

# 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

## Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*

5 DICEMBRE 2017

### 1. MOTIVAZIONI E OBIETTIVI DELL'ATTO

Il presente atto di modifica del regolamento n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* (di seguito il "Regolamento") è finalizzato ad adeguare la normativa secondaria di emanazione Consob in materia di *equity crowdfunding* alle modifiche in merito apportate al decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito il "TUF")<sup>1</sup>.

In particolare, la legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017) ha introdotto importanti novità in materia di *equity crowdfunding* estendendo la relativa disciplina contenuta nel TUF - precedentemente limitata alle start-up ed alle PMI innovative<sup>2</sup> - a tutte le piccole e medie imprese (PMI) come definite dalla disciplina dell'Unione europea.

Correlativamente, il legislatore<sup>3</sup> ha esteso a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. le deroghe al diritto societario già previste per le start-up innovative,<sup>4</sup> ivi inclusa la possibilità di offrire al pubblico le quote sociali anche attraverso i portali per la raccolta di capitali.

Sulla materia dell'*equity crowdfunding* è successivamente intervenuto il decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129 di attuazione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) che ha previsto ulteriori modifiche alle disposizioni del TUF in materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* che **entreranno in vigore a partire dal 3 gennaio del 2018.**

Tali modifiche sono di seguito riportate in sintesi.

---

<sup>1</sup> Tale modifica del Regolamento fa seguito alla revisione operata con delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 che ha recepito le disposizioni del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in legge 24 marzo 2015, n. 33, in materia di estensione alle PMI innovative, agli OICR e alle altre società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative, della possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*.

<sup>2</sup> Secondo i dati del Ministero dello Sviluppo Economico, al 30 giugno 2017:

- il numero di startup innovative iscritte alla sezione speciale del Registro delle imprese è stato pari a 7.394, in aumento di 514 unità rispetto alla fine di marzo (+7,5%);
- Le PMI innovative sono invece 565.

<sup>3</sup> Cfr. art. 57, comma 1, decreto-legge 24 aprile 2017, n. 502.

<sup>4</sup> Cfr. decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 2213.

- **Definizioni (articolo 1)**

- Al comma 5-*novies* viene sostituito l'acronimo di "PMI" con la denominazione per esteso di "piccole e medie imprese", al fine di non ingenerare confusione con la definizione di PMI utilizzata dall'art. 1, comma 1, lett. w-*quater* 1, TUF, che riguarda il diverso novero delle piccole e medie imprese quotate o quotande.
- Il nuovo testo precisa altresì che, ai fini dell'individuazione delle piccole e medie imprese rilevanti per la disciplina sull'*equity crowdfunding*, occorre fare riferimento all'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del nuovo regolamento europeo sul prospetto informativo - regolamento (UE) 2017/1129 – che definisce le PMI come le: "società che in 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".

- **Gestori di portali per la raccolta di capitali on-line (articolo 50-*quinquies*)**

- La modifica del comma 2 amplia il novero dei c.d. gestori di diritto che possono chiedere l'iscrizione nella sezione speciale dell'albo, ricomprendendo anche le Sgr, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni<sup>5</sup>, limitatamente peraltro all'offerta sui portali di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.
- Il nuovo comma 3, in ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 3 della MiFID II per le attività svolte in regime di esenzione<sup>6</sup>, prevede quale ulteriore requisito di iscrizione nel registro tenuto dalla Consob l'adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o la stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.
- Il comma 6, relativo ai poteri di vigilanza della Consob sui gestori, è stato rafforzato con la previsione del potere di convocazione di amministratori, sindaci e personale dei gestori stessi.
- Viene introdotto un nuovo comma 6-*bis* che delega la Consob ad adottare le disposizioni attuative dell'articolo 4-*undecies* del TUF che riguarda il c.d. *whistleblowing* interno, ossia le procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di atti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinanti l'attività svolta, nonché del regolamento (UE) n. 596/2014 in materia di abusi di mercato<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Ivi incluse le società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, e i gestori di EuVECA e di EuSEF.

<sup>6</sup> Il paragrafo 2 del citato articolo prevede infatti che *"Gli Stati membri stabiliscono che le persone escluse dall'applicazione della presente direttiva ai sensi del paragrafo 1 del presente articolo devono essere coperte da un sistema di indennizzo degli investitori riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE. Gli Stati membri possono autorizzare le imprese di investimento a non essere coperte da tale sistema se hanno un'assicurazione di responsabilità professionale che, considerate le dimensioni, il profilo di rischio e la forma giuridica delle persone escluse a norma del paragrafo 1 del presente articolo, garantisca una protezione equivalente alla cliente"*.

<sup>7</sup> Il recepimento a livello regolamentare di tale disposizione è oggetto di separata procedura di consultazione. Cfr. Documento di consultazione Consob del 9 novembre 2017.

- **La disciplina delle offerte (articolo 100-ter)**

- Si ribadisce la possibilità di effettuare offerte aventi ad oggetto capitale di rischio di PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata e viene esteso a tali società, con gli opportuni adeguamenti, il meccanismo alternativo di trasferimento delle quote previsto dai commi 2-bis e seguenti.
- Viene abrogato il comma 2-*quinqüies* che prevedeva l'obbligo per gli intermediari, trascorsi due anni dalla perdita della qualifica di start-up innovativa, di intestare le quote detenute per conto dei sottoscrittori e degli acquirenti direttamente agli stessi.

Da ultimo il decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112, recante la revisione della disciplina in materia di impresa sociale, con l'articolo 18, comma 8, ha introdotto nel TUF (art. 1, comma 5-*duodecies*) la definizione di "imprese sociali" intendendosi per tali: "le imprese sociali ai sensi del decreto legislativo di cui all'articolo 1, comma 2, lettera c), della legge 6 giugno 2016, n. 106, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa". Il citato d.lgs. ha quindi esteso le ulteriori disposizioni del TUF in tema di *crowdfunding* anche all'offerta di strumenti di capitale da parte delle imprese sociali.

In merito, occorre rilevare che ai sensi del comma 9 del citato articolo 18, l'efficacia delle disposizioni sopra descritte è subordinata, ai sensi del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, all'autorizzazione della Commissione europea. Pertanto, le eventuali modifiche al regolamento attuativo della Consob che si rendessero necessarie ai fini dell'adeguamento alla descritta disposizione, verranno adottate, subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte della Commissione UE.

Le modifiche apportate alla normativa primaria in tema di *equity crowdfunding* hanno pertanto reso necessaria una complessiva revisione del Regolamento al fine di adeguarlo al mutato quadro legislativo. Tali modifiche consentono di dare piena attuazione all'estensione a tutte le PMI della possibilità di avvalersi dei portali on-line quale strumento per la raccolta di capitale di rischio. Inoltre l'integrale recepimento della disciplina MIFID II consentirà di elevare il livello delle tutele previste per gli investitori attraverso l'obbligatoria previsione di un sistema di indennizzo o della stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale del gestore.

## **2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE**

Nella Tabella riportata in allegato alla presente relazione illustrativa sono evidenziate le modifiche introdotte nel Regolamento rispetto al testo posto in consultazione (*per una descrizione delle modifiche non oggetto di trattazione nella presente relazione cfr. documento di consultazione del 6 luglio 2017 disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it)*).

Di seguito si rappresentano in forma sintetica gli esiti della consultazione svolta e le analisi effettuate sulle modifiche al Regolamento<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Le risposte alla consultazione sono integralmente pubblicate sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

## 2.1 Stakeholder mapping

Il documento per la consultazione è stato pubblicato il giorno 6 luglio 2017. La consultazione si è conclusa il 21 agosto 2017.

In risposta al documento di consultazione sono pervenuti n. 11 contributi.

Soggetto	Categoria	Settore
Jenny.Avvocati	Studio legale	Consulenza
Walliance S.r.l.	Gestore	Finanza immobiliare
AIEC	Associazione	Finanza
Anasf	Associazione	Consulenza finanziaria
CNDCEC	Associazione	Commercio-Finanza-Contabilità
IL PUNTO/Raynaud Studio Legale	Consulente	Servizi immobiliari/Consulenza legale
Marco Bava	Consulente	Finanza
Nicola De Luca Luciano Furnari	Università	Giurisprudenza
Gino Marinozzi COFYP S.r.l.	Gestore di portale on-line	Finanza
Crowd Advisors	Consulente	Finanza
LEMON WAY SAS	Istituto di pagamento	Finanza

## 2.2 *Obbligo di adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o di stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità civile (art.7-bis)*

### Premessa

Il nuovo articolo 7-bis del Regolamento *Crowdfunding* prevede, in attuazione del nuovo comma 3 dell'art. 50-quinquies del TUF, che ai fini dell'iscrizione e della permanenza nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali on-line, sia necessaria l'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 59 del Testo Unico, o, in alternativa, la stipula di un'assicurazione a copertura della responsabilità professionale.

Per quanto riguarda l'individuazione dell'importo dei massimali della copertura assicurativa, l'articolato posto in consultazione prevedeva una copertura di almeno 100.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo, e di 2.500.000 euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo. Tali importi erano stati individuati tenendo conto, da un lato, di quanto previsto dal D.M. n. 66 del 5 aprile 2012<sup>9</sup>, dall'altro dei dati statistici relativi alle operazioni di collocamento effettuate tramite portali on-line nel periodo 2014-2017 avendo particolare riguardo agli importi massimi registrati per ciascuna sottoscrizione ed al numero massimo di operazioni completate con successo da un gestore nel corso di un anno (cfr. documento di consultazione del 6 luglio 2017).

### Risposte alla consultazione

Pur evidenziandosi una generale condivisione circa l'impostazione seguita nel documento di consultazione, alcuni rispondenti:

- a) hanno evidenziato alcuni dubbi circa l'applicabilità ai gestori di portali on-line dell'obbligo di aderire ad un sistema di indennizzo o di stipulare un'assicurazione di responsabilità professionale, posto che questa disposizione non risulterebbe conforme agli obiettivi della Direttiva 97/9/CE relativa ai sistemi di indennizzo e più in generale della MiFID II in quanto in nessun caso i gestori di portali, essendo vietato per legge, detengono le disponibilità e gli strumenti finanziari degli investitori;
- b) hanno richiesto una riduzione dei massimali di copertura assicurativa stante verificare l'attività di carattere "*execution only*" svolta dai portali che si pongono quali mere "vetrine" delle offerte;
- c) hanno chiesto di inserire nel regolamento maggiori dettagli circa le caratteristiche della copertura assicurativa (periodo di copertura, perimetro degli illeciti assicurati, ecc.);
- d) hanno richiesto una proroga del termine iniziale di applicazione della disposizione in commento, pari a sei mesi, al fine di consentire ai portali la stipula dei contratti assicurativi.

### Analisi

Sul punto sub a) si rileva come il nuovo obbligo introdotto dall'art. 7-bis del Regolamento discende direttamente dalla modifica apportata all'articolo 50-*quinquies* del TUF. Se pure tale obbligo costituisce indubbiamente un costo ulteriore per i gestori di portali, esso incrementa in modo rilevante le garanzie per coloro che intendono accedere a questo canale di finanziamento potendo contribuire ulteriormente allo sviluppo di un settore che vede progressivamente allargarsi la gamma dei prodotti di investimento, non più limitati alle start-up e PMI innovative, ma estesa alle azioni e quote di tutte le PMI.

La modifica apportata all'articolo 50-*quinquies* del TUF in materia di garanzie degli investitori attua, peraltro, una disposizione della direttiva 2014/65/UE (MiFID II) la quale prevede, al secondo comma del paragrafo 2, dell'art. 3 che: "*Gli Stati membri stabiliscono che le persone escluse*

---

<sup>9</sup> In materia di "*requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria*".

*dall'applicazione della presente direttiva ai sensi del paragrafo 1 del presente articolo devono essere coperte da un sistema di indennizzo degli investitori riconosciuto in conformità della direttiva 97/9/CE. Gli Stati membri possono autorizzare le imprese di investimento a non essere coperte da tale sistema se hanno un'assicurazione di responsabilità professionale che, considerate le dimensioni, il profilo di rischio e la forma giuridica delle persone escluse a norma del paragrafo 1 del presente articolo, garantisca una protezione equivalente alla clientela*"<sup>10</sup>.

In effetti, nell'impostazione adottata dalla stessa Direttiva 97/9/CE "relativa ai sistemi di indennizzo", tali sistemi offrono una tutela di tipo restitutorio funzionalmente collegata alla circostanza che i soggetti in stato di difficoltà finanziaria detengano, amministrino ovvero gestiscano per conto degli investitori strumenti finanziari o disponibilità liquide<sup>11</sup>. Tuttavia, come sopra evidenziato, è la stessa direttiva MIFID II a prescrivere esplicitamente l'obbligo di adesione al sistema di indennizzo per soggetti che non sono autorizzati a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti.

Tale incongruenza dell'impianto normativo europeo potrebbe rendere difficile per gli investitori ottenere il ristoro dei danni eventualmente imputabili ad un gestore di portali on-line che abbia aderito ad un sistema di indennizzo, mentre tali ostacoli non sussisterebbero nel caso di sottoscrizione di un'assicurazione di responsabilità professionale.

Pertanto, al fine di dare rilievo alle esigenze di protezione dell'investitore e di rendere la disposizione maggiormente aderente al dettato dell'art. 50-*quinquies* del TUF, che prevede un principio di equivalenza tra il sistema di indennizzo e la copertura assicurativa, il massimale

---

<sup>10</sup> Il paragrafo 1 del citato articolo 3 prevede che "Gli Stati membri hanno la facoltà di non applicare la presente direttiva alle persone di cui sono lo Stato membro d'origine, le cui attività sono autorizzate e disciplinate a livello nazionale e che:

- a) non sono autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti e che per questo motivo non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti,
- b) non sono autorizzate a prestare servizi di investimento, tranne la ricezione e la trasmissione di ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e/o attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari, e
- c) nell'ambito della prestazione di tali servizi sono autorizzate a trasmettere ordini soltanto a:
  - i) imprese di investimento autorizzate ai sensi della presente direttiva,
  - ii) enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2013/36/UE,
  - iii) succursali di imprese di investimento o di enti creditizi autorizzati in un paese terzo e che sono tenuti ad ottemperare e ottemperano a norme prudenziali considerate dalle autorità competenti almeno altrettanto rigorose quanto quelle stabilite nella presente direttiva, nel regolamento (UE) n. 575/2013 o nella direttiva 2013/36/UE,
  - iv) organismi d'investimento collettivo autorizzati a norma del diritto di uno Stato membro a vendere quote al pubblico, nonché ai dirigenti di tali organismi, o
  - v) società di investimento a capitale fisso, ai sensi dell'articolo 17, paragrafo 7 della direttiva 2012/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (42), i cui titoli sono quotati o negoziati su un mercato regolamentato in uno Stato membro;...

<sup>11</sup> Depone, in tal senso, la lettera dell'art. 2, paragrafo 2, comma 2, della citata Direttiva 97/9/CE, che, nel definire l'oggetto della copertura, stabilisce espressamente che i sistemi di indennizzo devono coprire "i crediti derivanti dall'incapacità di un'impresa di investimento di:

- rimborsare i fondi dovuti o appartenenti agli investitori e detenuti per loro conto in relazione ad operazioni d'investimento, ovvero
- restituire agli investitori gli strumenti loro appartenenti, detenuti, amministrati o gestiti per loro conto in relazione ad operazioni d'investimento, secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili".

assicurativo minimo per singola richiesta di risarcimento è stato ridotto a 20.000 euro, adeguandolo al limite previsto dal DM del 14 novembre 1997, n. 485 per i sistemi di indennizzo. Tale limite risulta peraltro superiore all'importo medio delle sottoscrizioni effettuate tramite portali on-line (euro 5.400) dalla data di avvio delle piattaforme.

Per quanto riguarda il massimale complessivo annuo, anche tenuto conto di quanto previsto dalla direttiva MIFID II che prescrive, tra l'altro, una graduazione delle coperture assicurativa in base al "profilo di rischio" del soggetto assicurato, è stato previsto un regime differenziato per i portali in c.d. regime di *opt-in* (che effettuano in proprio la valutazione appropriatezza dell'investimento) rispetto ai portali che non si avvalgono di detta opzione. Per i primi è stato infatti previsto un massimale minimo per il totale delle richieste di risarcimento pari ad 1.000.000 di Euro, che corrisponde anche all'ammontare massimo raccolto dalle offerte realizzate tramite portali. Per i secondi è stato invece fissato un massimale di almeno 500.000 euro, considerati i minori rischi per l'investitore derivanti dal fatto che la verifica di appropriatezza non è svolta dal portale, ma dall'intermediario che riceve l'ordine e che è a sua volta soggetto all'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo.

Tali limiti risultano coerenti con l'esigenza di prevedere una copertura assicurativa che, pur tenuto conto della intrinseca diversità di funzionamento dei due sistemi, sia quanto più possibile equivalente al sistema di indennizzo e cioè potenzialmente in grado di risarcire, entro i ricordati limiti individuali, la clientela che ha intrattenuto rapporti con un singolo gestore nell'arco di una annualità.

Per quanto riguarda eventuali caratteristiche specifiche della copertura assicurativa si è ritenuto opportuno, in questa fase iniziale di introduzione dell'obbligo, non inserire ulteriori prescrizioni circa il contenuto della copertura proprio per lasciare maggiore libertà ai gestori di portali ed alle imprese assicurative di individuare le forme più efficaci in termini di proporzionalità dei costi e tutela degli investitori. Tale approccio risulta peraltro in linea con quanto previsto dal decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138 e dall'articolo 5 del DPR del 7 agosto 2012, n. 137, in materia di assicurazione obbligatoria del professionista<sup>12</sup>. Il contenuto delle polizze assicurative stipulate dai gestori sarà peraltro oggetto di monitoraggio al fine di valutare l'efficacia e l'omogeneità delle coperture che verranno sottoscritte.

In ultimo, si è ritenuto opportuno prevedere, con riferimento alla specifica disposizione in commento, una proroga di sei mesi del termine di applicazione. Ciò al fine di consentire al Fondo Nazionale di Garanzia, che costituisce il sistema di indennizzo autorizzato in Italia ai sensi della Direttiva 97/9/CE, di completare il processo di adeguamento al proprio statuto per consentire ai

---

<sup>12</sup>L'art. 5 del citato DPR rubricato "Obbligo di assicurazione" prevede che: "1. Il professionista è tenuto a stipulare, anche per il tramite di convenzioni collettive negoziate dai consigli nazionali e dagli enti previdenziali dei professionisti, idonea assicurazione per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale, comprese le attività di custodia di documenti e valori ricevuti dal cliente stesso. Il professionista deve rendere noti al cliente, al momento dell'assunzione dell'incarico, gli estremi della polizza professionale, il relativo massimale e ogni variazione successiva. 2. La violazione della disposizione di cui al comma 1 costituisce illecito disciplinare. 3. Al fine di consentire la negoziazione delle convenzioni collettive di cui al comma 1, l'obbligo di assicurazione di cui al presente articolo acquista efficacia decorsi dodici mesi dall'entrata in vigore del presente decreto".

gestori di portali *on-line* la partecipazione al Fondo, e di permettere ai portali di sottoscrivere le polizze assicurative.

### **2.3 Operazioni di “autoquotazione” (art. 13, comma 1-bis)**

#### Premessa

Nel testo posto in consultazione era stato previsto il divieto per i gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del relativo registro Consob di condurre offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo, in quanto l'ipotesi di “autoquotazione” avrebbe dato luogo ad una fattispecie di conflitto di interessi difficilmente gestibile per gli operatori data la specifica disciplina cui sono sottoposti che non comprende tutte le garanzie previste dalla MIFID II.

#### Risposte alla consultazione

Alcune delle risposte alla consultazione, tra cui quella dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding, hanno espresso perplessità circa la previsione di un divieto totale per il gestore di promuovere sul proprio portale, offerte aventi ad oggetto società del gruppo.

Si è infatti evidenziato come la normativa europea di secondo livello attuativa della direttiva MIFID II non preveda un divieto per l'intermediario di collocare ai clienti strumenti finanziari di propria emissione – ipotesi questa che presenta evidenti analogie con le operazioni di “autoquotazione” sul portale”, ma prevede in questo caso che gli intermediari finanziari: *“istituiscono, applicano e mantengono disposizioni chiare ed efficaci per l'individuazione, la prevenzione o la gestione dei potenziali conflitti di interesse che insorgono in relazione a questo tipo di attività. Tali disposizioni includono l'ipotesi di astenersi dallo svolgere l'attività, laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per i clienti”*.

Inoltre, quanto all'impossibilità per il gestore di prestare servizi di “consulenza evoluta” in grado di ovviare ai potenziali conflitti di interesse, si è rilevato che nello specifico caso dell'offerta di titoli del gestore sul proprio portale, l'investitore potrebbe essere affiancato da un terzo intermediario abilitato in grado di fornire tali servizi ivi inclusi i controlli di adeguatezza di tipo “bloccante”, soglie massime di concentrazione degli investimenti, monitoraggio periodico del portafogli.

Analoga disponibilità è stata manifestata con riferimento al fatto che alcuni processi di *product governance* possano essere utilizzati dai gestori, in occasione di un'autoquotazione (ad es. la definizione *del target market*, la valutazione dei bisogni dei clienti, l'analisi del prodotto).

#### Analisi

Alla luce di quanto sopra evidenziato, e di ulteriori riferimenti contenuti nella normativa di settore che depongono per un rafforzamento dei presidi in caso di operazioni assimilabili all'autoquotazione piuttosto che per un divieto *tout court*, si è ritenuto di introdurre con riferimento alle ipotesi di offerte effettuate dal portale o delle società del gruppo una disciplina specifica che prevede i seguenti presidi minimi a tutela dei risparmiatori:



- 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;
- 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;
- l’effettuazione della *due diligence* dell’operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente;
- l’effettuazione, da parte degli intermediari che ricevono e perfezionano gli ordini (quindi soggetti terzi rispetto al gestore che pubblica l’offerta), della valutazione di adeguatezza dei titoli oggetto delle offerte, anche nel caso in cui il portale sia soggetto a regime di opt-in<sup>13</sup>;
- la fornitura di un’adeguata informativa ai clienti sugli specifici conflitti di interesse legati all’operazione di autocollocamento e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione degli stessi 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.

La disciplina sopra descritta verrebbe inoltre estesa alle offerte di emittenti che rispetto al gestore siano controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo.

## **2.4 Obblighi di sottoscrizione da parte di investitori qualificati (art. 24)**

### Premessa

In sede di consultazione era stata confermata la necessaria sottoscrizione, ai fini del perfezionamento dell’offerta, di una quota pari ad almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti da parte di investitori particolarmente qualificati. Inoltre, al fine di ridurre gli oneri connessi alla citata condizione del 5% è stata introdotta la figura dell’“investitore a supporto delle piccole e medie imprese” che ingloba e sostituisce la precedente figura dell’“investitore a supporto dell’innovazione”, mutuandone i requisiti e parametrando alla più ampia realtà delle piccole e medie imprese.

### Risposte alla consultazione

Alcune risposte alla consultazione hanno manifestato, in considerazione dell’estensione della disciplina ad imprese di maggiori dimensioni rispetto alle start-up, di ridurre, se non addirittura eliminare il vincolo d’investimento del 5% e comunque di differenziarlo a seconda della natura dell’emittente (start-up o PMI). Un’altra soluzione emersa in sede di consultazione è stata quella di

<sup>13</sup> In considerazione della specificità dell’operazione, particolare cura dovrà essere assicurata nell’effettuazione della valutazione di adeguatezza in parola, per esempio, prevedendo misure massime di concentrazione nel portafoglio del cliente ovvero, in caso di esito negativo del *test* di adeguatezza, non consentendo al cliente di procedere con l’operazione di investimento.

individuare quale strumento di tutela dell'investitore, la certificazione delle scritture contabili in luogo del vincolo di investimento da parte di soggetti qualificati.

### Analisi

Innanzitutto occorre premettere che l'articolo 100-ter, comma 2-TUF, dispone che *“la Consob determina la disciplina applicabile alle offerte di cui al comma 1, al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti”*. Pertanto non risulta possibile eliminare in via regolamentare l'obbligo di sottoscrizione di una quota degli strumenti offerti da parte di categorie particolarmente qualificate di investitori.

È altresì vero che l'inclusione di tutte le PMI nel novero degli emittenti che possono effettuare le offerte tramite portali può giustificare una rimodulazione di tali limiti tenuto conto che si tratta di società di maggiori dimensioni rispetto alle start-up e che posseggono una storia finanziaria ed industriale.

In tema di certificazione dei bilanci va altresì tenuto conto che la normativa in tema di PMI innovative e segnatamente l'art. 4 del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, prescrive, tra i requisiti necessari all'iscrizione dell'apposita sezione del registro delle imprese, *“la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili”*.

Alla luce di quanto sopra, nella versione finale del regolamento è stato previsto che, in alternativa all'ipotesi della sottoscrizione di una quota pari al 5% del capitale da parte di un investitore qualificato, l'offerta possa perfezionarsi anche in caso di sottoscrizione di una quota minore, pari al 3%, laddove la società sia in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta.

## **2.5 Contenuto delle informazioni sulla singola offerta (Allegato III)**

### Risposte alla consultazione

In risposta alla consultazione, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC), al fine di facilitare un investimento consapevole da parte degli investitori, ha chiesto di integrare l'Allegato 3 del Regolamento con ulteriori informazioni che riguardano il collegio sindacale, il revisore legale, ed il ruolo svolto in relazione all'offerta di eventuali *advisors* finanziari dell'emittente

### Analisi

Nel testo finale del regolamento si è ritenuto di accogliere la richiesta avanzata in quanto l'integrazione nella documentazione d'offerta delle citate informazioni non si traduce in un'obbligo aggiuntivo per gli emittenti trattandosi di informazioni eventuali, mentre per altro verso può fornire utili indicazioni agli investitori in merito alla struttura dei controlli interni, anche di natura contabile, e alle attività di asseverazione compiute in relazione all'offerta.

## **2.6. Altre osservazioni**

### Risposte alla consultazione

Alcuni rispondenti alla consultazione hanno chiesto di precisare il ruolo che possono avere i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede con riferimento alla raccolta ed alla promozione delle offerte da parte del gestore.

### Analisi

Al riguardo - come peraltro già precisato nell'ambito del documento sugli esiti della consultazione del 2015 relativa alle precedenti modifiche del Regolamento n. 18592/2013 – si ritiene opportuno ribadire che, in base alla legislazione vigente, i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede non possono avere alcun rapporto di mandato nei confronti dei gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del Registro. Pertanto, la loro attività di offerta fuori sede potrà avere ad oggetto l'*equity crowdfunding* qualora venga stipulato, tra il gestore del portale iscritto nella sezione ordinaria del registro e l'intermediario autorizzato per il quale opera (in via esclusiva) il consulente, un accordo avente ad oggetto lo svolgimento, da parte dell'intermediario, dell'attività di promozione e collocamento fuori sede con riferimento agli strumenti finanziari offerti sul medesimo portale<sup>14</sup>.

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

Ai fini della successiva revisione dell'atto verrà analizzato:

- a) il volume delle offerte realizzate dalle PMI e l'operatività delle società di gestione e di investimento;
- b) l'adesione ai sistemi di indennizzo e le polizze assicurative stipulate dai gestori di portali;
- c) la gestione dei conflitti di interesse e l'effettuazione di operazioni di autoquotazione ai sensi dell'art. 13 del regolamento;
- d) l'operatività dei presidi posti a tutela degli investitori ai sensi dell'art. 24 del Regolamento.

---

<sup>14</sup> In proposito si evidenzia, peraltro, che i sopracitati consulenti finanziari possono operare in via esclusiva per conto di un gestore di portali "di diritto" iscritto nella sezione speciale del Registro.