

Milano, 10 Agosto 2018

CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini n. 3
00198 - Roma

**ADEGUAMENTO DELLA NORMATIVA NAZIONALE AL REGOLAMENTO (UE) 2017/1129
RELATIVO AL PROSPETTO DA PUBBLICARE PER L'OFFERTA PUBBLICA O L'AMMISSIONE
ALLA NEGOZIAZIONE DI TITOLI IN UN MERCATO REGOLAMENTATO DOCUMENTO DI
CONSULTAZIONE - GIUGNO 2018**

Spettabile Commissione,

di seguito si forniscono alcune osservazioni e proposte di modifica svolte dal Capitolo italiano dell'International Real Estate Federation – FIABCI¹ sul documento di consultazione CONSOB per l'“adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato documento di consultazione - giugno 2018”.

Nelle successive sezioni C), D) e E) si invita la Spett.le CONSOB ad attivarsi presso il legislatore per estendere la **disciplina del crowdfunding** - attraverso le deleghe già contenute nel TUF - agli **strumenti di debito** (cambiali finanziarie, mini-bond, obbligazioni, ecc.), alle **“imprese sociali”** (implementando le norme già in essere) e alle **Initial Coin Offering (ICO)**.

¹ FIABCI Italia è il capitolo italiano dell'International Real Estate Federation presente in oltre 70 paesi, con oltre 100 associazioni aderenti, oltre 80 università, 13 enti pubblici, oltre 2500 “regular members” e oltre 1000000 “associate members”. Dal 1954 FIABCI ha un ruolo consultivo presso Consiglio Economico e sociale delle Nazioni Unite (ECOSOC). FIABCI e UN-HABITAT– *Focal Point Nazioni Unite per lo sviluppo urbano sostenibile*, il 15 marzo al MIPIM 2017 in Cannes, hanno firmato una Lettera d'Intenti finalizzata a estendere a livello mondiale la City Prosperity Iniziative (CPI), un modo innovativo e condiviso per valutare la sostenibilità urbana delle città e il loro progresso nel raggiungere gli obiettivi delineati dalla New Urban Agenda (NUA) approvata da Habitat III a Quito lo scorso ottobre e dai Sustainable Development Goals (SDGs) definiti dall'assemblea Generale dell'ONU a settembre 2015 (<http://cpi.unhabitat.org/>).

FIABCI è Global Contributor del “Doing Business” promosso dalla World Bank al fine di comparare i sistemi normativi a livello mondiale (<http://www.doingbusiness.org/contributors/doing-business>).

Si rinvia al link della brochure istituzionale: <https://www.fiabci.it/wp-content/uploads/2018/07/FIABCI-International-Brochure.pdf>

A) PREMESSA

Le nuove disposizioni contenute nel Regolamento Prospetto mirano a semplificare e ad armonizzare la normativa attualmente in vigore per accrescerne l'efficienza e stimolare gli investimenti all'interno dell'Unione Europea. A tal fine, il Regolamento Prospetto ha attribuito agli Stati membri la discrezionalità di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con valore compreso tra € 1.000.000 e una soglia superiore, che può essere fissata al massimo in € 8.000.000. Particolare attenzione è rivolta poi dal Regolamento alle piccole e medie imprese ("PMI").

Obiettivo principale del Regolamento è favorire un *level playing field* a livello UE, ridurre gli obblighi amministrativi, e quindi i costi, soprattutto per le PMI, favorendo in tal modo l'apertura al mercato dei capitali e conseguentemente la "visibilità" delle imprese UE (compreso quelle italiane) a livello internazionale.

Il Crowdfunding immobiliare, in particolare, potrebbe ben sposare e implementare le linee guida dettate dalla New Urban Agenda approvata dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite il 23 dicembre 2016 (<http://habitat3.org/wp-content/uploads/New-Urban-Agenda-GA-Adopted-68th-Plenary-N1646655-E.pdf>) ove si legge al punto 15, lettera c) punto iv): "*supporting effective, innovative and sustainable financing frameworks and instruments enabling strengthened municipal finance and local fiscal system in order to create, sustain and share the value generated by sustainable urban development in an inclusive manner*"².

B) EVIDENZE DI MERCATO RIPORTATE NEL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE E SIGNIFICATIVITÀ DELLA SOGLIA ATTUALMENTE VIGENTE (PARI A 5.000.000€)

In sintesi, la disciplina attualmente vigente in Italia prevede che:

- per le **offerte pubbliche** al di sotto di € 5.000.000 non è previsto l'obbligo di pubblicare un prospetto. La soglia di € 5.000.000 è quindi rilevante.
- nel caso di **ammissione a quotazione in un mercato regolamentato** (art. 113 del TUF³) la soglia di € 5.000.000 è irrilevante ed è richiesta la pubblicazione di un prospetto.
- nel caso di **offerta al pubblico finalizzata all'ammissione in un sistema multilaterale di negoziazione** (ad esempio MTF AIM Italia) la soglia di € 5.000.000 è rilevante insieme alle altre fattispecie di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto previste dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti (ad esempio offerta rivolta ai soli investitori qualificati, ecc.). Nel caso, invece, di sola **ammissione a quotazione in un sistema multilaterale di negoziazione** (ad esempio MTF AIM Italia) non è richiesta la pubblicazione di un prospetto⁴. In tale ultimo caso la soglia di € 5.000.000 è irrilevante.

² FIABCI Italia ha organizzato e/o supportato molteplici iniziative per promuovere l'uso del c.d. "*civic equity crowdfunding*" per lo sviluppo di progetti sostenibili.

³ A condizione che non siano applicabili le ipotesi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni poste dall'art. 57 del Regolamento Emittenti.

⁴ In tal caso la società deve predisporre esclusivamente il documento di ammissione (non soggetto ad approvazione da parte della CONSOB) disciplinato del gestore del mercato che riporta le informazioni utili per gli investitori relative all'attività della società, al management, agli azionisti e ai dati economico-finanziari.

- in materia di **offerte pubbliche di acquisto o di scambio (OPA/OPS)** previste dal TUF, in virtù della definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera v) del TUF, la soglia di € 5.000.000 potrebbe rilevare ai fini dell'applicabilità della disciplina.

Passando all'analisi delle operazioni effettuate sul mercato italiano, per un ammontare compreso tra € 5.000.000 (soglia attualmente vigente) e € 8.000.000 (nuova soglia prevista dal Regolamento Prospetti) emerge - come correttamente evidenziato dal documento di consultazione - che la CONSOB, nel periodo compreso tra il 2015 e il 2017, ha approvato i seguenti prospetti:

- **CINQUE** relativi ad offerte pubbliche di azioni emesse da società non quotate (offerte di azioni di banche cooperative).
- **DUE** relativi ad offerte di titoli⁵ di società quotate.
- **ZERO** relativi ad offerta al pubblico finalizzata all'ammissione in un sistema multilaterale di negoziazione. Con riferimento all'MTF AIM Italia di Borsa Italiana, si rileva che gli emittenti hanno collocato i titoli di nuova emissione attraverso la modalità del private placement riservato a investitori istituzionali e dunque tali offerte sono rientrate tra i casi di inapplicabilità della disciplina sull'offerta al pubblico previsti dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti. Sempre con riferimento all'AIM Italia, analizzando altresì la fase successiva all'IPO (dal 2012 ad oggi) sono stati registrati 29 aumenti di capitale da parte di 18 società. Tutti gli aumenti di capitale, fatta eccezione per **UNO**, sono risultati di ammontare inferiore alla soglia di € 5.000.000. In tal caso la soglia di € 5.000.000 potrebbe essere stata rilevante ai fini dell'esenzione dall'obbligo di predisposizione del prospetto ma è altrettanto opportuno sottolineare che tali aumenti di capitale hanno registrato – e in un arco temporale di 6 anni - la significativa, e in gran parte esclusiva, presenza di investitori qualificati (investitori tipici del mercato AIM).

Il documento di consultazione evidenzia altresì tre casi di prospetti relativi ad offerte al pubblico successive alla prima quotazione⁶ che – nonostante le suddette operazioni fossero inferiori alla soglia rilevante pari a € 5.000.000 - sono stati comunque autorizzati dalla CONSOB in quanto si inserivano in più ampie operazioni di risanamento aziendale nonché in contesti di significativo deterioramento della situazione economico-patrimoniale e finanziaria dell'emittente, di talché i relativi prospetti coglievano le incertezze e le rischiosità connesse al proseguimento dell'attività aziendale anche in caso di buon esito della relativa offerta. In tal caso quindi la soglia di € 5.000.000 è stata irrilevante (sono stati comunque redatti i prospetti, approvati dalla CONSOB e pubblicati).

Infine, con riferimento alla disciplina relativa all'“**offerta pubblica di acquisto o di scambio**” OPA/OPS - individuata nell'art. 1, comma 1, lettera v) del TUF - la soglia di € 5.000.000 non ha determinato alcun effetto sulle operazioni concluse, e sul mercato regolamentato e sui sistemi multilaterali di negoziazione, essendo gli

⁵ Per quanto riguarda il mercato regolamentato obbligazionario italiano (MOT) di Borsa Italiana, si rappresenta che l'*outstanding* minimo del valore di emissione delle obbligazioni (€ 15.000.000), risulta già superiore alla soglia di € 8.000.000. Scatta, pertanto, l'obbligo di pubblicazione del prospetto.

⁶ Con riferimento al mercato regolamentato MTA di Borsa italiana, occorre ricordare che in caso di offerte riferite alla prima ammissione alle negoziazioni gli emittenti sono tenuti a pubblicare un prospetto di quotazione a prescindere dal controvalore dell'offerta. Pertanto, l'esercizio dell'opzione sull'innalzamento della soglia non determinerebbe alcun effetto sugli emittenti che decidono di accedere a tale mercato.

importi complessivi delle citate operazioni **significativamente superiori sia alla soglia attualmente vigente (pari a € 5.000.000) sia alla nuova soglia prevista dal Regolamento Prospetti (pari a € 8.000.000). Per tali operazioni entrambi le soglie sono irrilevanti.**

CONCLUSIONI

Dalle evidenze di mercato emerge chiaramente che con l'innalzamento della soglia a € 8.000.000 il numero delle offerte al pubblico/di ammissione a negoziazione - effettuate da società quotate e non quotate - che sarebbe rimasto fuori dal campo di applicazione della disciplina sull'offerta sarebbe stato irrilevante (**8 operazioni, effettuate tra il 2015 e il 2017 e con un controvalore complessivo pari a circa 40.000.000€**). Tali numeri non giustificano l'obbligo di approvazione di un prospetto.

Si evidenzia peraltro che i costi connessi alla predisposizione di un prospetto non sono compatibili con operazioni di importi inferiori a 30.000.000€.

Peraltro anche da un punto di vista di sistema Paese la citata soglia di € 8.000.000 appare più coerente con l'introduzione nel panorama nazionale dei Piani Individuali di Investimento (PIR) che prevedono un investimento pari ad almeno il 70% del portafoglio in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, quote di OICR) emessi da imprese residenti nel territorio dello Stato Italiano o in Stati membri dell'Unione europea o SEE con branch in Italia: di questo 70%, **almeno il 30% deve essere investito in strumenti finanziari emessi da imprese diverse da quelle inserite nell'indice FTSE Mib di Borsa italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati.**

L'analisi costi-benefici contenuta nel documento di consultazione evidenzia, pertanto, l'opportunità, financo la necessità, di innalzare a € 8.000.000 la soglia di esenzione dalla pubblicazione di un prospetto. Tale soglia favorirebbe un level playing field a livello UE, ridurrebbe gli obblighi amministrativi per le imprese, e quindi i costi, stimolando il ricorso delle stesse al mercato dei capitali.

In conclusione, le evidenze di mercato sottolineano l'assenza di significatività della soglia di 5.000.000€ ai fini della protezione degli investitori e attestano esclusivamente la presenza di una "barriera" all'apertura delle imprese al mercato dei capitali.

PROPOSTA

Si propone l'approvazione dell'opzione 1 ossia l'innalzamento ad € 8.000.000 (in un periodo di 12 mesi) della soglia di esenzione dal prospetto per tutte le offerte al pubblico. I tal modo gli emittenti che effettuano offerte al pubblico di ammontare pari al limite massimo di € 8.000.000 non sono più obbligati alla redazione e alla pubblicazione del prospetto informativo.

Tale nuova soglia rileverà in tutti i contesti, quali: i) offerte pubbliche; ii) offerte al pubblico finalizzate all'ammissione in un sistema multilaterale di negoziazione; iii) ammissione a quotazione in un sistema multilaterale di negoziazione; iv) offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio; v) **offerte concluse su una piattaforma di equity crowdfunding.**

L'opzione in discussione ha il pregio di sfruttare al massimo le possibilità offerte dal Regolamento Prospetto in termini di riduzione dei costi di raccolta di capitale senza impattare sul fabbisogno di protezione degli investitori.

Tale opzione consente comunque di prevedere per le società quotate sia in mercati regolamentati, che in un mercato di crescita della PMI - qualora effettuino offerte di titoli azionari rivolte agli investitori *retail* il cui controvalore si inferiore a 8 milioni di euro e dunque esenti da prospetto - di rendere note prima dell'offerta una serie di informazioni coincidenti con quelle richieste dalla Comunicazione DIE/13028158 del 4 aprile 2013⁷ quali in particolare quelle relative: (i) alla congruità dei proventi dell'offerta in rapporto al fabbisogno finanziario corrente dell'emittente, (ii) alle modalità di esecuzione di eventuali impegni di sottoscrizione e (iii) limitatamente ai casi in cui sussistono incertezze in ordine alla prospettiva della continuità aziendale, ai rischi connessi all'eventuale mancato buon esito dell'operazione medesima. Tali informazioni, a scelta dell'emittente, potrebbero essere incluse: i) o nell'ambito delle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle citate operazioni e nei comunicati price sensitive diffusi ad esito delle delibere assembleari o consiliari; ii) o in un documento informativo autonomo, non sottoposto alla preventiva approvazione della CONSOB.

L'opzione 0 e l'opzione 2 non sono supportate da alcuna evidenza empirica tale da giustificarne l'approvazione. Rappresentano *opzioni* regolamentari che rilegherebbero l'Italia a fanalino di coda dell'UE e peraltro in totale contraddizione con il Discorso al mercato del Presidente Mario Nava dello scorso 11 giugno 2018 in cui ha, tra l'altro, dichiarato che "il mio messaggio è chiaro: la CONSOB intende aiutare le imprese ad andare oltre questi ostacoli al fine di incoraggiarne il ricorso a fonti di finanziamento complementari e alternative al credito bancario, stimolando l'apporto di capitale di rischio e, più in generale, una maggiore diversificazione della struttura finanziaria delle imprese".

La soglia di 5.000.000€ rappresenta la principale barriera per le imprese, soprattutto PMI, all'apertura al mercato dei capitali e al loro necessario ricorso al debito bancario.

C) ESTENSIONE DELLA DISCIPLINA DELL'EQUITY CROWDFUNDING AGLI STRUMENTI DI DEBITO (MINI-BOND, CAMBIALI FINANZIARIE, OBBLIGAZIONI)

PREMESSA

Al momento, resta esclusa la possibilità di ricorrere al *crowdfunding* per titoli di debito, essendo ammessa sui portali on-line soltanto la raccolta di capitali di rischio.

PROPOSTA

Si invita la Spett.le CONSOB ad attivarsi presso il legislatore per estendere la disciplina del *crowdfunding* anche agli strumenti di debito (cambiali finanziarie, mini-bond, obbligazioni, ecc.).

⁷ Comunicazione CONSOB n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, "Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo".

Essendo il capitale di debito meno rischioso rispetto al capitale di rischio non appare “razionale” la scelta del legislatore di limitare la disciplina del crowdfunding esclusivamente all’equity.

Tale modifica favorirebbe l’apertura delle imprese, in particolare delle PMI, al mercato dei capitali (*equity-crowdfunding*, minibond, sviluppo mercato AIM, IPO, ecc.) e migliorerebbe la trasparenza relativa a dette operazioni.

L’innalzamento della soglia a 8.000.000€ per l’esenzione dall’obbligo di approvazione del prospetto appare peraltro coerente con l’obiettivo di promuovere l’offerta di capitale di debito anche per il tramite dei portali on-line.

D) IMPRESE SOCIALI

PREMESSA

L’art. 18 del Decreto Legislativo 3 luglio 2017 n. 112 ha introdotto il nuovo art. 1 co. 5-duodecies del TUF: *“per “imprese sociali” si intendono 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” e ha disposto che “l’efficacia delle disposizioni del presente articolo e dell’articolo 16 è subordinata, ai sensi dell’articolo 108, paragrafo 3, del Trattato sul funzionamento dell’Unione europea, all’autorizzazione della Commissione europea, richiesta a cura del Ministero del lavoro e delle politiche sociali”.*

Ai sensi di una recente analisi d’impatto, svolta dal Ministero del lavoro e delle politiche sociali, di uno schema di decreto legislativo recante “Revisione della disciplina in materia di impresa sociale” (http://www.governo.it/sites/governo.it/files/air_impresa_sociale.pdf):

“Le imprese sociali in Italia rispondono alle specifiche esigenze delle persone e sono fortemente radicate nelle comunità e questo le ripara dai rischi speculativi e dai licenziamenti dovuti alla riallocazione della produzione. Difatti, mentre le imprese tradizionali hanno perso quasi 500.000 posti di lavoro tra il 2008 e il 2014, il numero complessivo dei lavoratori delle cooperative sociali è passato da 340.000 a 407.000, registrando così una crescita del 20,1%. Nel nostro Paese – indipendentemente dalla forma giuridica – ci sono circa 15.000 imprese sociali, tra cooperative sociali, consorzi (14.342 entità) e imprese sociali “ex lege”, iscritte all’apposita sezione del registro delle imprese (che ammontano a circa 800), con un totale di circa 735.000 addetti secondo le fonti più recenti; dati relativi al 2014 riportano un numero di imprese sociali registrate inferiore (774), di cui circa il 33% cooperative sociali, 12.570 cooperative sociali e circa 513.000 lavoratori”.

PROPOSTA

Si invita la Spett.le CONSOB ad attivarsi presso il legislatore affinché l’*equity crowdfunding* sia pienamente operativo per le “imprese sociali” o almeno una parte di esse.

E) INITIAL COIN OFFERING (ICO)

CONSIDERAZIONI

Le *Initial Coin Offering* (ICO) sono oramai ampiamente diffuse nel mondo delle criptovalute e della Blockchain e si stima che nel solo anno 2017 siano stati raccolti circa 1,25 miliardi di dollari con tale strumento. Le ICO sono una forma di finanziamento, utilizzata da startup o da soggetti che intendono realizzare un determinato progetto, resa possibile tramite la tecnologia. In estrema sintesi, per reperire dei finanziamenti si propone al pubblico (*normalmente tramite un cd. "withpaper"*) un progetto che sarà realizzato tramite Blockchain con creazione di "token" da cedere, a fronte di un corrispettivo, ai soggetti finanziatori.

In materia si registrano varie prese di posizione delle autorità di controllo di numerosi Paesi. A titolo esemplificativo la **SEC** ha ritenuto strumenti finanziari i DAO Token (Decentralized autonomous organization), con conseguente applicazione della Securities Law dalla quale deriva l'obbligo per l'ente emittente di registrare le offerte e vendite degli strumenti con conseguente obbligo di registrazione per i soggetti che offrivano piattaforme di scambio (trading) dei suddetti token quali "national securities exchange". Il **Canadian Securities Administrators** ha emesso una nota che riprende sostanzialmente il contenuto della disciplina SEC.

La **Australian Securities and Investment Commission** ha emanato un "Information Sheet" (INFO 225) ritenendo applicabile il Corporation Act 2001 quando il token emesso sia assimilabile ad un titolo partecipativo o ad un derivato; la **Securities and future Commission di Hong Kong** ha emesso uno statement indicando i criteri per considerare come securities i token emessi in occasione di una ICO; stesso approccio è stato adottato dalla **Banca Centrale di Singapore**. Altre Autorità si sono, invece, limitate a ricordare l'applicabilità delle leggi nazionali a seconda della tipologia di token emesso (così la **FINMA**, ossia l'autorità di supervisione finanziaria svizzera, la **FSA giapponese**, nonché la **European Securities and Markets Authority (ESMA)** la quale il 13 novembre 2017 ha emesso due comunicati sia per allertare gli investitori sui rischi derivanti dall'investimento in criptovalute sia per avvertire i soggetti promotori delle ICO della necessità di rispettare la normativa europea dove applicabile).

La **People's Bank of China** ha, invece, disposto il divieto di Initial Coin Offering e la sospensione delle attività di scambio dei token sugli exchange con obbligo di restituzione delle somme per quelli già collocati sul mercato; tale approccio è stato seguito anche dalla **Corea del Sud**.

In considerazione della rapida diffusione delle ICO e soprattutto per evitare che l'Italia sia relegata a diventare un mero Paese di raccolta di risparmio attraverso l'offerta di ICO "domiciliate" in altre Nazioni e quindi al di fuori da qualsiasi forma di controllo da parte delle Autorità nazionali, fra cui in particolare la CONSOB, appare necessario disciplinare tale fenomeno anche a livello nazionale.

PROPOSTA

Si invita la Spett.le CONSOB ad attivarsi presso il legislatore per estendere la disciplina del *crowdfunding* anche alle *Initial Coin Offering* (ICO). La disciplina definita a livello nazionale per l'equity crowdfunding

appare, in termini di proporzionalità e di “appropriato” livello di protezione degli investitori, il veicolo normativo più adatto per disciplinare - come già fatto in Francia, in USA, in Svizzera e altri Paesi - le **Initial Coin Offering** (ICO).

Sul punto l'estensione delle deleghe alla CONSOB – già contenute nel TUF agli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* – anche alla regolamentazione in materia di ICO consentirebbe alla Spett.le Autorità, che ha sviluppato un solido patrimonio di conoscenze ed esperienze con riferimento alle migliori metodologie di produzione normativa, di definire il giusto approccio regolamentare in materia anche attraverso un'ampia partecipazione dei diversi *stakeholders* al necessario processo di consultazione.

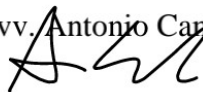
* * *

Lieto di aver potuto condividere con codesta rispettabile Commissione le suddette riflessioni su una disciplina che riveste una notevole rilevanza per la sua portata innovativa, si rimane a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento doveste ritenere opportuno ed appropriato.

Qualora riteneste necessarie ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare la scrivente.

Con osservanza.

Avv. Antonio Campagnoli



Presidente FIABCI Italia

Board Member of FIABCI