina sui presidi informativi relativi all'Anchor investor

CONSOB

5. Informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta *Descrizione delle attività connesse all'offerta svolte dal gestore del portale.*

Descrizione delle attività connesse all'offerta svolte dal gestore del portale.

6. Informazioni sull'organo di controllo

Descrizione dell'organo di controllo ove presente, con l'indicazione dei dati anagrafici dei componenti.

7. Informazioni sulla revisione contabile

Descrizione, ove presente, del soggetto incaricato della revisione legali dei conti

* * *

[Sono inoltre definiti alcuni requisiti qualitativi della scheda dell'offerta]

Le informazioni sull'offerta sono facilmente comprensibili da un investitore ragionevole e sono fornite attraverso l'utilizzo di un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso, ricorrendo, laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune. Le informazioni sono altresì rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite il portale.

La presentazione e la struttura del documento devono agevolare la lettura da parte degli investitori, anche attraverso la scrittura in caratteri di dimensione leggibile. Tale documento è di lunghezza non superiore a cinque pagine in formato A4. Qualora vengano usati colori o loghi caratteristici della società, essi non compromettono la comprensibilità delle informazioni nei casi in cui il documento contenente le informazioni relative all'offerta venga stampato o fotocopiato in bianco e nero.



RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI

Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line* per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019.

18 OTTOBRE 2019

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

1. MOTIVAZIONI E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

La legge di bilancio 2019 (legge 30 dicembre 2018 n. 145) ha introdotto modifiche al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), al fine di estendere l'ambito di applicazione della normativa italiana in tema di portali per la raccolta di capitali *on-line* anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese.

Segnatamente, l'articolo 1, comma 236, ha esteso la definizione di «*portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*» contenuta nell'articolo 1, comma 5-*novies*, del TUF, al fine di ricomprendere tra le attività esercitabili tramite tali portali anche quella della «*raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*».

Il successivo comma 238, invece, ha integrato il nuovo comma 1-*ter* all'articolo 100-*ter* del TUF, che disciplina le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, disponendo che «*la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio*».

Pertanto, con i sopra descritti interventi legislativi l'attività dei gestori di portali per la raccolta di capitali *on-line* è stata ampliata ricomprendendovi anche la promozione di offerte aventi ad oggetto titoli di debito delle piccole e medie imprese.

In ragione delle novelle legislative introdotte nel TUF, in data 20 giugno 2019, è stato pubblicato il documento di consultazione contenente le proposte di modifiche regolamentari da apportare al Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, adottato con delibera Consob n. 18592/2013 (“Regolamento *Crowdfunding*” o “Regolamento”). Gli interventi proposti erano volti a:

- esercitare la delega attribuita alla Consob dall'articolo 100-*ter*, comma 1-*ter*, del TUF, in relazione alle tipologie di soggetti che possono sottoscrivere gli strumenti di debito emessi dalle piccole e medie imprese;



- adeguare il Regolamento *Crowdfunding*, in modo da riflettere l'ampliamento del perimetro delle offerte promuovibili nell'ambito delle piattaforme di *crowdfunding*.

In tale occasione sono state altresì proposte ulteriori modifiche regolamentari volte, da un lato, a consentire alle piattaforme di mettere a disposizione degli investitori delle bacheche elettroniche per agevolare lo smobilizzo degli investimenti effettuati tramite portali e, per altro verso, a 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*.

2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI DI IMPATTO DELL'INTERVENTO

2.1 Stakeholder mapping

La consultazione si è conclusa il 20 luglio 2019. In risposta al documento di consultazione sono pervenuti n. 16 contributi¹.

Soggetto	Categoria	Settore
AIEC	Associazione di categoria	Gestori di portale
AIFI	Associazione di categoria	<i>Private equity</i>
AIPB	Associazione di categoria	<i>Private banking</i>
Anasf	Associazione di categoria	Consulenti finanziari
Assofintech	Associazione di categoria	<i>Fintech</i>
Assogestioni	Associazione di categoria	<i>Asset Management</i>
Deloitte Legal	Società	Consulenza legale
Frigiolini & Partners Merchant²	Società	Gestore di portale
GIM Legal	Società	Consulenza Legale
Italiafintech	Associazione di categoria	<i>Fintech</i>
Lerro & Partners	Studio legale	Consulenza legale
Walliance	Società	Gestore di portale
NCTM	Studio legale	Consulenza legale
Zitiello Associati	Studio legale	Consulenza legale

Inoltre, in data 20 luglio 2019 è stato approvato il parere dello *Stakeholders Group* della Consob (Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori - COMI).

I citati contributi sono pubblicati sul sito *internet* dell'Istituto.

¹ Due partecipanti alla consultazione hanno chiesto la non pubblicazione dei propri contributi.

² Frigiolini & Partners Srl controlla Fundera Srl, gestore di portale di *equity crowdfunding* iscritto al n. 9 del registro tenuto dalla Consob.



2.2 Esiti della consultazione

Di seguito si illustrano le principali osservazioni pervenute ad esito della consultazione e le relative valutazioni effettuate³. Per i temi non oggetto di specifica trattazione nella presente relazione, con particolare riguardo alle analisi preliminari di impatto poste alla base delle scelte di regolazione, si rinvia al documento di consultazione pubblicato il 20 giugno 2019 e disponibile sul sito *internet* della Consob.

Nell'articolato allegato alla presente relazione illustrativa è riportato il confronto tra il testo del Regolamento *Crowdfunding* definitivamente adottato e quello posto in consultazione accompagnato da una descrizione delle modifiche apportate.

2.2.1 Osservazioni di carattere generale

In via generale, il COMI e gli altri rispondenti hanno accolto con favore gli interventi regolamentari proposti in sede di consultazione, ritenendoli utili per consentire lo sviluppo ordinato del mercato del *crowdfunding* in ambito domestico.

Dalle risposte alla consultazione è emersa peraltro una non piena condivisione circa la scelta del Legislatore primario di limitare l'offerta di obbligazioni e titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese ed offerti tramite portali di *crowdfunding* agli investitori professionali e a “*particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob*”, così come la mancata previsione di una deroga ai limiti previsti dal codice civile per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito.

Prendendo spunto dalla consultazione, alcuni rispondenti hanno colto l'occasione per suggerire, più in generale, un approccio maggiormente granulare nell'ambito della disciplina dettata da MiFID II, che porti a regimi differenziati nei confronti degli investitori non professionali basati, ad esempio, sull'ammontare del portafoglio detenuto.

In quest'ottica, in una risposta è stata evidenziata l'opportunità che la definizione di categorie “intermedie” di investitori, distinte dalla clientela *retail*, venga estesa anche alla disciplina applicabile ai mercati regolamentati e agli MTF al fine di creare un sistema armonico rispetto ai diversi canali di cui si compone il mercato dei capitali.

2.2.2 Soggetti legittimati a sottoscrivere obbligazioni tramite portali

Con riferimento all'esercizio del potere regolamentare demandato alla Consob dall'articolo 100-ter, comma 1-ter, del TUF, funzionale a individuare particolari categorie di investitori diversi dai professionali che, nel rispetto dei limiti stabiliti dal codice civile, possono sottoscrivere obbligazioni e titoli di debito, in sede di consultazione sono state rappresentate due opzioni regolamentari.

³ Nella presente Relazione illustrativa sono riportati e commentati esclusivamente quei contributi attinenti all'oggetto della consultazione, con esclusione di quelli che esulano dall'oggetto della consultazione, in quanto attinenti a discipline diverse da quella del *crowdfunding* (quale, ad esempio, la disciplina AIFMD), ovvero riferiti ad ambiti normativi in cui la Consob non dispone di specifici poteri di intervento, in quanto derivanti da disposizioni di fonte primaria nazionale o europea (quale, ad esempio, il divieto di sottoscrizione da parte della generalità degli investitori *retail* di obbligazioni o titoli di debito attraverso piattaforme di *crowdfunding*).



In particolare, l'opzione 0 prevedeva di non individuare ulteriori categorie di investitori, diversi dai professionali *ex* MiFID II, abilitati a sottoscrivere obbligazioni emesse da piccole e medie imprese ed offerte tramite portali per la raccolta di capitali *on-line*.

L'opzione 1, invece, prevedeva che la Consob esercitasse il potere demandato dal TUF. In particolare, nel testo posto in consultazione, è stato proposto che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito, nei limiti posti dal codice civile⁴, fosse riservata, oltre che agli investitori professionali indicati dall'articolo 100-ter del TUF, anche ai soggetti di cui all'articolo 24, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding* e:

- a) a coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore a 250.000 euro;
- b) a coloro che si impegnano ad investire almeno 100.000 euro in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- c) agli investitori *retail*, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Il COMI e la maggior parte dei rispondenti alla consultazione hanno accolto con favore l'opzione 1 volta a estendere la platea dei potenziali investitori in obbligazioni e titoli di debito offerte tramite portali. In particolare, è stata sottolineata l'opportunità di questa estensione che, pur in presenza di adeguate cautele a tutela degli investitori, potrà favorire la raccolta di capitali e il finanziamento delle imprese, rendendo il sistema più competitivo rispetto ad altri ordinamenti europei che presentano limiti meno stringenti di quelli sino ad ora previsti in Italia.

Con riferimento alle categorie di investitori individuate in sede di consultazione, si sono registrati alcuni commenti volti ad estendere ulteriormente il novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere obbligazioni o titoli di debito tramite portali *on-line*, ed altri volti invece a circoscrivere maggiormente la cerchia dei soggetti abilitati ad effettuare la sottoscrizione. In particolare in un'ottica di maggior tutela per gli investitori, in alcune risposte alla consultazione è stato proposto di prevedere, per coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari di almeno 250.000 euro e per coloro che si impegnano ad investire almeno 100.000 euro, un limite alla concentrazione degli investimenti pari al 10% del portafoglio finanziario.

Valutazioni

Non si è ritenuto di modificare, rispetto a quanto proposto in sede di consultazione, il perimetro dei nuovi soggetti abilitati a sottoscrivere obbligazioni o titoli di debito tramite portali *on-line*. Infatti, si ritiene che, da un lato, limitare ulteriormente le categorie di investitori che possono sottoscrivere offerte della specie non permetterebbe di cogliere appieno le opportunità di sviluppo del mercato fornite dall'articolo 100-ter, comma 1-ter, del TUF mentre, per altro verso, estendere le categorie individuate fino a ricomprendere tutti gli investitori *retail* sarebbe contrario alle disposizioni del

⁴ Si ricorda infatti che la sottoscrizione di titoli di debito emessi dalle Srl e di obbligazioni, nei casi di cui all'articolo 2412, comma 2, del codice civile, rimane riservata, in conformità con quanto previsto dalla disciplina codicistica, agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.



TUF che impongono di circoscrivere l'estensione a “*particolari categorie di investitori*” diversi dai professionali.

Si è inoltre ritenuto opportuno non introdurre un limite di concentrazione degli investimenti in obbligazioni e titoli di debito quale requisito per la sottoscrizione dei medesimi titoli ulteriore rispetto alla detenzione di un portafoglio finanziario superiore a 250.000 euro. Ciò in quanto il livello di ricchezza finanziaria indicato appare, anche alla luce dei dati ricavati dall'analisi di impatto, un requisito sufficiente per selezionare un investitore idoneo – per grado di sofisticatezza - nell'ambito della generalità della clientela *retail*⁵. Inoltre la verifica circa il rispetto di tale limite, presupponendo in capo a chi la debba attestare una ricostruzione del complessivo patrimonio finanziario del cliente (detenuto anche presso più intermediari) ed una individuazione di quali obbligazioni o titoli di debito siano stati acquistati presso uno o più portali *on-line*, appare suscettibile di determinare, a carico dei soggetti coinvolti, oneri sproporzionati rispetto alla tipologia di investimento.

2.2.3 Definizione delle ulteriori categorie di investitori

Alcuni partecipanti alla consultazione hanno richiesto dei chiarimenti in merito alle nuove categorie di investitori [individuate nelle precedenti lettere da a) a c)]. In particolare è stato chiesto se, ai fini dell'identificazione di coloro che si impegnano ad investire almeno 100.000 euro, tale impegno debba essere o meno assunto con riferimento ad una singola offerta.

Inoltre, con riferimento agli investitori di cui all'art. 24, comma 2-*quater*, lettera a), è stato proposto di considerare nel calcolo del valore del portafoglio finanziario utile per la classificazione in tale categoria di investitori, oltre agli strumenti finanziari, anche i prodotti d'investimento assicurativi.

Da un punto di vista più generale, in un contributo pervenuto in consultazione sono stati infine richiesti chiarimenti circa la possibilità di sottoscrivere offerte di *crowdfunding* su portali italiani (autorizzati ai sensi della disciplina nazionale) da parte di cittadini residenti in altri Paesi UE, chiedendo inoltre di specificare se sussista eventualmente la possibilità per questi investitori di aderire a tali offerte di propria iniziativa (c.d. “*reverse solicitation*”).

Valutazioni

Per quanto riguarda la prima richiesta di chiarimento, come esplicitato nel documento di consultazione, la categoria di investitori relativa a coloro che si impegnano ad investire almeno 100.000 euro è stata identificata sulla base del modello definito dalla disciplina sui fondi EuVECA⁶. Pertanto, per coerenza con tale disciplina, si è modificato l'articolo 24, comma 2-*quater*, lettera b), al fine di precisare che tale impegno deve essere assunto con riferimento ad una singola offerta.

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti che compongono il portafoglio finanziario dell'investitore, si ritiene opportuno allineare, anche in questo caso, la definizione a quanto previsto

⁵ Dai dati riportati nel documento di consultazione emerge infatti come i clienti con portafoglio amministrato superiore a 250.000 euro rappresentino una quota di poco superiore al 6% del totale dei clienti *retail*.

⁶ In particolare, il Regolamento (UE) 345/2013 prevede che i gestori di tale tipologia di fondi possano commercializzare le relative azioni o quote, tra l'altro, agli investitori che si impegnano ad investire almeno 100.000 euro nel medesimo fondo.



dalla normativa europea⁷ che fa riferimento alla nozione di strumenti finanziari contenuta nella direttiva MIFID e recepita nel TUF. Tale precisazione è stata quindi inserita nei commi 2 e 2-*quater*, lettera a) dell'articolo 24.

Su un piano più generale, con riferimento alla possibilità per coloro che non risiedono sul territorio italiano di sottoscrivere offerte promosse tramite portali autorizzati ai sensi della disciplina nazionale, occorre rilevare che il Regolamento *Crowdfunding* ha esclusivamente portata domestica e, pertanto, il gestore del portale non dovrà sollecitare l'investimento sul proprio portale da parte dei residenti in altri Paesi UE. In caso di *reverse solicitation* non è escluso che tali investitori possano sottoscrivere le offerte; tuttavia, in assenza di un quadro giuridico armonizzato a livello europeo, tale possibilità dipende dal diritto nazionale vigente nello Stato dove è residente il potenziale investitore.

2.2.4 Investitori a supporto delle piccole e medie imprese

Alcuni rispondenti alla consultazione hanno proposto di modificare la categoria degli “investitori a supporto delle piccole e medie imprese” di cui all'articolo 24, comma 2, per esplicitare l'inclusione in tale definizione anche delle persone giuridiche, al fine di agevolare la sottoscrizione della quota riservata all'*anchor investor*. È stato chiesto, inoltre, di modificare la classificazione della suddetta categoria in “investitori a supporto delle PMI, delle *start-up* e delle PMI innovative”, ricomprendendo tra gli investimenti qualificanti quelli effettuati in startup e/o PMI innovative. Da ultimo, è stato proposto di eliminare i requisiti di professionalità e di onorabilità per gli investitori a supporto delle piccole medie imprese sia persone fisiche che giuridiche.

Valutazioni

Si rileva che la possibilità che gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese possano essere anche persone giuridiche deve già ritenersi prevista dall'attuale Regolamento.

Tuttavia, ai fini di una maggiore chiarezza è stato integrato l'articolo 24, comma 2, precisando che, in caso di persone giuridiche, la valutazione circa il possesso dei requisiti previsti dallo stesso articolo 24, comma 2, è condotta con riguardo alla persona autorizzata a effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima, in analogia con quanto previsto dalla normativa MiFID in materia di clienti professionali su richiesta.

Non si è invece ritenuto necessario integrare la definizione degli “investitori a supporto delle PMI” con un esplicito riferimento alle *start-up* e alle PMI innovative in quanto tali ultime tipologie societarie sono già ricomprese nella nozione di PMI prevista dall'art. 1, comma 5-*novies* del TUF rappresentandone un sotto insieme. Alla luce di ciò e per maggiore chiarezza, è stata integrata la definizione di “*start-up* innovativa” [articolo 2, comma 1, lettera c), punto 1 del Regolamento], precisando che tali società devono soddisfare i requisiti per la definizione di PMI, previsti dal testo unico.

⁷ Si veda in particolare la nozione di portafoglio finanziario presente nell'allegato 2 della Direttiva MIFID II in relazione ai clienti professionali su richiesta, nonché la nozione presente nel Regolamento sui fondi europei di investimento a lungo termine (ELTIF).