



VALUTATO il parere del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori;

CONSIDERATO che è opportuno, alla luce delle disposizioni contenute nel citato comma 1-ter dell'articolo 100-ter del TUF, e di quanto emerso a seguito della procedura di consultazione, modificare il Regolamento *Crowdfunding* per dare attuazione alle disposizioni introdotte nel TUF in materia offerte aventi a oggetto obbligazioni e titoli di debito e recepire le ulteriori modifiche sottoposte alla consultazione del mercato;

D E L I B E R A:

Art. 1

(Modifiche del regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni, concernente la disciplina per la raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line)

1. Al regolamento adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modificazioni, sono apportate le seguenti modificazioni:

1) il Regolamento è ridenominato "Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*";

2) nella Parte I, all'articolo 2, comma 1,

A. alla lettera c),

- i. al numero 01, dopo le parole "14 giugno 2017" sono aggiunte le parole: " , organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell'Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo";
- ii. al numero 1, dopo le parole "29 luglio 2014 n. 106" sono aggiunte le parole: " , che rispetti i limiti dimensionali di cui al numero 01)";
- iii. al numero 3, sono soppresse le seguenti parole: " , come definito dall'articolo 1, comma 2, lettera e) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014";
- iv. al numero 4, sono soppresse le seguenti parole: " , come definite dall'articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014";

B. alla lettera d), dopo le parole "raccolta di capitali" sono soppresse le seguenti parole: "di rischio";

C. alla lettera e), dopo le parole "raccolta di capitali" sono soppresse le seguenti parole: "di rischio";

D. dopo la lettera *e-bis*), sono aggiunte le seguenti lettere:

"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»: le



società di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie, iscritte nell'ultimo bilancio depositato, sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese”;

E. alla lettera g), dopo le parole “raccolta di capitali” sono soppresse le seguenti parole: “di rischio”;

F. alla lettera h), dopo le parole “degli OICR” sono aggiunte le seguenti parole: “e le obbligazioni o i titoli di debito”;

G. alla lettera j), le parole “16190 del 29 ottobre 2007” sono sostituite dalle seguenti parole: “20307 del 15 febbraio 2018”;

3) nella Parte II, Titolo I, all'articolo 5,

A. al comma 1, lettera f), dopo le parole “dalla Consob” sono aggiunte le seguenti parole: “e il corrispondente collegamento ipertestuale.”;

B. al comma 2, lettera c), dopo le parole “dalla Consob” sono aggiunte le seguenti parole: “e il corrispondente collegamento ipertestuale”;

4) nella Parte II, Titolo II, all'articolo 7, comma 5, dopo le parole “dagli articoli” sono aggiunte le parole: “7-bis.”;

5) nella Parte II, Titolo III,

A. all'articolo 13,

a) dopo il comma 3 è aggiunto il seguente comma:

“3-bis. Il gestore richiama l'attenzione degli investitori sui limiti imposti dall'articolo 2412 del codice civile per l'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni e dall'articolo 2483 del codice civile per l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata, nonché sugli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile”;

b) al comma 5-bis le parole “Il gestore verifica” sono sostituite dalle seguenti parole: “Al di fuori degli investimenti effettuati dai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2-quater, lettera c), il gestore verifica”;

c) dopo il comma 5-ter sono aggiunti i seguenti commi:

“5-quater. Il gestore assicura che le offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito vengano effettuate in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta di capitale di rischio.

5-quinquies. Il gestore del portale assicura che:

(i) per ciascuna offerta avente ad oggetto obbligazioni, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2412 e che le offerte effettuate entro tali limiti siano rivolte ai soli investitori individuati all'articolo 24, commi 2, e 2-quater;



- (ii) per ciascuna offerta avente ad oggetto titoli di debito, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2483 del codice civile, ove pertinenti, nonché gli ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile.”;

B. all'articolo 14, comma 1, dopo la lettera *h*) sono aggiunte le seguenti lettere:

“h-bis) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dei limiti posti dal codice civile e dalle leggi speciali per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito da parte di piccole e medie imprese;

h-ter) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-*quater*;

h-quater) alle misure predisposte per la gestione e il funzionamento della bacheca elettronica, in caso di sua istituzione.”;

C. all'articolo 15,

- a) al comma 1, dopo la lettera *d*) sono aggiunte le seguenti lettere:

“d-bis) i limiti all'emissione di obbligazioni e titoli di debito posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile e dalle leggi speciali applicabili;

d-ter) i limiti posti dall'articolo 24, comma 2-*quater*.”;

- b) al comma 2, le parole “Il gestore assicura” sono sostituite dalle seguenti parole: “Fermo quanto previsto dall'articolo 13, commi 5-*quinqües* e dall'articolo 24, comma 2-*quater*, il gestore assicura”;

D. all'articolo 16,

- a) al comma 1, lettera *a*),

i. le parole “significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta,” sono sostituite dalle seguenti parole: “fatti nuovi significativi intervenuti, errori materiali o imprecisioni rilevati nel corso dell'offerta, atti ad influire sulla decisione dell'investimento,”;

- b) al comma 1, dopo la lettera *d-bis)* sono aggiunte le seguenti lettere:

“d-ter) le categorie di investitori a cui è riservata l'offerta di obbligazioni o titoli di debito;

d-quater) l'indicazione dei limiti posti dall'articolo 2412 del codice civile per l'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni e dell'articolo 2483 del codice civile per l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata, nonché degli eventuali, ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile;

d-quinquies) le informazioni circa l'eventuale destinazione alla quotazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione degli strumenti finanziari emessi dall'offerente.”;



E. all'articolo 21, comma 3, lettera *b*), dopo le parole “con riferimento alle stesse” sono aggiunte le seguenti parole: “, con separata evidenza delle offerte che hanno avuto ad oggetto titoli di capitale di rischio da quelle che hanno avuto ad oggetto obbligazioni o titoli di debito”;

6) nella Parte II, Titolo IV, all'articolo 23, comma 1, lettera *b*), numero 1, dopo le parole “raccolta di capitale” sono soppresse le seguenti parole: “di rischio”;

7) nella Parte III,

A. all'articolo 24,

a) al comma 1,

i. alla lettera *a*), prima delle parole “il diritto di recesso” sono aggiunte le seguenti parole: “in caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale,”;

ii. alla lettera *a*), dopo le parole “delle proprie partecipazioni” sono aggiunte le seguenti parole: “ovvero clausole che attribuiscano un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni,”;

iii. dopo la lettera *b*) è aggiunta la seguente lettera:

“*b-bis*) 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.”;

b) al comma 2,

i. le parole “Ai fini del perfezionamento” sono sostituite dalle seguenti parole: “In caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale, ai fini del perfezionamento”;

ii. dopo le parole “portafoglio di strumenti finanziari” sono aggiunte le seguenti parole: “di cui al Testo Unico”;

iii. le parole “in contante” sono sostituite con le seguenti parole: “di denaro”;

iv. dopo il romanino *ii*) è aggiunto il seguente paragrafo:

“In caso di persone giuridiche, la valutazione circa il possesso dei requisiti di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata a effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.”;

c) al comma 2-*bis* le parole “in contante” sono sostituite con le seguenti parole: “di denaro”;

d) dopo il comma 2-*ter* sono aggiunti i seguenti commi:

“2-*quater*. Il gestore assicura che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito 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:

CONSOB

- a) investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro;
- b) investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un'offerta, 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 di cui al Testo Unico. 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 ricevuto, il soggetto interessato presenta al gestore la dichiarazione di adeguatezza rilasciata dall'intermediario che ha prestato il servizio.”;

B. all'articolo 25, comma 2,

- a) dopo le parole “Gli investitori” sono soppresse le seguenti parole: “diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2,”;
- b) dopo le parole “è definitivamente chiusa” sono aggiunte le seguenti parole: “o è avvenuta la consegna degli strumenti finanziari”;
- c) dopo le parole “un fatto nuovo” è aggiunta la seguente parola: “significativo”;
- d) dopo le parole “un errore materiale” sono aggiunte le seguenti parole: “o un'imprecisione”;

C. dopo l'articolo 25 è aggiunto il seguente articolo:

*“Art. 25-bis
(Bachecca elettronica)*

1. I gestori possono istituire, in una sezione separata del portale, una bachecca 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* svolta sul proprio portale.

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 bachecca elettronica, diverse dalla



comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari.”;

8) nell’Allegato 2, sono apportate le seguenti modificazioni:

A. alla sezione A, punto *5-bis*, le parole “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” sono sostituite con le seguenti parole: “se intende istituire una bacheca elettronica”;

B. alla sezione B, nel punto 4,

a) la parola “previsti” è sostituita con la seguente parola: “previste”;

b) dopo il punto 12 sono aggiunti i seguenti punti:

“12-*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 ricevuto;

12-*ter*. 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 svolge la raccolta di capitale di rischio;

12-*quater*. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell’articolo 24, comma 2-*quater*;

12-*quinqies*. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli articoli 2412 e 2483 del codice civile, nonché degli eventuali, ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile all’emissione di titoli di debito;

12-*sexies*. in caso di istituzione di una bacheca elettronica la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell’articolo 25-*bis*, 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.”;

9) nell’Allegato 3, sono apportate le seguenti modificazioni:

A. al punto 3,

a) alla lettera c) sono eliminate le seguenti parole: “della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale dell’offerente,”;

b) alla lettera c) dopo le parole “modalità di esercizio” sono aggiunte le seguenti parole: “, 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. In caso di strumenti finanziari di nuova emissione, descrizione delle delibere societarie in virtù delle quali gli strumenti finanziari sono stati o saranno emessi”;



c) dopo la lettera *c*) è aggiunta la seguente lettera:

“*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;”;

B. al punto 4,

a) dopo la lettera *a*) è aggiunta la seguente lettera:

“*a-bis*) in caso di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito, descrizione dei limiti posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile e dall’articolo 24, comma 2-*quater*, nonché degli eventuali, ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile;”;

b) alla lettera *d*) prima delle parole “descrizione delle modalità di calcolo” sono aggiunte le seguenti parole: “nel caso di offerte aventi ad oggetto titoli di capitale di rischio,”.

Art. 2

(Disposizioni transitorie e finali)

1. I gestori già autorizzati che intendano offrire obbligazioni o titoli di debito, o istituire una bacheca elettronica, dovranno fornire alla Consob le relative informazioni previste nei punti 12-*bis*, 12-*ter*, 12-*quater*, 12-*quinqies* e 12-*sexies* della sezione B dell’Allegato 2, 45 giorni prima dell’avvio di tale operatività.
2. La presente delibera è pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana¹ ed entra in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione.

10 ottobre 2019

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

¹ Pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 251 del 25.10.2019.



**MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI
IN MATERIA DI ATTIVITÀ CONNESSE E STRUMENTALI E ULTERIORI PROPOSTE
DI INTERVENTO**

**Documento per la consultazione
15 febbraio 2019**

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **28 febbraio 2019** on-line per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 - ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. Premessa

Con il presente documento si sottopongono alla consultazione del mercato alcune proposte di modifica del Regolamento in materia di mercati (di seguito “Regolamento Mercati”), adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.

L’attività di revisione si incentra sugli aspetti, illustrati nei paragrafi che seguono, concernenti:

1. le attività connesse e strumentali del gestore del mercato regolamentato;
2. la comunicazione in materia di esenzione per l’attività accessoria in derivati su merci.

Di seguito si procede ad una rappresentazione dei prospettati interventi che si sottopongono alla consultazione del mercato, unitamente ai profili e alle questioni che hanno formato oggetto delle scelte di regolazione sottese.

2. Le modifiche regolamentari

2.1 Disciplina delle attività connesse e strumentali

L'uscita del Regno Unito dall'Unione europea pone l'esigenza di fronteggiare le connesse implicazioni per i mercati finanziari e, in particolare, di gestire il ricollocamento di operatori, attualmente stabiliti nel Regno Unito, nei centri finanziari europei al fine di potere proseguire la loro operatività nell'Unione.

Al fine di sostenere eventuali iniziative intraprese dall'industria finanziaria in vista della Brexit e nell'ottica di preservare l'interesse di operatori esteri verso la piazza finanziaria italiana occorre adottare misure funzionali a consentire - nell'attuale contingenza storica - alle infrastrutture di *trading* e ad altre piattaforme finalizzate a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari, la prosecuzione di attività e le relative opportunità di sviluppo, che siano di interesse per l'Italia.

Per effetto del programmato recesso del Regno Unito dall'Unione europea, il problema si pone in particolare per i soggetti che gestiscono piattaforme finalizzate a mettere in contatto le società che intendono reperire capitali con gli investitori istituzionali. Diviene pertanto auspicabile l'approntamento di un regime domestico *ad hoc*, strumentale a consentire l'avvio, nel sistema finanziario nazionale, di modelli di *business* quale quello sopra descritto, che presentano il pregio di avvicinare le società ai mercati di capitali.

Un primo limitato intervento ai fini dell'individuazione di una cornice normativa entro cui inquadrare la nuova operatività di siffatti operatori, ad esito di scelte di *relocation*, appare configurabile nell'ampliamento del perimetro della disciplina nazionale delle attività connesse e strumentali che il gestore del mercato regolamentato è legittimato a svolgere, direttamente o tramite società in cui abbia assunto partecipazioni.

In proposito, si rammenta come l'art. 64, co. 4, lett. a), del TUF riservi alla Consob il potere di individuare, con regolamento, le attività connesse e strumentali che possono essere svolte dal gestore del mercato regolamentato.

In esercizio dell'indicata delega regolamentare, l'art. 4, co. 1, del Regolamento Mercati stabilisce un elenco di attività connesse e strumentali, in particolare:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- d) promozione dell'immagine del mercato, anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti, e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

Da ultimo l'art. 4, co. 2, della menzionata fonte di rango secondario consente inoltre ai gestori di mercati regolamentati di assumere partecipazioni:

- (i) in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui all'art. 4, co. 1;
- (ii) nelle controparti centrali e nei depositari centrali;
- (iii) in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

Dall'analisi del quadro normativo di riferimento emerge un elenco chiuso di attività connesse e strumentali che un gestore del mercato regolamentato può svolgere al cui interno, tuttavia, trovano spazio alcune attività definite in termini estensivi e pertanto tali da ricomprendere, in prospettiva evolutiva, nuove fattispecie emergenti nella realtà dei mercati.

Più nel dettaglio, il primo comma del citato art. 4 elenca le attività che il gestore può esercitare direttamente e, nel secondo comma, viene disciplinata la facoltà del gestore stesso di detenere partecipazioni anche in società che a loro volta svolgano (in via prevalente/esclusiva) una o più delle attività connesse e strumentali ovvero in società che gestiscano altre sedi di negoziazione (MTF e OTF).

Alla luce delle scelte strategiche che si impongono - a livello nazionale - in concomitanza con l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, si propone un intervento di modifica al Regolamento Mercati della Consob al fine di consentire ai gestori dei mercati regolamentati di svolgere l'attività di facilitazione dell'incontro tra società che intendono procedere alla raccolta di capitali e investitori istituzionali/professionali che indicano le proprie manifestazioni di interesse su specifici strumenti finanziari di quelle società; tale modello operativo non appare, infatti, ascrivibile all'attività accessoria e strumentale consistente nella *“predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso”* (cfr. art. 4, co. 1, lett. f), del Regolamento Mercati).

Il tipo di attività descritto appare piuttosto riconducibile all'attività di “mediazione” avente a oggetto strumenti finanziari, la quale ai sensi della MiFID e del TUF (cfr. art. 1, co. 5-*sexies*) è ricompresa nell'ambito del servizio di investimento di “ricezione e trasmissione di ordini”, per il cui esercizio è richiesta un'autorizzazione nel rispetto delle disposizioni MiFID II e, quindi, del TUF. I soggetti svolgenti l'attività *de qua*, pertanto, assumerebbero la veste formale di Sim.

Tutto quanto premesso, si ritiene opportuno intervenire sulle disposizioni della normativa secondaria concernenti le partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato (comma 2) e, dunque, sulle attività dallo stesso esercitabili indirettamente.

L'ipotizzata modifica risulterebbe così preordinata a consentire al gestore del mercato regolamentato di assumere partecipazioni in società costituite in forma di Sim, autorizzate esclusivamente all'esercizio del servizio di investimento di ricezione e trasmissione di ordini le quali svolgono in concreto l'attività di mediazione.

Non si rilevano criticità nel fatto che il gestore di un mercato regolamentato detenga in via di principio una partecipazione nel capitale sociale di una Sim, dal momento che:

- a) nessuna disposizione pone un divieto espresso in tal senso e, anzi, proprio l'art. 4, co. 2, del Regolamento Mercati - che consente le partecipazioni in “società” che svolgono le attività connesse e strumentali - non sembra porre alcun vincolo rispetto alla forma giuridica delle medesime società, nelle quali potrebbero essere ricomprese le Sim;

- b) la possibilità espressamente riconosciuta ai gestori dei mercati di possedere partecipazioni in società che gestiscono altre sedi di negoziazione (tra le quali figurano indubbiamente le Sim autorizzate all'esercizio delle attività di gestione di MTF e OTF) reca una conferma indiretta della legittimità di tale opzione.

La modifica regolamentare è rispettosa dell'opportunità di assicurare un collegamento funzionale tra l'attività principale di gestione di una sede di negoziazione e quelle "accessorie", per quanto svolte in via indiretta. La possibilità di assumere una partecipazione in una Sim che svolga un'attività che si inquadra nell'ambito della "mediazione" ai sensi del TUF, appare infatti meritevole di valorizzazione, visto che quest'ultima condivide con la gestione di una sede di negoziazione la funzione di "facilitare" l'incontro della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari.

Tale ragionevolezza permane anche qualora il sistema di mediazione sia finalizzato all'accesso di un emittente al mercato dei capitali, visto che, per un verso, trattasi pur sempre di un'attività prodromica allo sviluppo del mercato secondario e, per l'altro, di un'attività che le sedi di negoziazione già svolgono come strumento per facilitare la raccolta di capitale da parte di società emittenti (v. peraltro la Comunicazione Consob n. 0092492/2016 sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale).

Poste tali premesse, si riporta, di seguito, la proposta di modifica dell'art. 4 del Regolamento Mercati:

Art. 4

(Attività connesse e strumentali)

1. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 64, comma 7, del Testo Unico, i gestori dei mercati regolamentati possono svolgere le seguenti attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- d) promozione dell'immagine del mercato, anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti, e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

2. I gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, ~~nonché~~ in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, **nonché in società autorizzate al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini**

che svolgono in via esclusiva l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico.

Si evidenzia, per completezza, che sulla descritta proposta modifica sarà inoltre necessario acquisire:

- l'intesa della Banca d'Italia, prescritta ai sensi dell'art. 62-*quater*, co. 2, lett. *a*), del TUF, con riferimento all'esercizio del potere regolamentare previsto dall'art. 64, co. 4, del TUF per le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato;
- il parere della Banca d'Italia, in ossequio a quanto disposto nel terzo comma dell'art. 62-*quater* del TUF, relativamente alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi da titoli di Stato, nonché di strumenti del mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute.

2.2. Comunicazioni in materia di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci

Si illustra altresì la modifica che si intende apportare all'art. 65, co. 4, del Regolamento Mercati rubricato "*Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione*"¹.

In particolare, il quarto comma del citato art. 65 disciplina la comunicazione funzionale a fruire dell'esenzione, prevista da MiFID II, per le attività in derivati su merci che rivestano carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene.

La disciplina MiFID II (ivi incluso, quindi, l'obbligo di essere autorizzato all'esercizio dei servizi di investimento) non trova applicazione per alcuni soggetti che godono di una serie di esenzioni, dettate nell'art. 2 della medesima Direttiva e recepite nell'art. 4-*terdecies* del TUF.

Tra queste figura, nell'art. 4-*terdecies*, co. 1, lett. *l*), punti *i*) e *ii*), l'esenzione riservata a coloro che negoziano in conto proprio c.d. "puro" derivati su merci (eccetto, quindi, coloro che negoziano in conto proprio in esecuzione di ordine di un cliente).

Detti soggetti beneficiano dell'esenzione a condizione che tale attività rivesta carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene (e che non siano impiegate tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza).

Nella prassi applicativa, la comunicazione richiesta ai medesimi soggetti dal citato quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, ha suscitato taluni dubbi interpretativi, con particolare riferimento ai seguenti aspetti:

- contenuto delle informazioni richieste al momento della comunicazione;
- riferimento temporale dell'*assessment* a seguito dei quali un soggetto può qualificare la propria attività in termini di accessorialità.

Con riguardo a entrambi i profili, la regolamentazione europea di secondo livello (*cfr.* Regolamento delegato (UE) 2017/592) ha integrato la MiFID II dettando le "*norme tecniche di regolamentazione relative ai criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale*".

¹ Per limiti di posizione si intendono, ai sensi della disciplina MiFID II, i limiti alle posizioni nette detenibili su derivati su merci negoziati su una sede di negoziazione e fuori mercato (OTC).

Vengono in rilievo, in particolare, gli artt. 2 e 3 del citato Regolamento delegato, i quali dettano il contenuto dei due diversi test che fondano la valutazione dell'accessorietà delle attività in derivati su merci, basati su dei calcoli relativi all'attività di negoziazione del gruppo di cui la singola entità è parte² e al capitale³.

Con riferimento alla procedura di calcolo, il successivo art. 4 del medesimo regolamento delegato descrive dettagliatamente la tempistica da rispettare nell'effettuazione dei citati calcoli e l'ambito temporale di riferimento⁴.

Si propone, pertanto, nell'ottica del più agevole adempimento dell'obbligo di comunicazione sancito nel quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, di:

- a) inserire direttamente il riferimento alle “risultanze dei calcoli” di cui agli artt. 2 e 3 del Regolamento delegato (UE) 2017/592 come oggetto della comunicazione, con contestuale eliminazione dell'attuale riferimento alla dettagliata descrizione e valutazione delle condizioni e delle circostanze indicate nei medesimi articoli;
- b) aggiungere un riferimento espresso alla circostanza che tali calcoli siano effettuati in conformità con la procedura appositamente delineata nell'art. 4 del Regolamento delegato, la quale determina sia la tempistica cui si riferiscono i calcoli sia quella per la loro effettuazione.

Appare utile evidenziare, infine, che tale revisione non implica alcuna modifica di carattere sostanziale all'obbligo informativo previsto nell'art. 65 del Regolamento Mercati ma risulta meramente finalizzata a meglio chiarirne il significato. A tale scopo, si è ritenuto opportuno specificare anche l'ambito di applicazione della normativa, in modo da chiarire nel primo periodo che la comunicazione di accessorietà dell'attività in derivati è riservata a quei soggetti (specificati sopra) che, avvalendosi dell'esenzione prevista dalla MiFID II, non intendano richiedere l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento.

Si segnala, infine, che, il quadro regolamentare si è arricchito di ulteriori elementi interpretativi, anche in ragione del costante aggiornamento delle Q&A redatte dall'ESMA in materia di limiti di posizione.

Pertanto si propone di procedere alla seguente modifica:

Art. 65
(Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione)

² Più nel dettaglio, il primo test è funzionale a determinare se le persone del gruppo detengono una quota significativa di mercato in relazione alle dimensioni del mercato di una data classe di attività a livello europeo; consiste, pertanto, nel confronto tra il valore dell'attività di negoziazione di una persona e l'attività di negoziazione complessiva dell'Unione, verificando che il valore risulti inferiore alle soglie predefinite dal Regolamento delegato e differenziate per ciascuna classe di attività considerato che i mercati delle merci differiscono in termini di dimensioni, numero di partecipanti al mercato e livello di liquidità.

³ Il secondo test è funzionale a stabilire se le attività in derivati possano essere considerate una minoranza delle attività del gruppo, in base a dei calcoli relativi al valore delle attività e al capitale impiegato.

⁴ Il calcolo del valore delle attività di negoziazione e del capitale di cui agli articoli 2 e 3 si basa sulla media semplice delle attività di negoziazione giornaliere o del capitale stimato destinato a tali attività di negoziazione durante i tre periodi annuali di calcolo precedenti la data del calcolo. I calcoli vengono effettuati annualmente nel primo trimestre dell'anno di calendario che segue un periodo annuale di calcolo.

...omissis...

4. I soggetti di cui all'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera *l*), punti *i*) e *ii*), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob ~~una~~ la richiesta di autorizzazione **all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento** comunicano entro il 1° aprile di ogni anno alla Consob la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale. ~~A tal fine fornendo forniscono alla Consob una dettagliata descrizione e valutazione le risultanze dei calcoli delle condizioni e circostanze di cui agli articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592, effettuati in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato regolamento.~~



**MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 20249 DEL 28 DICEMBRE 2017 RECANTE NORME DI
ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 IN MATERIA DI MERCATI**

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

5 SETTEMBRE 2019

SEZIONE I - MOTIVAZIONI, OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO

1. Motivazione e obiettivi del provvedimento

Il presente atto illustra l'intervento di rivisitazione di alcune disposizioni contenute nel Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) in materia di mercati, adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 (per l'innanzi, "Regolamento Mercati").

L'attività di revisione si incentra, in particolare, sulla disciplina delle partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato e dei connessi obblighi informativi, nonché sulle comunicazioni dovute in merito all'esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci.

Nel prosieguo si riporta una sintetica esposizione delle modifiche apportate al testo regolamentare, unitamente ai profili e alle questioni che hanno formato oggetto delle scelte di regolazione sottese.

2. Descrizione dell'intervento regolamentare

2.1 Disciplina delle attività connesse e strumentali e delle partecipazioni detenibili dal gestore del mercato

L'art. 4 del Regolamento Mercati elenca nel primo comma le attività connesse e strumentali che il gestore può esercitare. Il secondo comma, poi, consente al gestore stesso di detenere partecipazioni in società che a loro volta svolgano, in via prevalente/esclusiva, una o più delle attività connesse e strumentali, nonché nelle controparti centrali e nei depositari centrali e in società che gestiscano altre sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF)¹.

¹ In attuazione dell'indicata delega normativa, l'art. 4, comma 1, del Regolamento Mercati ha stabilito un elenco di attività connesse e strumentali, in particolare:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- d) promozione dell'immagine del mercato, anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti, e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

Inoltre, l'art. 4, comma 2, della menzionata fonte di rango secondario consente ai gestori di mercati regolamentati di assumere partecipazioni:



Con l'intervento modificativo proposto si intende estendere il novero delle partecipazioni detenibili anche in società autorizzate al servizio di ricezione e trasmissione di ordini nella misura in cui l'attività consista nella predisposizione e gestione di circuiti informativi per l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari (quando la conclusione del contratto non abbia luogo per il tramite del circuito stesso), anche al fine di facilitare l'incontro tra le società che intendono fare ricorso al mercato dei capitali e gli investitori.

Tale tipologia di attività si allinea solo parzialmente a quella indicata al comma 1, lettera f)², del medesimo art. 4 del Regolamento Mercati, per ciò che riguarda la predisposizione e gestione di un "circuito informativo" finalizzato all'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari, ma se ne differenzia fra l'altro perché l'accesso è consentito anche a soggetti diversi dai soggetti abilitati e, dunque, anche ad emittenti e investitori professionali.

La soluzione normativa adottata permette infatti di superare la limitazione dell'accesso ai circuiti informativi delineata nell'art. 4, comma 1, lettera f), e altresì consente l'acquisizione della partecipazione anche nel caso in cui l'attività, per le caratteristiche specifiche assunte dal circuito informativo, configuri il servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Inoltre, in considerazione delle perplessità espresse in sede di consultazione in merito ai profili di conflitto di interesse potenzialmente derivanti dalla prospettata modifica della disciplina delle partecipazioni detenibili si è, parimenti, provveduto a realizzare un'integrazione degli obblighi informativi posti in capo al gestore del mercato regolamentato.

Più esattamente, è stato apportato un contestuale ampliamento della comunicazione richiesta al gestore che intenda svolgere un'attività accessoria e strumentale o acquisire le partecipazioni (art. 21, comma 1, del Regolamento Mercati), al fine di richiedere un'apposita informativa in merito alle misure organizzative volte a garantire la separatezza tra le differenti aree di operatività e a identificare e gestire eventuali situazioni di conflitti di interesse. L'ampliamento dei contenuti della comunicazione alla Consob consentirà all'autorità di valutare tanto la sussistenza (o meno) di situazioni di conflitto di interessi quanto l'adeguatezza dei presidi organizzativi adottati rispetto ai possibili conflitti di interessi.

2.2 Ulteriori esigenze di revisione

Una specifica esigenza di modifica ha interessato l'art. 65 del Regolamento Mercati - concernente le comunicazioni in materia di esenzione dai limiti alle posizioni nette detenibili in derivati su merci negoziati su una sede di negoziazione e fuori mercato - nella parte in cui disciplina la comunicazione funzionale proprio a fruire dell'esenzione, prevista da MiFID II, per le attività in

-
- (i) in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui all'art. 4, comma 1;
 - (ii) nelle controparti centrali e nei depositari centrali;
 - (iii) in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

² L'art. 4, comma 1, lettera f), del Regolamento Mercati annovera tra le attività connesse e strumentali la "predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso".