

RELAZIONE DI ANALISI DI IMPATTO  
DELLA REGOLAMENTAZIONE

MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 18592 DEL 26 GIUGNO 2013 SULLA  
RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO TRAMITE PORTALI *ON-LINE*

*(Articolo 12, comma 2, della legge 29 luglio 2003, n. 229)*

**Presentata dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)**

Comunicata alla Presidenza il 1° aprile 2020

## INDICE

	Pag.
- Documento di consultazione e analisi di impatto preliminare	1
- Esiti della consultazione e analisi di impatto	45
- Delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019	82



**MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 18592 DEL 26 GIUGNO 2013 SULLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO TRAMITE PORTALI ON-LINE**

**Documento di Consultazione**

**20 GIUGNO 2019**

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno **20 luglio 2019**, *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

**C O N S O B**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
**Via G. B. Martini, n. 3**  
**00198 ROMA**

**I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, 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. Quadro normativo di riferimento***

La legge di bilancio 2019 (Legge 30 dicembre 2018 n. 145) ha introdotto modifiche al 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’art. 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, la Consob è tenuta a:

- valutare l’esercizio della delega a essa attribuita dall’art. 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 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, adottato con delibera Consob n. 18592/2013 (“Regolamento *Crowdfunding*”), in modo da riflettere l’ampliamento, operato al livello di normativa primaria, del perimetro delle offerte promuovibili nell’ambito delle piattaforme di *crowdfunding*.

## 2. *L’intervento regolamentare*

### 2.1 *I limiti derivanti dalla disciplina codicistica*

Innanzitutto, ai fini della valutazione relativa all’esercizio della delega da parte della Consob, occorre procedere ad un esame del citato articolo 100-ter del TUF.

Infatti, il nuovo comma 1-ter di tale articolo dispone che la sottoscrizione delle obbligazioni e dei titoli di debito è riservata, nei limiti del codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob.

Il TUF quindi circoscrive l’esercizio di tale delega e, più in generale, l’operatività delle offerte di titoli di debito e di obbligazioni sulle piattaforme di *crowdfunding*, tenendo fermi i limiti posti dal codice civile. Pertanto, al fine di una più compiuta valutazione delle scelte regolamentari che si pongono in capo all’Istituto, nel seguito si presenta una ricostruzione della normativa civilistica, opportunamente distinguendo fra obbligazioni emesse da società per azioni (SpA) e titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata (Srl).

#### *Le società per azioni*

Per quanto riguarda le obbligazioni emesse dalle SpA, l’art. 2412, comma 1, del codice civile, prevede un limite generale all’emissione di obbligazioni parametrato al patrimonio dell’emittente. In particolare, le SpA possono emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio approvato.

Tale limite quantitativo non trova applicazione in tre fattispecie<sup>1</sup>.

- In primo luogo, ai sensi dell’art. 2412, comma 2, del codice civile, lo stesso può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate ad essere sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle stesse obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali. Pertanto, mentre in sede di mercato primario sussiste un limite soggettivo alla sottoscrizione delle obbligazioni, il mercato secondario è aperto a tutte le tipologie di investitori, ma a tutela degli acquirenti diversi dagli investitori professionali è prevista una garanzia patrimoniale apprestata da un soggetto vigilato.
- Inoltre, l’art. 2412, comma 3, del codice civile, prevede che non è soggetta al limite del doppio del patrimonio l’emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.
- Infine, l’art. 2412, comma 5, del codice civile, esonera dal rispetto dei citati limiti le emissioni obbligazionarie destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di

---

<sup>1</sup> Per completezza si rammenta che l’art. 2412, comma 6, del codice civile prevede un’ulteriore ipotesi di esenzione dal rispetto dei citati limiti, ove ricorrano particolari ragioni che interessano l’economia nazionale e vi sia un provvedimento del Governo che autorizzi la società.

negoziazione<sup>2</sup>, 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	<b>Obbligazioni</b>	<b>Titoli di debito</b>
Limiti quantitativi	<b>Somma non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili.</b>	<b>Nessun limite quantitativo, ma la possibilità di emettere titoli di debito deve essere espressamente prevista nell'atto costitutivo.</b>
Limiti alla sottoscrizione	<b>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.</b>	<b>I titoli di debito emessi possono essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.</b>
Garanzia in caso di successiva circolazione	<b>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.</b>	<b>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.</b>
Garanzia ipotecaria	<b>Non è soggetta al limite del doppio del patrimonio l'emissione di obbligazioni garantita da ipoteca di</b>	-

<sup>2</sup> 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.

	SpA (2412 c.c.)	Srl (2483 c.c.)
	<b>primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.</b>	
<b>Negoziazione in una trading venue e convertibilità in azioni</b>	<b>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.</b>	-

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 TUF<sup>3</sup>, 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. 179<sup>4</sup>,
- 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*.

---

<sup>3</sup> 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).

<sup>4</sup> 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.

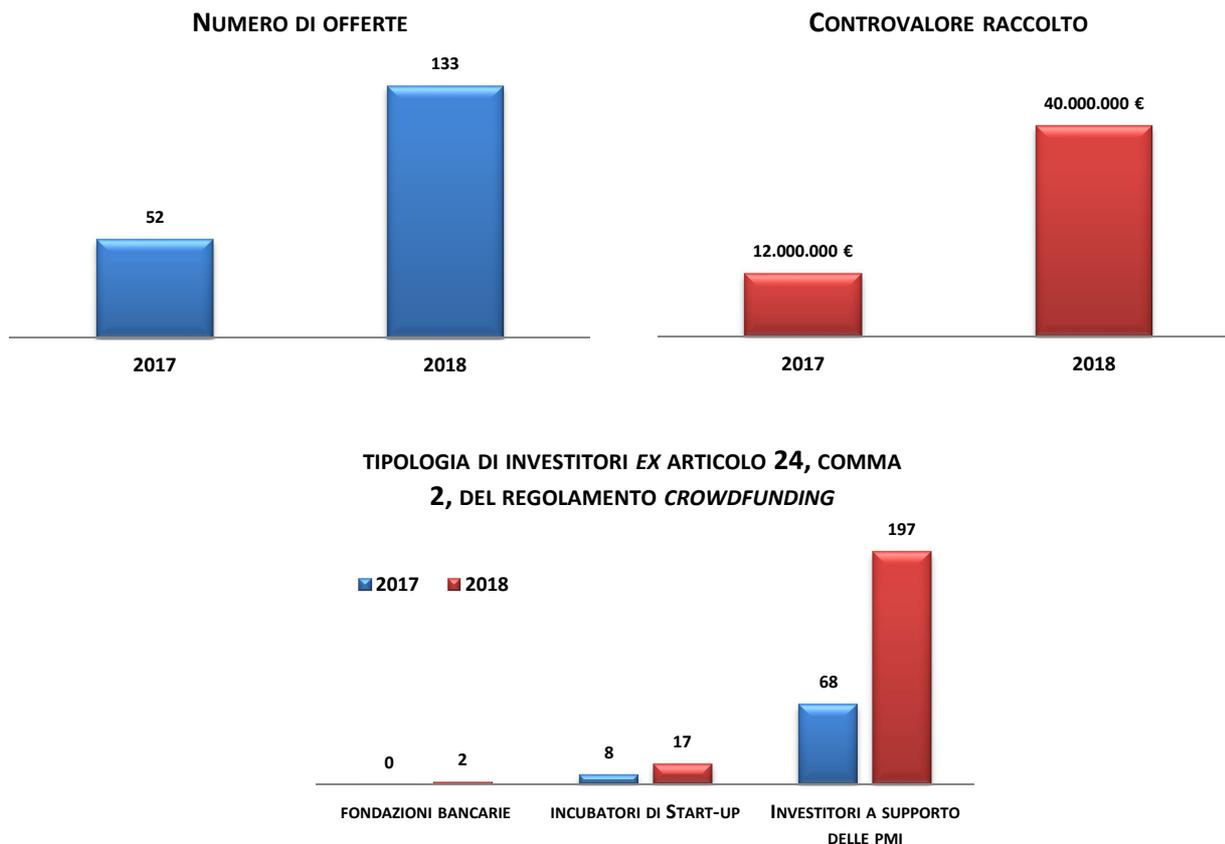
Gli investitori a supporto delle piccole e medie imprese devono, invece, avere un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecentomila euro, devono essere in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1, del Regolamento *Crowdfunding* 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.

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

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 italiana<sup>5</sup>, 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;

<sup>5</sup> 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 <sup>6</sup>(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 *RETAIL* 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,
<b>Totale</b>	<b>10.922.220</b>

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza ai sensi della delibera CONSOB n. 17297 del 28 aprile 2010

<sup>6</sup> 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*.

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

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

<sup>7</sup> 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*<sup>8</sup>.

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;

---

<sup>8</sup> 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.

<b>Opzione</b>	<b>Onerosità</b>	<b>Tutela degli investitori</b>	<b>Possibilità di accesso per le piccole e medie imprese a fonti di finanziamento alternative</b>
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 portali 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 portali possano pubblicare un prezzo di riferimento, purché rendano note le metodologie utilizzate per calcolare tale prezzo di riferimento<sup>9</sup>. In merito, si ritiene, pertanto, che i gestori di portali 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 portali 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*

---

<sup>9</sup> 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.

\* \* \* \*

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***

<p><b>PARTE I</b></p> <p><b>DISPOSIZIONI GENERALI</b></p> <p>Art. 1</p> <p><i>(Fonti Normative)</i></p> <p>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.</p>	
<p>Art. 2</p> <p><i>(Definizioni)</i></p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p>a) «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;</p> <p>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»;</p> <p>c) «offerente»:</p> <p>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, <b>organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell'Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo;</b></p> <p>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;</p> <p>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;</p> <p>3) l'organismo di investimento collettivo del risparmio («OICR») che investe prevalentemente in piccole e medie imprese, <del>come definito dall'articolo 1, comma 2, lettera e) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014;</del></p> <p>4) le società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, <del>come definite dall'articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30</del></p>	<p><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></p>

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.

*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.*

*Modifica necessaria a adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF*

*Modifica necessaria ad adeguare il testo regolamentare con i riferimenti aggiornati al Regolamento Intermediari della Consob*

<p style="text-align: center;">Art. 3</p> <p style="text-align: center;"><i>(Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob)</i></p> <p>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 <a href="mailto:portalicrowdfunding@pec.consob.it">portalicrowdfunding@pec.consob.it</a>.</p>	
<p style="text-align: center;"><b>PARTE II</b></p> <p style="text-align: center;"><b>REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Titolo I</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Istituzione del registro</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 4</p> <p style="text-align: center;"><i>(Formazione del registro)</i></p> <p>1. È istituito il registro dei gestori previsto dall'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 2, del Testo Unico.</p> <p>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.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 5</p> <p style="text-align: center;"><i>(Contenuto del registro)</i></p> <p>1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) la delibera di autorizzazione e il numero d'ordine di iscrizione;</li> <li>b) la denominazione sociale;</li> <li>c) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</li> <li>d) la sede legale e la sede amministrativa;</li> <li>e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari UE;</li> <li>f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob e <b>il corrispondente collegamento ipertestuale</b>.</li> </ul> <p>2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:</p>	<p><i>Modifiche di coordinamento</i></p>

<p>a) la denominazione sociale;</p> <p>b) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</p> <p>c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob e il <b>corrispondente collegamento ipertestuale</b>.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 6</p> <p style="text-align: center;"><i>(Pubblicità del registro)</i></p> <p>1. Il registro è pubblicato nella parte “Albi ed Elenchi” del Bollettino elettronico della Consob.</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Titolo II</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Iscrizione e cancellazione dal nel registro</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 7</p> <p style="text-align: center;"><i>(Procedimento di autorizzazione per l'iscrizione)</i></p> <p>1. La domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro è predisposta in conformità a quanto indicato nell'Allegato 1 ed è corredata di una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali, redatta in osservanza di quanto previsto dall'Allegato 2.</p> <p>2. La Consob, entro sette giorni lavorativi dal ricevimento, verifica la regolarità e la completezza della domanda e comunica alla società richiedente la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob entro trenta giorni lavorativi dal ricevimento della comunicazione, a pena di improcedibilità.</p> <p>3. Nel corso dell'istruttoria la Consob può chiedere ulteriori elementi informativi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) alla società richiedente;</li> <li>b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente;</li> <li>c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente;</li> </ul> <p>c-bis) a qualunque soggetto, anche estero.</p> <p>In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi e per un periodo comunque non superiore a trenta giorni lavorativi, a pena di improcedibilità.</p> <p>4. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria, ovvero rilevanti modifiche apportate alla relazione prevista dall'Allegato 2, sono portate senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni lavorativi dal verificarsi dell'evento, la società richiedente trasmette</p>	

<p>alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione.</p> <p>5. La Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni lavorativi. L'autorizzazione è negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli <b>7-bis</b>, 8 e 9 ovvero quando dalla valutazione dei contenuti della relazione prevista all'Allegato 2 non risulti garantita la capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale.</p>	<p><i>Modifica di coordinamento</i></p>
<p style="text-align: center;">Art. 7-<i>bis</i></p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti patrimoniali dei gestori)</i></p> <p>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, i gestori devono aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 59 del Testo Unico.</p> <p>2. In alternativa a quanto stabilito dal comma 1, i gestori possono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale, che preveda:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) per ciascuna richiesta di indennizzo, una copertura di almeno ventimila euro e</li> <li>b) per l'importo totale delle richieste di indennizzo, una copertura di almeno un milione di euro all'anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-<i>bis</i>, e di almeno cinquecentomila euro all'anno per gli altri gestori.</li> </ul> <p>3. Il venir meno dei requisiti patrimoniali indicati al comma 1 comporta la decadenza dell'autorizzazione, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.</p> <p>4. Durante il periodo previsto al comma 3 il gestore non pubblica nuove offerte e quelle in corso sono sospese fino alla ricostituzione dei requisiti prescritti.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 8</p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo)</i></p> <p>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) non trovarsi in condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi;</li> </ul>	

<p>b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione;</p> <p>c) non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento;</li><li>2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267;</li><li>3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria;</li><li>4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;</li></ol> <p>d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato;</p> <p>d-bis) di non aver riportato in Stati esteri condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità.</p> <p>1-bis. Nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo, il comma 1 si applica ai soci che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale della società.</p> <p>2. Ove il controllo ovvero la partecipazione di cui al comma 1-bis siano detenuti tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 9</p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una società richiedente, devono possedere i requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 8, comma 1.</li><li>2. I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di:</li></ol>	

<p>a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;</p> <p>b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;</p> <p>c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;</p> <p>d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.</p> <p>3. Possono far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione anche soggetti, in ruoli non esecutivi, che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti previsti dal comma 2.</p> <p>4. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che tali società non appartengano al medesimo gruppo.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 10</p> <p style="text-align: center;"><i>(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)</i></p> <p>1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore comunicano senza indugio agli organi che svolgono funzioni di amministrazione e di controllo la perdita dei requisiti di onorabilità.</p> <p>2. Il venir meno dei requisiti di onorabilità richiesti ai soggetti indicati al comma 1 comporta la decadenza dall'autorizzazione, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.</p> <p>3. Durante il periodo previsto al comma 2 il gestore non pubblica nuove offerte e quelle in corso sono sospese a far data dalla comunicazione prevista al comma 1 e decadono alla scadenza del termine massimo di due mesi, ove non siano ricostituiti i requisiti prescritti.</p>	

<p style="text-align: center;">Art. 11</p> <p style="text-align: center;"><i>(Sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>1. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro sono sospesi dalla carica nel caso di:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 8, comma 1, lettera c);</li><li>b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 8, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva;</li><li>c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8, del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159;</li><li>d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale.</li></ul> <p>2. L'organo che svolge funzioni di amministrazione dichiara la sospensione con apposita delibera entro trenta giorni dall'avvenuta conoscenza di uno degli eventi previsti al comma 1 e iscrive l'eventuale revoca fra le materie da trattare nella prima assemblea successiva al verificarsi di una delle cause di sospensione indicate al comma 1. Nelle ipotesi previste dalle lettere c) e d) del comma 1, la sospensione dalla funzione si applica in ogni caso per l'intera durata delle misure contemplate.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 11-bis</p> <p style="text-align: center;"><i>(Decadenza dall'autorizzazione)</i></p> <p>1. I gestori danno inizio allo svolgimento dell'attività entro il termine di sei mesi della data della relativa autorizzazione, a pena di decadenza dall'autorizzazione medesima.</p> <p>2. I gestori che abbiano interrotto lo svolgimento dell'attività lo riprendono entro il termine di sei mesi, a pena di decadenza della relativa autorizzazione.</p> <p>3. I gestori che intendono rinunciare all'autorizzazione all'esercizio dell'attività presentano apposita istanza alla Consob.</p> <p>4. Nel caso di cui al precedente comma, la Consob, nel corso dell'istruttoria, può chiedere elementi informativi:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) alla società richiedente;</li><li>b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente;</li><li>c) a qualunque altro soggetto, anche estero.</li></ul> <p>5. Il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di</p>	

<p>ricezione degli stessi.</p> <p>6. La Consob delibera entro il termine di sessanta giorni lavorativi dalla data di avvio del procedimento, salvo quanto previsto dal precedente comma.</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Art. 12</b></p> <p style="text-align: center;"><i>(Cancellazione dal registro)</i></p> <p>1. La cancellazione dal registro è disposta:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) nel caso in cui l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare;</li><li>b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione;</li><li>c) a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob;</li><li>d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b);</li></ul> <p><i>d-bis)</i> per effetto della decadenza dall'autorizzazione.</p> <p>2. I gestori cancellati dal registro ai sensi del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) nei casi previsti dal comma 1, lettere b) e c), siano rientrati in possesso dei requisiti indicati agli articoli 8 e 9 all'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 3, del Testo Unico, ovvero abbiano corrisposto il contributo di vigilanza dovuto;</li><li>b) nel caso previsto dal comma 1, lettera d), siano decorsi tre anni dalla data della notifica del provvedimento di radiazione.</li></ul> <p>3. I commi 4, 5 e 6 dell'articolo 11-<i>bis</i>) si applicano anche ai casi previsti dal comma 1, lettere a), b), e c).</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Titolo III</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Regole di condotta</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Art. 13</b></p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi del gestore)</i></p> <p>1. Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza, evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli offerenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni. In particolare, il gestore elabora, attua e mantiene un'efficace politica sui conflitti di interesse, formulata per iscritto, che consenta di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse lesivo di uno più investitori, e che definisca le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti. Solo quando le procedure e le misure elaborate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il</p>	

rischio di nuocere agli interessi degli investitori sia evitato, il gestore, come misura estrema, comunica chiaramente agli stessi la natura generale e/o le fonti di tali conflitti e le misure adottate per mitigare i relativi rischi. L'eccessivo ricorso da parte del gestore a tali comunicazioni agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse. Il gestore valuta e riesamina periodicamente, almeno una volta all'anno, la politica sui conflitti di interesse elaborata e adotta misure adeguate per rimediare ad eventuali carenze.

1-*bis*. Il gestore che intende condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo, adotta misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività. Tali misure includono l'astensione dal condurre tali offerte, laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per gli investitori.

1-*ter*. Tra le misure di cui al comma 1-*bis*, rientrano almeno:

- a) l'adozione, da parte del gestore, di adeguati presidi operativi e procedurali volti ad assicurare che gli strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento;
- b) l'effettuazione della *due diligence* dell'operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente;
- c) l'effettuazione, da parte dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, della valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto delle offerte, anche nel caso in cui il gestore esegua direttamente la verifica prevista dal comma 5-*bis*.

1-*quater*. Nei casi previsti dal comma 1-*bis*, il gestore fornisce adeguata informativa ai clienti sull'esistenza dei conflitti di interesse e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione di tali conflitti, anche attraverso un'apposita avvertenza, facilmente comprensibile da parte di un investitore ragionevole, redatta con l'utilizzo di un linguaggio chiaro e conciso ed in carattere di dimensione leggibile.

2. Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.

3. Il gestore richiama l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si

astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime.

**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.**

4. Il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.

5. Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.

**5-bis. Al di fuori degli investimenti effettuati dai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2-bis, lettera c), il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell'articolo 15, comma 2, lettera b).** Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica.

**5-ter.** Qualora il gestore non effettui direttamente la verifica prevista dal comma 5-bis, si applica l'articolo 17, comma 3.

**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, 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.**

**5-sexies. Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta avente ad oggetto titoli di debito, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2483 del codice civile.**

*Modifica introdotta al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF e di informare gli investitori circa i limiti posti dal codice civile*

*Modifica introdotta per escludere che tali obblighi si applichino anche agli investitori non professionali che investono in obbligazioni tramite piattaforme di crowdfunding nell'ambito dei servizi di investimento di gestione di portafogli o consulenza in materia di investimenti*

*Modifiche introdotte al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF*

Art. 14

*(Informazioni relative alla gestione del portale)*

1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le

informazioni relative:

- a) al gestore, ivi compresi i recapiti telefonici e di posta elettronica; ai soggetti che detengono il controllo ovvero, in mancanza, ai soggetti che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale sociale; ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo; al sistema di indennizzo cui ha aderito il gestore o all'assicurazione a copertura della responsabilità civile stipulata dal medesimo;
- b) alle attività svolte, ivi incluse le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi;
- b-bis) alla data di inizio, interruzione o riavvio dell'attività;
- c) alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, specificando se il gestore procede direttamente alla verifica di cui all'articolo 13, comma 5-bis o se vi procedono i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini ai sensi dell'articolo 17, comma 3;
- d) agli eventuali costi a carico degli investitori;
- e) alle misure predisposte per ridurre e gestire i rischi di frode;
- f) alle misure predisposte per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi della normativa applicabile in materia;
- g) alle misure predisposte per identificare, prevenire o gestire i conflitti di interesse;
- h) alle misure predisposte per la trattazione dei reclami e l'indicazione dell'indirizzo cui trasmettere tali reclami;
- h-bis) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dei limiti posti dal codice civile per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito da parte di società per azioni e di società a responsabilità limitata;**
- 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, di cui all'articolo 26, in caso di sua istituzione;**
- i) ai meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;
- j) ai dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;
- k) alla normativa di riferimento, all'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito *internet* della Consob e alla apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del decreto;
- l) agli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari

*Modifiche introdotte al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF*

<p>adottati dalla Consob;</p> <p>m) alle iniziative, che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli offerenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale; in caso di mancata predisposizione, l'indicazione che non sussistono tali iniziative.</p>	
<p style="text-align: center;"><b>Art. 15</b></p> <p style="text-align: center;"><i>(Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali)</i></p> <p>1. Il gestore fornisce agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, riguardanti almeno:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) il rischio di perdita dell'intero capitale investito;</li> <li>b) il rischio di illiquidità;</li> <li>c) il divieto di distribuzione di utili previsto per le start-up innovative dall'articolo 25 del decreto;</li> <li>d) il trattamento fiscale di tali investimenti, con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi, nel caso di <i>start-up</i> innovative e PMI innovative;</li> </ul> <p><b><i>d-bis) i limiti all'emissione di obbligazioni e titoli di debito posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile;</i></b></p> <p><b><i>d-ter) i limiti posti dall'articolo 24, comma 2-quater;</i></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>e) le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto;</li> </ul> <p><i>e-bis) ...omissis;</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>f) i contenuti tipici di un <i>business plan</i> e del regolamento o statuto di un OICR;</li> <li>g) il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5 e le relative modalità di esercizio.</li> </ul> <p>2. <b>Fermo quanto previsto dall'articolo 13, commi 5-quinquies e 5-sexies e dall'articolo 24, comma 2-quater, il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie indicate all'articolo 24, comma 2 che abbiano:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) preso visione delle informazioni di <i>investor education</i> previste dall'articolo 14, comma 1, lettera k) e delle informazioni indicate al comma 1;</li> <li>b) fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano, ove il gestore effettui direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis. Tali informazioni fanno riferimento almeno:</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><i>Modifiche introdotte al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF</i></p> <p style="text-align: center;"><i>Tale aggiunta è volta a precisare che restano fermi i limiti alla sottoscrizione delle obbligazioni e dei titoli di debito, ma che alle nuove categorie di investitori si applicano comunque i presidi di investor education</i></p>

<p>i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali online, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza;</p> <p>ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali <i>on-line</i>, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;</p> <p>iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore;</p> <p>c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 16</p> <p style="text-align: center;"><i>(Informazioni relative alle singole offerte)</i></p> <p>1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:</p> <p>a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta;</p> <p>b) gli elementi identificativi dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini nonché gli estremi identificativi del conto previsto dall'articolo 17, comma 6;</p> <p>c) le modalità di esercizio del diritto di revoca previsto dall'articolo 25, comma 2;</p> <p>d) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti;</p> <p>d-bis) l'indicazione dell'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote rappresentative del capitale piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata previsto dall'articolo 100-ter, comma 2-bis, del Testo Unico e le relative modalità per esercitare l'opzione di scelta del regime da applicare;</p> <p><b>e) le categorie di investitori a cui è riservata l'offerta di obbligazioni o titoli di debito;</b></p> <p><b>f) 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;</b></p> <p><b>g) le informazioni circa l'eventuale destinazione alla quotazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione delle obbligazioni o dei titoli di debito emessi dall'offerente.</b></p> <p>2. Le informazioni indicate al comma 1 possono essere altresì fornite mediante l'utilizzo di tecniche multimediali. Il gestore consente</p>	<p style="text-align: center;"><i>Modifiche necessarie ai fini dell'identificazione della disciplina civilistica applicabile</i></p>

<p>l'acquisizione delle informazioni elencate al comma 1, lettera a), su supporto durevole.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 17</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori)</i></p> <p>1. Il gestore adotta misure volte ad assicurare che gli ordini di adesione alle offerte ricevuti dagli investitori siano:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente;</li> <li>b) registrati in modo pronto e accurato;</li> <li>c) trasmessi, indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.</li> </ul> <p>2. I soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini curano il perfezionamento degli ordini che ricevono per il tramite di un gestore e informano tempestivamente quest'ultimo sui relativi esiti, assicurando il rispetto di quanto previsto al comma 6.</p> <p>3. I soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, qualora ricorrano le seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;</li> <li>b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.</li> </ul> <p>4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-<i>bis</i>.</p> <p>5. Il gestore che non effettua direttamente la verifica proposta dall'art. 13, comma 5-<i>bis</i> acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie previste al comma 3. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali.</p> <p>6. Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile destinato all'offerente acceso presso i soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, previsto dall'articolo 25. Il gestore comunica alla banca o all'impresa di investimento a tali ultimi soggetti, presso la quale i quali è versata la provvista, le</p>	

<p>informazioni relative al perfezionamento dell'offerta. I relativi fondi sono trasferiti all'offerente successivamente al perfezionamento medesimo.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 18</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi)</i></p> <p>1. Il gestore assicura l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri.</p> <p>2. Ai fini dell'adempimento di quanto previsto al comma 1 il gestore:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) individua le fonti di rischio operativo e le gestisce predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative;</li> <li>b) predispone appositi dispositivi di <i>backup</i>.</li> </ul>	
<p style="text-align: center;">Art. 19</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di riservatezza)</i></p> <p>1. Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'offerente e per le finalità connesse con il perfezionamento dell'offerta, nonché in ogni altro caso in cui l'ordinamento ne imponga o ne consenta la rivelazione.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 20</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di conservazione della documentazione)</i></p> <p>1. Il gestore è tenuto a conservare ordinatamente per almeno cinque anni, in formato elettronico ovvero cartaceo, copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale connessa alla gestione del portale, ivi inclusa:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) la ricezione degli ordini di adesione alle offerte svolte tramite il portale e l'esercizio dei diritti di recesso e di revoca;</li> <li>b) la trasmissione degli ordini ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;</li> <li>c) la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;</li> <li>d) le attestazioni previste dall'articolo 17, comma 5 e le attestazioni dalle quali risulta la classificazione di cliente professionale ricevute ai sensi dell'articolo 24, comma 2-bis.</li> </ul>	
<p style="text-align: center;">Art. 20-bis</p> <p style="text-align: center;"><i>(Procedure per la segnalazione delle violazioni)</i></p> <p>1. Le procedure che attengono ai sistemi interni di segnalazione delle violazioni, previste dall'articolo 4-undecies del TUF, sono approvate dall'organo di amministrazione del gestore e definite in linea con il</p>	

<p>principio di proporzionalità. principio di proporzionalità.</p> <p>2. Il gestore nomina un responsabile dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni, il quale ne assicura la corretta funzionalità e riferisce direttamente e senza indugio agli organi aziendali competenti le informazioni oggetto di segnalazione, ove rilevanti.</p> <p>3. Le procedure indicate al comma 1 prevedono che i soggetti preposti alla ricezione, esame e valutazione delle segnalazioni, il responsabile dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni e ogni altro soggetto coinvolto, sono obbligati ad assicurare la confidenzialità delle informazioni ricevute.</p> <p>4. Le procedure indicate al comma 1 prevedono altresì:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) fermo restando quanto previsto dall'articolo 4-<i>undecies</i> del TUF, i soggetti che possono attivare i sistemi di segnalazione delle violazioni e gli atti o i fatti che possono essere oggetto di segnalazione;</li> <li>b) le modalità attraverso cui segnalare le presunte violazioni;</li> <li>c) i soggetti preposti alla ricezione delle segnalazioni;</li> <li>d) le modalità e i tempi delle fasi procedurali concernenti la trattazione di una segnalazione e dei soggetti coinvolti;</li> <li>e) le modalità attraverso cui il soggetto segnalante e il soggetto il soggetto segnalato devono essere informati sugli sviluppi nella trattazione di una segnalazione;</li> <li>f) l'obbligo per il soggetto segnalante di dichiarare se ha un interesse privato collegato alla segnalazione;</li> <li>g) nel caso in cui il segnalante sia corresponsabile delle violazioni, un trattamento privilegiato per quest'ultimo rispetto agli altri corresponsabili, compatibilmente con la disciplina applicabile.</li> </ul> <p>5. Al fine di incentivare l'uso dei sistemi interni di segnalazione delle violazioni, il gestore illustra al proprio personale, in maniera chiara, precisa e completa, il processo di segnalazione interno, indicando i presidi posti a garanzia della riservatezza dei dati personali del segnalante e del presunto responsabile della violazione.</p> <p>6. Fermo restando il rispetto delle disposizioni dell'articolo 4-<i>undecies</i> del TUF e del presente articolo, il gestore può esternalizzare l'attività di ricezione, esame e valutazione delle segnalazioni di violazioni.</p>	
<p>Art. 21</p> <p>(<i>Comunicazioni alla Consob</i>)</p>	
<p>1. Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle:</p>	

<p>a) variazioni dello statuto sociale;</p> <p>b) variazioni relative ai soggetti che detengono il controllo, con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8;</p> <p>c) variazioni relative ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo, con l'indicazione dei relativi poteri e delle eventuali deleghe assegnate, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dall'articolo 9;</p> <p>d) comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 10, comma 1;</p> <p>e) delibere di sospensione e di revoca dalla carica adottate ai sensi dell'articolo 11, comma 2.</p> <p>1-<i>bis</i>. Nel caso in cui il gestore intenda effettuare direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-<i>bis</i>, lo comunica alla Consob 60 giorni prima di avviare tale attività, unitamente alla descrizione delle procedure interne predisposte.</p> <p>2. Il gestore comunica senza indugio alla Consob le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività.</p> <p>3. Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob:</p> <p>a) la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa secondo lo schema riportato nell'Allegato 2 evidenziando le variazioni intervenute rispetto alle informazioni già comunicate. Qualora non siano intervenute variazioni la relazione può non essere inviata, fermo restando che dovrà essere comunicata tale circostanza;</p> <p>b) i dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti, secondo lo schema predisposto dalla Consob, nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse, <b>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</b>;</p> <p>c) i dati sui casi di discontinuità operativa e sulla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale;</p> <p>d) i dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate.</p>	<p><i>Modifica necessaria per garantire un più corretto svolgimento della vigilanza</i></p>
<p><b>Titolo IV</b></p> <p><b>Provvedimenti sanzionatori e cautelari</b></p> <p>Art. 22</p> <p>(Provvedimenti cautelari)</p> <p>1. La Consob, in caso necessità e urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo non</p>	

<p>superiore a novanta giorni qualora sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob. Ai fini dell'adozione dei provvedimenti cautelari, la Consob valuta, altresì, le modalità di attuazione della condotta illecita e la reiterazione della violazione.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 23 (Sanzioni)</p> <p>1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 190-<i>quater</i> del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:</p> <p>a) la sospensione da uno a quattro mesi dell'attività del gestore in caso di grave violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;</p> <p>b) la radiazione dal registro in caso di:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale <del>di rischio</del> in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di soggetti diversi dagli offerenti;</li> <li>2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica;</li> <li>3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi;</li> <li>4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero;</li> <li>5) trasmissione di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore;</li> <li>6) mancata comunicazione a dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25;</li> <li>7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a);</li> <li>8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.</li> </ol> <p>2. Per ciascuna delle violazioni individuate nel comma 1, lettere a) e b), la Consob, tenuto conto delle circostanze e di ogni elemento disponibile, può disporre, rispettivamente, la sanzione immediatamente superiore o inferiore.</p>	

**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*

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*

<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><b>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 <i>crowdfunding</i>.</b></p> <p><b>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.</b></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;"><b>ALLEGATO 1</b></p> <p style="text-align: center;"><b>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</b></p> <p><b><i>A. Domanda di autorizzazione per l’iscrizione nel registro</i></b></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>	

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 corredato 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***

<p><b>registro</b></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-<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 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 style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 2</b></p> <p style="text-align: center;"><b>RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA</b></p> <p><b>A. Attività d'impresa</b></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"> <li>1. le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale;</li> <li>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;</li> <li>3. se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dall'offerente i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e/o <i>report</i> periodici sull'andamento delle medesime società;</li> <li>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;</li> <li>5. se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra l'offerente e gli investitori o tra gli investitori;</li> </ol> <p><del>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 ricevuto</del> <b>se intende istituire una bacheca elettronica;</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>6. altre eventuali attività.</li> </ol> <p><b>B. Struttura organizzativa</b></p> <p>Il gestore del portale fornisce in maniera dettagliata almeno le seguenti informazioni:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ol>	

utile ad illustrare le caratteristiche operative del gestore;

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;

3. le modalità, anche informatiche, per assicurare il rispetto degli obblighi di cui agli articoli 13, 14, 15 e 16 del presente regolamento;

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;

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 ;

6. una descrizione della infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori (affidabilità del sistema, *security, integrity, privacy* ecc.);

7. il luogo e le modalità di conservazione della documentazione;

8. la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse;

9. la politica per la prevenzione delle frodi e per la tutela della *privacy*;

10. l'eventuale affidamento a terzi:

a. della strategia di selezione delle offerte da presentare sul portale, specificando l'ampiezza e il contenuto dell'incarico;

b. di altre attività o servizi.

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;

11. l'eventuale presenza di incarichi di selezione delle offerte ricevuti da altri gestori, indicando l'ampiezza e il contenuto degli stessi;

12. la struttura delle commissioni per i servizi offerti dal gestore;

**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.**

**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**

*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*

<p><b>svolge la raccolta di capitale di rischio;</b></p> <p><b>15. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-quater;</b></p> <p><b>16. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli articoli 2412 e 2483 del codice civile;</b></p> <p><b>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.</b></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><b>ALLEGATO 3</b></p> <p><b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b></p> <p><b><i>1. Avvertenza</i></b></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><b><i>2. Informazioni sui rischi</i></b></p> <p>Descrizione dei rischi specifici dell'offerente e dell'offerta.</p> <p><b><i>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</i></b></p> <p>a) descrizione dell'offerente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> </ul>	

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*

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*

**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 contributi<sup>1</sup>.

Soggetto	Categoria	Settore
<b>AIEC</b>	Associazione di categoria	Gestori di portale
<b>AIFI</b>	Associazione di categoria	<i>Private equity</i>
<b>AIPB</b>	Associazione di categoria	<i>Private banking</i>
<b>Anasf</b>	Associazione di categoria	Consulenti finanziari
<b>Assofintech</b>	Associazione di categoria	<i>Fintech</i>
<b>Assogestioni</b>	Associazione di categoria	<i>Asset Management</i>
<b>Deloitte Legal</b>	Società	Consulenza legale
<b>Frigiolini &amp; Partners Merchant<sup>2</sup></b>	Società	Gestore di portale
<b>GIM Legal</b>	Società	Consulenza Legale
<b>Italiafintech</b>	Associazione di categoria	<i>Fintech</i>
<b>Lerro &amp; Partners</b>	Studio legale	Consulenza legale
<b>Walliance</b>	Società	Gestore di portale
<b>NCTM</b>	Studio legale	Consulenza legale
<b>Zitiello Associati</b>	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.

<sup>1</sup> Due partecipanti alla consultazione hanno chiesto la non pubblicazione dei propri contributi.

<sup>2</sup> 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 effettuate<sup>3</sup>. 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.

---

<sup>3</sup> 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 civile<sup>4</sup>, 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

---

<sup>4</sup> 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*<sup>5</sup>. 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 EuVECA<sup>6</sup>. 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

---

<sup>5</sup> 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*.

<sup>6</sup> 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 europea<sup>7</sup> 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.

---

<sup>7</sup> 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).

Infine, non è stata accolta la richiesta, pervenuta in consultazione, di eliminare i requisiti di professionalità e di onorabilità per gli investitori a supporto delle piccole medie imprese in considerazione del fatto che tali investitori, svolgendo il ruolo di *anchor investor*, hanno una funzione “segnaletica” per gli investitori meno esperti e si ritiene pertanto determinante che gli stessi debbano soddisfare anche requisiti di professionalità e di onorabilità.

## **2.2.5 Identificazione degli strumenti finanziari che possono essere oggetto di offerta**

L'articolo 1, co. 5-*novies*, del TUF, stabilisce che i portali hanno come finalità la facilitazione della raccolta di “*finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*», mentre l'articolo 100-*ter*, comma 1-*ter*, statuisce 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*”.

A fronte delle citate previsioni del Testo Unico, in sede di consultazione, si è proposto di integrare la nozione di strumenti finanziari di cui all'articolo 2, comma 1, lettera h), del Regolamento *Crowdfunding*, introducendo, accanto alle azioni e alle quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, le obbligazioni e i titoli di debito.

Nel corso della consultazione sono stati chiesti chiarimenti circa la corretta interpretazione della nozione dei titoli di debito utilizzata dall'articolo 2, comma 1, lettera h), del Regolamento *Crowdfunding*. In particolare, è stato richiesto se sia possibile ricondurre nel novero degli strumenti finanziari non solo i titoli di debito delle SRL e le obbligazioni emesse dalle SpA, ma anche tutti gli altri strumenti finanziari di debito che possono essere emessi tanto dalle SpA, quanto dalle SRL e, in particolare, le cambiali finanziarie di cui alla legge 13 gennaio 1994, n. 43.

### Valutazioni

La risposta all'osservazione formulata, deriva dall'interpretazione della nuova disposizione contenuta nell'articolo 100-*ter* del TUF, che fa riferimento alla possibilità concessa ai portali di offrire “*obbligazioni o di titoli di debito*”. Il perimetro di tale nozione si rinviene nell'articolo 1, comma 1-*bis*, del TUF, dispone che: “*Per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: [...] b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; [...]*”.

Inoltre, con specifico riferimento alle cambiali finanziarie, viene in rilievo quanto disposto dall'articolo 5, della legge n. 43/1994 ai sensi del quale “*le cambiali finanziarie sono considerate valori mobiliari per qualsiasi finalità prevista dall'ordinamento*”.

In ragione di quanto sopra devono ritenersi ricompresi nell'ambito della disciplina Consob relativa al *crowdfunding*, tutti i “titoli di debito” che rientrano nella definizione del TUF, ivi incluse quindi le cambiali finanziarie. In merito si è provveduto ad integrare il Regolamento *Crowdfunding* al fine di prevedere che l'informativa resa ai potenziali investitori dia atto non solo dei limiti codicistici, ma anche delle limitazioni recate dalle leggi speciali applicabili ai titoli di debito, quali, ad esempio, quelle previste in tema di cambiali finanziarie. Conseguentemente, si è provveduto ad integrare la

parte del Regolamento relativa agli obblighi dei gestori, al fine di assicurare anche il rispetto di eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile, oltre ai limiti posti dal codice civile.

## **2.2.6 *Bacheca elettronica***

Come evidenziato nel documento di consultazione, al fine di agevolare lo smobilizzo dell'investimento effettuato tramite piattaforme di *crowdfunding*, sul modello di quanto già implementato in altri Stati membri dell'Unione europea e in coordinamento con le proposte in discussione in sede europea, si è inteso introdurre una disposizione volta a consentire ai gestori di portali di istituire – quale attività connessa alla loro principale operatività – 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*.

In sede di consultazione è stato espresso apprezzamento per tale apertura e sono state avanzate specifiche richieste di chiarimento o modifica, volte a meglio definire il perimetro di operatività delle bacheche in oggetto.

In primo luogo, è stato chiesto di chiarire se le bacheche elettroniche possano essere istituite solo ed esclusivamente da gestori di portali *on-line* ovvero anche da soggetti terzi.

È stato chiesto, inoltre, se su ciascuna bacheca elettronica possano essere pubblicate manifestazioni di interesse relative esclusivamente a strumenti finanziari che siano stati oggetto di offerta sulla piattaforma gestita dal medesimo soggetto che istituisce la bacheca, ovvero se possano essere pubblicate le manifestazioni di interesse relative agli strumenti finanziari oggetto di offerte su altre piattaforme.

Infine, sono stati chiesti chiarimenti con riferimento al ruolo svolto dai gestori nell'amministrazione della bacheca, ai sensi dell'articolo 25-*bis*, comma 2. In tale contesto, è stato altresì chiesto se sia possibile pubblicare sulle bacheche informazioni sugli strumenti finanziari oggetto di offerta, con particolare riguardo a quelle riguardanti le transazioni concluse su tali strumenti (es. data e prezzo di acquisizione).

### Valutazioni

Quanto alla prima richiesta, come esplicitato anche nel documento di consultazione, la predisposizione di bacheche elettroniche può considerarsi un'attività connessa con la gestione della piattaforma di *crowdfunding*. Pertanto, tale attività, nei limiti imposti dal Regolamento *Crowdfunding*, potrà essere esercitata solo dai soggetti autorizzati come gestori di portale. Resta inteso che nel caso in cui l'istituzione di una bacheca elettronica travalichi i citati limiti e configuri la prestazione di un servizio o di un'attività di investimento, tale attività potrà essere esercitata solamente dai soggetti all'uopo autorizzati.

Con riferimento alla seconda richiesta, invece, è stato modificato l'articolo 25-*bis*, comma 1, al fine di chiarire che i gestori possono istituire 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* svolta sul proprio portale.

Infatti, si rileva che, nonostante tale condizione possa astrattamente limitare la liquidabilità degli strumenti finanziari in commento, offrire la possibilità ai gestori di pubblicare manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari che siano stati oggetto di offerte svolte su altri portali potrebbe incidere negativamente sul modello di *business* adottato dai gestori che prevede uno stretto legame tra l'emittente ed il gestore che lo assiste nell'attività di raccolta di capitali presso il pubblico. Inoltre la soluzione adottata appare maggiormente coerente con i presupposti per l'implementazione di un *bulletin board* che, come detto, non si configura come la gestione di un MTF o un OTF, quanto come una attività connessa a quella svolta sul mercato primario. Infine, si evidenzia che la proposta di Regolamento sui prestatori di servizi di *crowdfunding* europei, attualmente in discussione presso le istituzioni europee, prevede un analogo limite per l'operatività dei *bulletin board*<sup>8</sup>.

Quanto all'interpretazione dell'articolo 25-*bis*, comma 2, giova ricordare che, i gestori di piattaforme di *crowdfunding*, iscritti nella sezione ordinaria del registro dei gestori, potranno mettere a disposizione degli investitori le bacheche elettroniche esclusivamente nel rispetto di limiti ben definiti, per non integrare lo svolgimento di servizi e attività riservate.

In particolare, si evidenzia che dovrà essere evitata ogni condotta che possa configurare sia la prestazione dell'attività di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione sia lo svolgimento di servizi di investimento, quale il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini, *sub specie* mediazione.

Segnatamente, si ribadisce che l'attività di implementazione di una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari oggetto di raccolte di *crowdfunding* deve 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. Evitando così che l'eventuale contratto concluso tra gli investitori possa considerarsi il risultato di una forma di *matching* operato dal gestore.

Inoltre, si ritiene necessario che i gestori non ricevano alcun incarico per mettere in relazione i soggetti potenzialmente interessati a concludere operazioni di investimento.

Pertanto, a fronte della pubblicazione dell'annuncio, il gestore non può svolgere attività volte ad agevolare il contatto tra soggetti potenzialmente interessati (quali, ad esempio, presentare all'offerente un soggetto potenzialmente interessato ad acquistare o vendere, ovvero rendere visibili, e quindi acquistabili, per certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solamente quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti), né porre in essere attività utili a favorire la conclusione del contratto (quali, ad esempio, il coinvolgimento nella trattativa o la predisposizione di moduli *standard* per i contratti). Al riguardo, resta fermo quanto rappresentato nel documento di consultazione pubblicato il 20 giugno 2019.

---

<sup>8</sup>L'articolo 17 della proposta di Regolamento limita la pubblicazione di manifestazioni di interesse su una bacheca elettronica ai soli strumenti finanziari che sono stati oggetto di offerta sul portale gestito dal medesimo soggetto che istituisce la bacheca.

In conclusione, il gestore della piattaforma deve limitarsi a pubblicare sulla bacheca manifestazioni di interesse a vendere o a comprare, effettuate da privati sotto la propria responsabilità.

Con riferimento alla pubblicazione sulla bacheca elettronica di informazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, si rappresenta che sono rappresentabili esclusivamente le informazioni ufficiali pubblicamente disponibili, quali, ad esempio, dati di bilancio e prezzi di emissione. Infatti, la pubblicazione di informazioni diverse da quelle ufficiali, richiederebbe un ruolo attivo da parte del gestore, contrariamente ai limiti sopra descritti.

## **2.2.7 Ulteriori modifiche al Regolamento**

Tenuto conto delle osservazioni pervenute, sono stati, infine, effettuati ulteriori interventi di modifica del Regolamento, come di seguito descritti.

### **2.2.7.1 Definizione delle società di capitali che investono prevalentemente in PMI**

In sede di consultazione sono pervenuti commenti relativi alla definizione di “*società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese*” presente nel Regolamento al comma 1, lettera e-*quater*), dell'articolo 2.

In particolare, un partecipante alla consultazione ha chiesto conferma circa la possibilità di integrare nella definizione sopra richiamata anche le società di investimento semplice (SIS), introdotte dal decreto legge n. 34/2019.

Un ulteriore commento pervenuto ha proposto di modificare la stessa definizione di cui al comma 1, lettera e-*quater*), dell'articolo 2, per meglio definire l'arco temporale entro cui quantificare il requisito delle immobilizzazioni finanziarie, utile ai fini della classificazione come “*società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese*”.

#### Valutazioni

La società di investimento semplice (SiS) è definita nel TUF [art. 1, comma 1, lettera i-*quater*)] come: “*il FIA italiano costituito in forma di Sicaf che gestisce direttamente il proprio patrimonio e che rispetta tutte le seguenti condizioni...2) ha per oggetto esclusivo l'investimento diretto del patrimonio raccolto in PMI non quotate su mercati regolamentati di cui all'articolo 2 paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 che si trovano nella fase di sperimentazione, di costituzione e di avvio dell'attività, in deroga all'articolo 35-bis, comma 1, lettera f)*”.

Pertanto le SiS, rientrando a pieno titolo nella categoria degli OICR, sono incluse nell'ambito applicativo del Regolamento *crowdfunding* che, ai sensi dell'art.2, comma 1, lettera e-*ter*), ricomprende l’“*OICR che investe prevalentemente in piccole e medie imprese*”.

Infine, per quanto riguarda la diversa definizione di “*società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese*”, in analogia a quanto previsto dal Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 30 gennaio 2014, è stato integrato il comma 1, lettera

e-*quater*), dell'articolo 2, precisando che ai fini del calcolo della quota di immobilizzazioni finanziarie occorre prendere a riferimento l'“*ultimo bilancio depositato*”.

#### **2.2.7.2 Tutele in caso di mutamento del controllo**

In relazione alle garanzie previste per gli investitori dall'art. 24, comma 1, lettera a), del Regolamento in caso di cambio del controllo nell'emittente, un partecipante alla consultazione ha proposto di prevedere che lo statuto delle società offerenti possa contenere, quale ulteriore alternativa al diritto di recesso ovvero al diritto di co-vendita, anche l'obbligo di effettuare un'OPA richiamando le disposizioni relative alle società quotate di cui agli articoli 106 e 109 del TUF, sulla scia anche di quanto previsto nei regolamenti di alcuni MTF.

#### Valutazioni

Posto che l'effettuazione di un'OPA totalitaria garantirebbe un diritto all'*exit* dei soci diversi da coloro che hanno ceduto il controllo, analogo a quello previsto in caso di recesso o co-vendita è stato modificato l'articolo 24, comma 1, lettera a), al fine di prevedere che gli statuti possano contemplare in alternativa ai due citati strumenti analoghe clausole che attribuiscono agli investitori il diritto a cedere le proprie partecipazioni in caso di mutamento del controllo, consentendo in tal modo la possibilità di introdurre in via statutaria un obbligo di offerta pubblica a carico del soggetto che acquista la partecipazione di controllo nell'emittente.

#### **2.2.7.3 Esercizio del diritto di revoca**

Con riguardo all'esercizio del diritto di revoca dell'adesione, previsto dal regolamento nel caso in cui, durante l'offerta si manifestino fatti nuovi o inesattezze in grado di condizionare le scelte degli investitori, è stato proposto di meglio coordinare le disposizioni in materia di informazioni supplementari [comma 1, lettera a), dell'articolo 16] e diritto di revoca (comma 2, dell'articolo 25) anche con quanto previsto dal TUF in materia di diritto di revoca in caso di supplemento al prospetto informativo (articoli 94, comma 7 e 95-*bis*, comma 2 del TUF).

Inoltre, un partecipante alla consultazione ha evidenziato la necessità, ai fini dell'esercizio del diritto di revoca, di precisare al comma 2, dell'articolo 25, il momento in cui l'offerta si ritiene chiusa.

Infine, è stato proposto di estendere il diritto di revoca anche agli investitori professionali e alle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, dal momento che gli eventuali fatti nuovi e/o errori materiali che dovessero intervenire potrebbero danneggiare anche tali tipologie di investitori, qualora non venga loro assicurato il diritto di revoca.

#### Valutazioni

Alla luce delle osservazioni pervenute è stato realizzato nel regolamento un maggior coordinamento, allineando i presupposti per la pubblicazione degli aggiornamenti con quelli che determinano il diritto di revoca, in linea con le disposizioni sul prospetto informativo previste dal TUF. Si è pertanto provveduto a modificare in tal senso il comma 1, lettera a), dell'articolo 16 e il comma 2, dell'articolo 25.

Inoltre, è stato modificato il comma 2 dell'articolo 25, al fine di meglio precisare che il diritto di revoca può essere esercitato sino alla consegna degli strumenti finanziari (ultimo atto del *settlement*), in analogia con quanto previsto dal comma 2, dell'articolo 95-*bis* del TUF (in materia di revoca dell'acquisto o della sottoscrizione nell'ambito dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari).

Infine, è stata recepita nel testo del regolamento la proposta di estendere il diritto di revoca anche agli investitori professionali e alle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, atteso che, per fattispecie analoghe a quelle in trattazione, l'articolo 95-*bis* del TUF prevede il diritto di revoca in caso di supplemento al prospetto informativo ai sensi dell'articolo 94, comma 7, del medesimo TUF, non limitando l'esercizio di tale diritto alla sola clientela *retail*.

#### **2.2.7.4 Informazioni relative alle offerte**

In sede di consultazione è stato chiesto un chiarimento circa la possibilità di svolgere offerte sui portali di *crowdfunding* aventi ad oggetto strumenti emessi in forza di aumenti di capitale cc.dd. "progressivi" o "ad efficacia progressiva", per tali intendendosi le operazioni articolate su diverse e separate fasi, ognuna delle quali avente ad obiettivo la raccolta di una determinata *tranche* di capitale, nell'ambito della medesima delibera di aumento di capitale. Inoltre, è stato chiesto di integrare le informazioni previste dall'articolo 16 e dall'Allegato 3 con l'obbligo di indicare, in caso di aumenti di capitale, la parte dell'offerta ritenuta "inscindibile".

È, altresì, pervenuta un'ulteriore proposta di modifica delle informazioni presenti all'articolo 16, comma 1, lettera d-*quinquies*), relative all'eventuale quotazione degli strumenti oggetto dell'offerta, al fine di sostituire il riferimento alle obbligazioni e ai titoli di debito con il riferimento agli strumenti finanziari, includendovi così anche le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR.

#### Valutazioni

Si evidenzia che l'ammissibilità delle tipologie di offerte descritte risulta strettamente connessa con le disposizioni di diritto societario applicabili, nonché con le delibere societarie poste a fondamento dell'offerta. Tali offerte devono in ogni caso garantire la completezza del quadro informativo (ad esempio, in relazione alla destinazione dei fondi raccolti nell'ambito delle singole *tranche* e alla loro idoneità a finanziare il progetto industriale).

Al riguardo, per garantire la completezza del quadro informativo, è stato integrato l'allegato 3 del Regolamento prevedendo l'obbligo di fornire una descrizione delle rilevanti delibere societarie.

Infine, accogliendo la proposta di modifica delle informazioni presenti all'articolo 16, comma 1, lettera d-*quinquies*), il riferimento ivi presente alle obbligazioni e ai titoli di debito è stato sostituito con il riferimento agli strumenti finanziari, così da ricomprendervi anche le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR.

### **3. ESITI DELL'ANALISI DI IMPATTO**

Con riferimento all'esercizio dell'opzione prevista dal TUF in merito alla possibilità che la Consob individui categorie di investitori, ulteriori rispetto ai professionali MiFID, che possono sottoscrivere obbligazioni o titoli di debito offerti tramite portali *on-line*, sono stati analizzati, già in fase di consultazione (cfr. documento di consultazione), gli effetti potenziali sullo sviluppo del settore per ogni categoria di investitori proposta.

Alla luce dell'analisi di impatto e dei contributi ricevuti ad esito dalla consultazione pubblica, si conferma, innanzitutto che l'opzione 0, che prevedeva 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*, 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.

Con riguardo, invece, all'opzione 1, di ampliamento della platea dei potenziali sottoscrittori delle campagne di *crowdfunding* che hanno ad oggetto obbligazioni, si conferma che, 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. Pertanto, anche alla luce dei contributi ricevuti, si conferma l'adozione dell'opzione 1.

### **4. INDICATORI CHE SARANNO UTILIZZATI AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO**

Ai fini della successiva revisione dell'atto sarà verificato lo sviluppo del mercato degli strumenti finanziari di debito nell'ambito delle piattaforme di *crowdfunding*, in termini di numero di offerte e di controvalore, con particolare riferimento alle offerte che coinvolgono anche soggetti diversi dai professionali. Inoltre, si procederà a una analisi dell'evoluzione dell'operatività delle bacheche elettroniche, con particolare riferimento all'effettività dei limiti operativi indicati.

### **5. DISPOSIZIONI TRANSITORIE**

Come già enunciato nel documento di consultazione, 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, si stabilisce che i gestori già autorizzati che intendano prestare anche le sopra richiamate attività dovranno fornire alla Consob le relative informazioni previste nei punti 12-*bis*-12-*sexies* della sezione B dell'Allegato 2, 45 giorni prima dell'avvio di tale operatività.

### **6. ARTICOLATO FINALE DEL REGOLAMENTO *CROWDFUNDING*.**

Per un esame dettagliato delle modifiche apportate al Regolamento *Crowdfunding* ad esito della consultazione, si rinvia all'articolato allegato al presente documento (Cfr. **Tabella 1**).

**Tabella 1**

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

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p style="text-align: center;"><b>PARTE I</b></p> <p style="text-align: center;"><b>DISPOSIZIONI GENERALI</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 1</p> <p style="text-align: center;"><i>(Fonti normative)</i></p> <p><i>...omissis...</i></p>		
<p style="text-align: center;">Art. 2</p> <p style="text-align: center;"><i>(Definizioni)</i></p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p>a) «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;</p> <p>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”;</p> <p>c) «offerente»:</p> <p>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, <b>organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell’Unione europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo;</b></p>		<p style="text-align: center;">Art. 2</p> <p style="text-align: center;"><i>(Definizioni)</i></p> <p style="text-align: center;"><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>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-bis del decreto legge 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 29 luglio 2014 n. 106;</p> <p>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;</p> <p>3) l'organismo di investimento collettivo del risparmio (“OICR”) che investe prevalentemente in piccole e medie imprese, <del>come definito dall'articolo 1, comma 2, lettera e) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014;</del></p> <p>4) le società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese, <del>come definite dall'articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014;</del></p> <p>d) «portale»: la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali <del>di rischio</del> da parte degli offerenti;</p> <p>e) «gestore»: il soggetto che esercita professionalmente il servizio</p>	<p><i>Modifica volta a chiarire che, per rientrare nell'ambito di applicazione del Regolamento, le start-up innovative devono soddisfare i limiti dimensionali delle PMI, previsti dal precedente punto 01</i></p>	<p>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-bis del decreto legge 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 29 luglio 2014 n. 106, <b>che rispetti i limiti dimensionali di cui al numero 01</b>;</p> <p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>di gestione di portali per la raccolta di capitali <del>di rischio</del> per gli offerenti ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob;</p> <p><i>e-bis</i>) «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;</p> <p><b><i>e-ter</i>) «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;</b></p> <p><b><i>e-quater</i>) «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;</b></p> <p>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;</p> <p>g) «offerta»: l'offerta al pubblico condotta attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali <del>di rischio</del>, ai sensi dell'art. 100-ter, comma 1, del Testo Unico;</p> <p>h) «strumenti finanziari»: le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR <b>e le obbligazioni o i titoli di debito,</b></p>	<p><i>Modifica introdotta, nell'ottica di un coordinamento con le definizioni del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 30.1.2014, per definire un arco temporale entro cui quantificare il requisito delle immobilizzazioni finanziarie.</i></p>	<p><i>e-quater</i>) «società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese»: <del>lea</del> società di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie, <b>iscritte nell'ultimo bilancio depositato,</b> sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di piccole e medie imprese;</p> <p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali;</p> <p>i) «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico;</p> <p>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. <b>20307 del 15 febbraio 2018</b> <del>16190 del 29 ottobre 2007</del> 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.</p>		
<p>Art. 3</p> <p><i>(Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob)</i></p> <p><i>...omissis...</i></p>		
<p><b>PARTE II</b></p> <p><b>REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI</b></p> <p><b>Titolo I</b></p> <p><b>Istituzione del registro</b></p> <p>Art. 4</p>		

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>(Formazione del registro)</p> <p>...omissis...</p>		
<p>Art. 5</p> <p>(Contenuto del registro)</p> <p>1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) la delibera di autorizzazione e il numero d'ordine di iscrizione;</li> <li>b) la denominazione sociale;</li> <li>c) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</li> <li>d) la sede legale e la sede amministrativa;</li> <li>e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti UE;</li> <li>f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob <b>e il corrispondente collegamento ipertestuale.</b></li> </ul> <p>2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) la denominazione sociale;</li> <li>b) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</li> <li>c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e</li> </ul>		<p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
cautelari adottati dalla Consob e il corrispondente collegamento ipertestuale.		
<p style="text-align: center;">Art. 6</p> <p style="text-align: center;"><i>(Pubblicità del registro)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;"><b>Titolo II</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Iscrizione e cancellazione dal registro</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 7</p> <p style="text-align: center;"><i>(Procedimento di autorizzazione per l'iscrizione)</i></p> <p>...omissis...</p> <p>5. La Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni lavorativi. L'autorizzazione è negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli <b>7-bis</b>, 8 e 9 ovvero quando dalla valutazione dei contenuti della relazione prevista all'Allegato 2 non risulti garantita la capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale.</p>		<i>Invariato</i>
<p style="text-align: center;">Art. 7-bis</p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti patrimoniali dei gestori)</i></p> <p>...omissis...</p>		

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p style="text-align: center;">Art. 8</p> <p><i>(Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 9</p> <p><i>(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 10</p> <p><i>(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 11</p> <p><i>(Sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 11-bis</p> <p><i>(Decadenza dall'autorizzazione)</i></p> <p>...omissis...</p>		

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>Art. 12</p> <p>(Cancellazione dal registro)</p> <p>...omissis...</p>		
<p><b>Titolo III</b></p> <p><b>Regole di condotta</b></p> <p>Art. 13</p> <p>(Obblighi del gestore)</p> <p>...omissis...</p> <p><b>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.</b></p> <p>...omissis...</p> <p><b>5-bis. Al di fuori degli investimenti effettuati dai soggetti indicati all'articolo 24, comma 2-quater, lettera c), il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell'articolo 15, comma 2, lettera b). Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche</b></p>	<p><i>Modifica introdotta al fine di informare gli investitori circa i limiti posti dalle discipline speciali eventualmente applicabili ad altri titoli di debito quali, ad esempio, le cambiali finanziarie</i></p>	<p><b>Titolo III</b></p> <p><b>Regole di condotta</b></p> <p>Art. 13</p> <p>(Obblighi del gestore)</p> <p>...omissis...</p> <p>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, <b>nonché sugli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile.</b></p> <p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>attraverso sistemi di comunicazione elettronica.</p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><b>5-quater.</b> 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.</p> <p><b>5-quinquies.</b> Il gestore del portale assicura che, 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.</p> <p><b>5-sexies.</b> Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta avente ad oggetto titoli di debito, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2483 del codice civile.</p>	<p><i>Modifiche introdotte al fine di adeguare il testo regolamentare al nuovo art. 100-ter TUF, per garantire che il gestore assicuri il rispetto dei limiti posti dal codice civile e dalle discipline speciali eventualmente applicabili ad altri titoli di debito quali, ad esempio, le cambiali finanziarie</i></p>	<p>5-quinquies. Il gestore del portale assicura che:</p> <p>(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;</p> <p>(ii) <del>5-sexies. Il gestore del portale assicura che, 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.</del></p>
<p>Art. 14</p> <p><i>(Informazioni relative alla gestione del portale)</i></p> <p>1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative:</p> <p><i>...omissis...;</i></p> <p><b>h-bis) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dei</b></p>		<p>Art. 14</p> <p><i>(Informazioni relative alla gestione del portale)</i></p> <p><i>...omissis...</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p><b>limiti posti dal codice civile per l'emissione di obbligazioni e titoli di debito da parte di società per azioni e di società a responsabilità limitata;</b></p> <p><b>h-ter) alle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-quater;</b></p> <p><b>h-quater) alle misure predisposte per la gestione e il funzionamento della bacheca elettronica, in caso di sua istituzione;</b></p> <p><i>...omissis...</i></p>	<p><i>Modifiche volte, da un lato, a garantire che il gestore fornisca agli investitori l'informativa relativa ai presidi adottati per assicurare il rispetto dei limiti posti dalla disciplina speciale applicabile e, per altro verso, per garantire un migliore coordinamento con la definizione di offerente</i></p>	<p><i>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 società per azioni e di società a responsabilità limitata piccole e medie imprese;</i></p> <p><i>Invariato</i></p>
<p>Art. 15</p> <p><i>(Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali)</i></p> <p>1. Il gestore fornisce agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, riguardanti almeno:</p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><b>d-bis) i limiti all'emissione di obbligazioni e titoli di debito posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile;</b></p> <p><b>d-ter) i limiti posti dall'articolo 24, comma 2-quater;</b></p>	<p><i>Modifiche introdotte al fine di garantire un'adeguata informativa agli investitori sui limiti posti dalla disciplina speciale eventualmente applicabile</i></p>	<p>Art. 15</p> <p><i>(Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali)</i></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><b>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;</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>...omissis...</p> <p>2. Fermo quanto previsto dall'articolo 13, commi 5-quinquies e 5-sexies e dall'articolo 24, comma 2-quater, il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2 che abbiano:</p> <p>...omissis...</p>	<p><i>Modifica di allineamento al nuovo testo dell'art. 13, comma 5-quinquies</i></p>	<p>...omissis...</p> <p>2. Fermo quanto previsto dall'articolo 13, commi 5-quinquies e 5-sexies, e dall'articolo 24, comma 2-quater, il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2 che abbiano:</p> <p>...omissis...</p>
<p>Art. 16</p> <p><i>(Informazioni relative alle singole offerte)</i></p> <p>1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:</p> <p>a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta;</p> <p>...omissis...</p> <p>e) le categorie di investitori a cui è riservata l'offerta di obbligazioni o titoli di debito;</p> <p>f) l'indicazione dei limiti posti dall'articolo 2412 del codice</p>	<p><i>Modifiche necessarie per il coordinamento con la disciplina della revoca presente nella normativa sul prospetto informativo (cfr. articolo 94, comma 7, del TUF e articolo 23 del Regolamento (EU) 1129/2017), nonché con l'articolo 25</i></p> <p><i>Modifiche di drafting</i></p> <p><i>Modifiche volte a garantire la trasparenza sui limiti posti dal codice</i></p>	<p>Art. 16</p> <p><i>(Informazioni relative alle singole offerte)</i></p> <p>1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:</p> <p>a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di <b>fatti nuovi significativi</b> <del>significative variazioni</del> <del>interventive</del>, o errori materiali <b>o imprecisioni</b> rilevati nel corso dell'offerta, <b>atti ad influire sulla decisione dell'investimento</b>, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta;</p> <p><b>d-tere)</b> le categorie di investitori a cui è riservata l'offerta di obbligazioni o titoli di debito;</p> <p><b>d-quaterf)</b> l'indicazione dei limiti posti dall'articolo 2412 del</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>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;</p> <p>g) le informazioni circa l'eventuale destinazione alla quotazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione delle obbligazioni o dei titoli di debito emessi dall'offerente.</p> <p>...omissis...</p>	<p><i>civile e dall'eventuale ulteriore disciplina speciale applicabile ad altri titoli di debito, quali, ad esempio, le cambiali finanziarie.</i></p> <p><i>Integrazione volta garantire la trasparenza sull'eventuale destinazione alla quotazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione di qualsiasi tipologia di strumento finanziario.</i></p>	<p>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, <b>nonché degli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile;</b></p> <p><b>d-quinquies</b>g) le informazioni circa l'eventuale destinazione alla quotazione su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione <del>delle obbligazioni o dei titoli di debito</del> <b>degli strumenti finanziari</b> emessi dall'offerente.</p> <p>...omissis...</p>
<p>Art. 17</p> <p><i>(Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori)</i></p> <p>...omissis...</p>		

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p style="text-align: center;">Art. 18</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 19</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di riservatezza)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 20</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di conservazione della documentazione)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 20-bis</p> <p style="text-align: center;"><i>(Procedure per la segnalazione delle violazioni)</i></p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;">Art. 21</p> <p style="text-align: center;"><i>(Comunicazioni alla Consob)</i></p> <p>...omissis...</p> <p>3. Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob:</p>		

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>...omissis...</p> <p>b) i dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti, secondo lo schema predisposto dalla Consob, nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse, <b>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;</b></p> <p>...omissis...</p>		<p><i>Invariato</i></p>
<p><b>Titolo IV</b></p> <p><b>Provvedimenti sanzionatori e cautelari</b></p> <p>Art. 22</p> <p>(Provvedimenti cautelari)</p> <p>...omissis...</p>		
<p>Art. 23</p> <p>(Sanzioni)</p> <p>1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 190-<i>quater</i> del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:</p> <p>...omissis...</p> <p>b) la radiazione dal registro in caso di:</p> <p>1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di</p>		<p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di soggetti diversi dagli offerenti;</p> <p>...omissis...</p>		
<p style="text-align: center;"><b>PARTE III</b></p> <p style="text-align: center;"><b>DISCIPLINA DELLE OFFERTE TRAMITE PORTALI</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 24</p> <p style="text-align: center;"><i>(Condizioni relative alle offerte sul portale)</i></p> <p>1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole e medie imprese:</p> <p>a) <b>in caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale</b>, 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;</p> <p>b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti</p>	<p style="text-align: center;"><i>Integrazione necessaria per prevedere la possibilità per gli emittenti di integrare nello statuto, in alternativa alla clausola di co-vendita e di recesso, una clausola che garantisca, in caso di change of control, ai soci diversi dal socio di controllo uscente</i></p>	<p style="text-align: center;"><b>PARTE III</b></p> <p style="text-align: center;"><b>DISCIPLINA DELLE OFFERTE TRAMITE PORTALI</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 24</p> <p style="text-align: center;"><i>(Condizioni relative alle offerte sul portale)</i></p> <p>1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo delle piccole e medie imprese preveda:</p> <p>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 <b>ovvero clausole che attribuiscono un analogo diritto a cedere le proprie partecipazioni</b>, 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</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>parasociali nel sito internet della società;</p> <p><b>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.</b></p> <p><b>2. In caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale,</b> 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 <i>start-up</i> 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 <del>in</del> <del>contante</del> <b>di denaro</b>, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti:</p> <p>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;</p> <p>ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.</p> <p><i>2-bis.</i> Ai fini del comma 2, il cliente professionale su richiesta trasmette al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di</p>	<p><i>analoghi diritti a cedere le proprie partecipazioni</i></p> <p><i>Modifica di drafting</i></p> <p><i>Modifica volta a chiarire le tipologie di titoli che confluiscono nel portafoglio finanziario rilevante ai fini dell'identificazione degli anchor investors</i></p> <p><i>Modifiche volte a chiarire che gli</i></p>	<p>conclusione dell'offerta;</p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><b>b-bise)</b> 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.</p> <p>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 <i>start-up</i> 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 <b>di cui al Testo Unico</b>, inclusi i depositi 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:</p> <p>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;</p> <p>ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>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 investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi <del>in contante</del> <b>di denaro</b>, 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.</p> <p>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.</p> <p><b>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:</b></p> <p><b>a) investitori non professionali che hanno un valore del</b></p>	<p><i>investitori a supporto delle piccole e medie imprese possano essere persone giuridiche (sul modello di quanto previsto dall'Allegato 3 del Regolamento Intermediari della Consob)</i></p> <p><i>Modifica volta a chiarire le tipologie di titoli che confluiscono nel portafoglio finanziario rilevante ai fini dell'identificazione dei soggetti legittimati a sottoscrivere</i></p>	<p><b>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.</b></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p>2-quater. Il gestore assicura che la sottoscrizione di obbligazioni <b>e titoli di debito</b> 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:</p> <p>a) investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari <b>di cui al Testo Unico,</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi <del>in contanti</del> di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro;</p> <p>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</p> <p>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.</p> <p><b>2-quinquies.</b> 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 ricevuto, il soggetto interessato presenta al gestore la dichiarazione di adeguatezza rilasciata dall'intermediario che ha prestato il servizio.</p>	<p><i>obbligazioni</i></p> <p><i>Modifica volta a chiarire che l'impegno dell'investitore deve essere assunto con riferimento alla singola offerta nell'ambito di un determinato portale (in conformità con la disciplina EuVECA)</i></p> <p><i>Modifica di raccordo con la modifica al precedente comma 2-quater, lettera a)</i></p>	<p>inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro;</p> <p>b) investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in <b>un'offerta</b> <del>offerte della specie</del>, 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;</p> <p style="text-align: center;"><i>Invariato</i></p> <p><b>2-quinquies.</b> 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 <b>di cui al Testo Unico</b>. 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.</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p style="text-align: center;">Art. 25</p> <p style="text-align: center;"><i>(Costituzione della provvista e diritto di revoca)</i></p> <p>...omissis...</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>...omissis...</p>	<p><i>Eliminazione volta ad estendere il diritto di revoca a tutte le tipologie di investitori</i></p> <p><i>Modifica volta a chiarire che il diritto di revoca può essere esercitato fino alla consegna degli strumenti finanziari (elaborato sulla base dell'articolo 95-bis, comma 1, del TUF), nonché a garantire il coordinamento con l'articolo 16</i></p>	<p style="text-align: center;">Art. 25</p> <p style="text-align: center;"><i>(Costituzione della provvista e diritto di revoca)</i></p> <p>...omissis...</p> <p>2. Gli investitori <del>diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2,</del> 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 <b>o è avvenuta la consegna degli strumenti finanziari</b>, sopravvenga un fatto nuovo <b>significativo</b> o sia rilevato un errore materiale <b>o un'imprecisione</b> 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>...omissis...</p>
<p style="text-align: center;">Art. 26</p> <p style="text-align: center;"><i>(Bacheca elettronica)</i></p> <p><b>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</b></p>	<p><i>Modifica di drafting</i></p> <p><i>Modifica necessaria a precisare il collegamento tra l'offerta svolta sul portale e le</i></p>	<p style="text-align: center;">Art. <b>25-bis6</b></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</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>successo nell'ambito di una campagna di <i>crowdfunding</i>.</p> <p><b>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.</b></p>	<p><i>manifestazioni di interesse pubblicate sulla bacheca, sul modello di quanto previsto dalla disciplina europea di prossima emanazione</i></p>	<p>campagna di <i>crowdfunding</i> svolta sul proprio portale.</p> <p><i>Invariato</i></p>
<p><b>ALLEGATO 1</b></p> <p><b>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</b></p> <p><i>...omissis...</i></p>		
<p><b>ALLEGATO 2</b></p> <p><b>RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA</b></p> <p><i>A. Attività d'impresa</i></p> <p>Il gestore descrive in maniera dettagliata le attività che intende svolgere. In particolare, il gestore indica:</p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><del>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 ricevuto se</del></p>		<p><b>ALLEGATO 2</b></p> <p><b>RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA</b></p> <p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p><b>intende istituire una bacheca elettronica;</b></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><i>B. Struttura organizzativa</i></p> <p>Il gestore del portale fornisce in maniera dettagliata almeno le seguenti informazioni:</p> <p><i>...omissis...</i></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><b>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;</b></p> <p><b>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 svolge la raccolta di capitale di rischio;</b></p> <p><b>15. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-quater;</b></p> <p><b>16. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli articoli 2412 e 2483 del codice civile;</b></p> <p><b>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</b></p>	<p><i>Modifiche di drafting</i></p> <p><i>Modifica volta a garantire che il gestore fornisca l'informativa circa le misure adottate per assicurare il rispetto dei limiti posti dalla disciplina speciale</i></p>	<p><b>12-bis<del>3</del></b>. 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><b>12-ter<del>4</del></b>. 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;</p> <p><b>12-quater<del>5</del></b>. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'articolo 24, comma 2-quater;</p> <p><b>12-quinquies<del>6</del></b>. la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli articoli 2412 e 2483 del codice civile, <b>nonché degli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile all'emissione di titoli di debito;</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>autorizzazione, l'implementazione della medesima bacheca elettronica comporti la prestazione di servizi e attività di investimento soggette a riserva di legge.</p> <p>...omissis...</p>	<p><i>applicabile</i></p>	<p><b>12-sexies</b><sup>7</sup>. in caso di istituzione di una bacheca elettronica la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dell'art. <b>25-bis</b><sup>6</sup>, 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 style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b></p> <p style="text-align: center;"><b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b></p> <p><i>1. Avvertenza</i></p> <p>...omissis...</p> <p><i>2. Informazioni sui rischi</i></p> <p>...omissis...</p> <p><i>3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta</i></p> <p>...omissis...</p> <p>c) descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, <del>della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente,</del> dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio, <b>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</b></p>	<p style="text-align: center;"><i>Modifica volta a prevedere l'obbligo di pubblicare anche una descrizione delle delibere societarie con cui è stata disposta l'emissione degli strumenti finanziari (in tal modo è anche</i></p>	<p style="text-align: center;"><b>ALLEGATO 3</b></p> <p style="text-align: center;"><b>INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA</b></p> <p>...omissis...</p> <p>c) descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, dei diritti amministrativi e patrimoniali ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio, 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. <b>In caso di strumenti</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p>capitale sociale dell’offerente;</p> <p><i>c-bis</i>) 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;</p> <p>...omissis...</p> <p>4. Informazioni sull’offerta</p> <p>...omissis...</p> <p><i>a-bis</i>) 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-<i>quater</i>;</p> <p>...omissis...</p> <p>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;</p> <p>...omissis...</p> <p>5. Informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale</p>	<p><i>possibile avere contezza dell’eventuale inscindibilità dell’offerta)</i></p> <p><i>Integrazione volta a garantire l’informativa circa le misure adottate per assicurare il rispetto dei limiti posti dal codice civile e dalla disciplina speciale applicabile</i></p>	<p><b>finanziari di nuova emissione, descrizione delle delibere societarie in virtù delle quali gli strumenti finanziari sono stati o saranno emessi;</b></p> <p><i>Invariato</i></p> <p><i>a-bis</i>) in caso di offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito, <b>descrizione dei</b> limiti posti dagli articoli 2412 e 2483 del codice civile e dall’articolo 24, comma 2-<i>quater</i>, <b>nonché degli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile;</b></p> <p><i>Invariato</i></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI /VALUTAZIONI	TESTO FINALE
<p><i>con riferimento all’offerta Descrizione delle attività connesse all’offerta svolte dal gestore del portale.</i></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><i>6. Informazioni sull’organo di controllo</i></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><i>7. Informazioni sulla revisione contabile</i></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p><i>8. Informazioni sui consulenti legali o finanziari e sui pareri di esperti</i></p> <p><i>...omissis...</i></p> <p style="text-align: center;"><i>* * *</i></p> <p><i>...omissis...</i></p>		

**Delibera n. 21110**

**Modifiche al Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* e successive modifiche e integrazioni (Regolamento *Crowdfunding*) per l'adeguamento alle novità introdotte dalla Legge di bilancio 2019**

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

VISTA la legge 7 giugno 1974, n. 216, di conversione in legge, con modificazioni, del decreto legge 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari;

VISTO il decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, "TUF") e successive modificazioni;

VISTA la delibera del 26 giugno 2013, n. 18592, e successive modificazioni, con la quale è stato adottato il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (di seguito, "Regolamento *Crowdfunding*");

VISTA la legge 30 dicembre 2018, n. 145 che ha introdotto modifiche al TUF, al fine di estendere l'ambito di applicazione della normativa italiana in tema di portali per la raccolta di capitali *on-line* (di seguito "Legge di bilancio 2019");

VISTO in particolare l'articolo 1, comma 236, della Legge di bilancio 2019, che 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*";

VISTO altresì il successivo comma 238, dell'articolo 1 della Legge di bilancio 2019, che ha integrato il nuovo comma 1-*ter* all'articolo 100-*ter* del TUF, sulle 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*";

VISTA la delibera del 5 luglio 2016, n. 19654, con la quale è stato adottato il Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari;

VISTO il documento di consultazione sulle modifiche da apportare al Regolamento *Crowdfunding*, pubblicato in data 20 giugno 2019;

VALUTATE le osservazioni pervenute in risposta al documento di consultazione, pubblicato in data 20 giugno 2019, con il quale sono state illustrate e sottoposte alle considerazioni degli operatori del mercato le proposte di modifica al Regolamento *Crowdfunding*, come rappresentate nella relazione illustrativa che costituisce parte integrante del presente provvedimento;

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-*quinqüies*. 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-*quinqüies* 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 attribuiscono 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:

- 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  
(*Bacheca elettronica*)

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* 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 bacheca 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-*quinquies*. 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-*quinquies* 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 Italiana<sup>1</sup> ed entra in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione.

10 ottobre 2019

IL PRESIDENTE  
*Paolo Savona*

---

<sup>1</sup> Pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 251 del 25.10.2019.