

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

REGOLAMENTO IN MATERIA DI “RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI START-UP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE”

29 Marzo 2013

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **30 aprile 2013** *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 resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

INDICE

I. – QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO E DESCRIZIONE DELLE PROPOSTE

1. - *L’art. 30 del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012*
2. - *Le deleghe regolamentari attribuite alla Consob*
3. - *Le principali linee attuative*

II. – PROPOSTE REGOLAMENTARI

III. – RELAZIONE PRELIMINARE SULL’ANALISI DI IMPATTO

1. - *Analisi delle risposte al questionario per l’indagine conoscitiva pubblicato dalla Consob il 21 gennaio 2013 (Allegato 1A)*
2. - *Analisi della sezione speciale del registro delle imprese relativa alle start-up innovative (Allegato 1B)*
3. - *Analisi delle principali scelte regolamentari e delle corrispondenti opzioni (Allegato 1C)*

I. - QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO E DESCRIZIONE DELLE PROPOSTE

1. – L'art. 30 del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012

L'art. 30 del d.l. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. “decreto crescita *bis*”, convertito, con modificazioni, nella l. n. 221 del 17 dicembre 2012) ha introdotto, tra l'altro, gli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* nel Tuf - rispettivamente rubricati alla “*Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative*” e alle “*Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali*” - e delegato la Consob ad adottare le relative disposizioni di attuazione¹.

La novella legislativa interviene disciplinando il noto fenomeno conosciuto anche come “*equity crowdfunding*” che indica la possibilità per le imprese (normalmente neo-costituite) di raccogliere capitali di rischio (“*funding*”) per il tramite della rete *internet* svolgendo quindi un appello al pubblico risparmio rivolto a un elevato numero di destinatari (“*crowd*”) che nella prassi effettuano investimenti anche di modesta entità². Tale modalità di raccolta di fondi, originariamente utilizzata per sostenere iniziative senza scopo di lucro (c.d. *donation*), ha subito un crescente sviluppo ed è stata anche applicata per la realizzazione di iniziative imprenditoriali con il riconoscimento di un piccolo premio per i sostenitori (c.d. “*reward based*”) sino ad arrivare allo svolgimento di vere e proprie offerte di capitali di rischio (c.d. “*equity crowdfunding*”) finalizzate alla sottoscrizione di strumenti partecipativi (tale ultima modalità è proprio quella presa in considerazione dal d.l. n. 179/2012)³. Per un inquadramento completo del fenomeno, anche a livello comparato, si rinvia a quanto esposto nella Relazione preliminare sull'Analisi di Impatto (*Allegato 1*).

Si tratta, com'è evidente, di un fenomeno nuovo per cui la definizione della relativa disciplina richiede una particolare attenzione soprattutto con riferimento alla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori *retail* (non professionali) i quali, una volta che le disposizioni

¹ “La Consob detta le disposizioni attuative del presente articolo entro 90 giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto” (art. 30, comma 5, d.l. n. 179/2012). La legge di conversione è entrata in vigore lo scorso 19 dicembre.

² Per una prima ricostruzione della fattispecie, v. A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013, p. 9 ss. Il *crowdfunding* ha avuto un primo sviluppo negli USA e in Australia (poi in UK, Olanda e molti altri Paesi) e, ad oggi, solo gli USA hanno adottato una specifica disciplina nell'aprile 2012 (c.d. JOBS ACT) delegando alla SEC la predisposizione, entro 270 giorni, di una regolamentazione attuativa non ancora emanata. Per una disamina della letteratura in argomento cfr., *ex multis*: T. A. MARTIN, *The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*, in <http://ssrn.com/abstract=2040953>, 2013; P. BELLEFLAMME - T. LAMBERT - A. SCHWIENBACHER, *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, in <http://ssrn.com/abstract=1578175>, J. MACLEOD HEMINWAY - S. R. HOFFMAN, *Proceed at your peril: crowdfunding and the Securities Act of 1933*, in <http://ssrn.com/abstract=1875584>, A. C. FINK, *Protecting the Crowd and Raising Capital through the Jobs Act*, in <http://ssrn.com/abstract=2046051>, C. STEVEN BRADFORD, *The New Federal Crowdfunding Exemption: Promise Unfulfilled*, in *Securities Regulation Law Journal*, 2012, p. 195 ss.; T. L. HAZEN, *Crowdfunding or Fraudfunding*, in <http://ssrn.com/abstract=1954040>, 2012; E. MOLLIK, *The Dynamics of Crowdfunding: Determinants of Success and Failure*, in <http://ssrn.com/abstract=2088298>, 2012; B. J. RUBINTON, *Crowdfunding: Disintermediate Investment Banking*, in <http://ssrn.com/abstract=1807204>.

³ Per un'analisi della diffusione e dello sviluppo dei portali di *crowdfunding* in Italia si rinvia alla ricerca curata da D. Castrataro e I. Pais: <http://www.slideshare.net/crowdfuture/analisi-delle-piattaforme-italiane-di-crowdfunding>; nel mondo <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> (redatta nel 2012, in corso di aggiornamento).

della Consob entreranno in vigore, potranno decidere di investire i propri risparmi in offerte svolte da *start-up* innovative tramite un portale *on-line*.

Al fine di consentire lo sviluppo di una prima fase di “sperimentazione” della raccolta di capitali tramite portali *on-line*, con precipua finalità di incentivare lo sviluppo e la crescita del Paese, la norma di delega ha effettuato una serie di scelte che orientano e indirizzano la definizione delle norme attuative.

Quanto all’ambito di applicazione della disciplina primaria (di cui agli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf) è stabilito che possono essere svolte *on-line* sole le offerte di strumenti partecipativi al capitale di rischio (ivi incluse le quote di s.r.l.) emesse da *start-up* innovative (a contenuto tecnologico, ovvero in uno dei settori individuati dalla legge sulle imprese sociali). Tale scelta richiede una profonda attenzione nella definizione delle regole attuative più idonee a fornire un adeguato livello di tutela dell’investitore non professionale (che deve poter assumere una decisione consapevole in relazione alle caratteristiche di rischiosità dell’investimento) posto che si consente l’utilizzo di questo meccanismo di raccolta con riferimento a strumenti finanziari particolarmente rischiosi (partecipazioni al capitale di imprese neo-costituite) relativi peraltro a progetti imprenditoriali a loro volta pertinenti ad un settore dell’economia (quello delle tecnologie innovative) particolarmente incerto.

Il decreto inoltre riserva lo svolgimento dell’attività di gestione di portali *on-line* per la raccolta di capitali a banche e imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento (cfr. art. 50-*quinquies*, comma 2 del Tuf) e ai soggetti iscritti in un registro tenuto dalla Consob (la quale deve definire anche alcuni requisiti per l’iscrizione). Tali ultimi, in particolare, sono destinatari (*ex art. 50-quinquies*, comma 2 del Tuf) di una significativa esenzione dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento (regole di comportamento, artt. da 21 a 25-*bis* del Tuf e prestazione a distanza, art. 32 del Tuf), giacché – ai sensi dell’art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. d) del Tuf - le regole di condotta che essi debbono applicare nelle relazioni con gli investitori debbono essere definite dalla Consob (tale misura è controbilanciata dal fatto che i gestori iscritti nel registro tenuto dalla Consob non possono detenere fondi di pertinenza e di terzi e che debbono trasmettere gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari a banche e imprese di investimento). Anche in questo caso la scelta del legislatore primario, che pure ha il merito di consentire lo svolgimento di una particolare modalità di prestazione di un’attività riconducibile nell’alveo dei servizi e delle attività di investimento a soggetti diversi dalle imprese a ciò tradizionalmente autorizzate (ampliando cioè la dimensione, potenziale, del mercato dei gestori di portali), implica per la Consob la necessità di garantire che le tutele apprestate all’investitore (non professionale) siano sostanzialmente analoghe indipendentemente dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale *on-line* (sia, cioè, gestore “di diritto” ovvero iscritto al registro tenuto dalla Consob) e che siano in ogni caso riconducibili alla disciplina di derivazione MiFID (direttiva n. 39/2004/CE). In tal senso quindi il regolamento attuativo prevede che la sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto di offerte svolte per il tramite di un portale *on-line* gestito da un soggetto iscritto nel registro tenuto dalla Consob, avviene presso una banca o un’impresa di investimento (come previsto dall’art. 50-*quinquies*, comma 2 del Tuf) sotto l’egida della disciplina prevista dal Tuf e dal Regolamento Intermediari per la prestazione dei servizi di investimento. Dalla circostanza che la norma

primaria richiede (obbligatoriamente) l'intervento di un soggetto abilitato (banca o impresa di investimento) sembra infatti doversi dedurre l'applicazione delle vigenti regole in materia di tutela degli investitori non professionali nell'ambito del rapporto che essi instaureranno, per il tramite del portale, con l'intermediario individuato per la sottoscrizione degli strumenti finanziari.

La Consob nella definizione delle regole attuative ha altresì tenuto conto delle risultanze dell'indagine conoscitiva avviata tramite il questionario pubblicato in data 21 gennaio 2013 i cui esiti sono analizzati nel documento allegato alla Relazione preliminare sull'Analisi di Impatto (cfr. *Allegato 1A*). La menzionata Relazione è altresì corredata dall'Analisi della sezione speciale del registro delle imprese relativa alle *start-up* innovative (*Allegato 1B*) nonché dall'Analisi delle principali opzioni sottostanti le scelte regolamentari (*Allegato 1C*).

2. – Le deleghe regolamentari attribuite alla Consob.

In base al nuovo art. 50-*quinquies* del Tuf la Consob:

- a) stabilisce i requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo di un gestore di portale e per i soggetti che ivi svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (comma 3, lett. d);
- b) stabilisce i requisiti di professionalità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore di portale;
- c) determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi (comma 5):
 1. alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità;
 2. alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti al registro;
 3. alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità;
 4. alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

Ai sensi poi del nuovo art. 100-*ter* la Consob definisce la disciplina applicabile alle offerte condotte tramite portali, al fine di:

- a) assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuati di una quota di strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali;
- b) tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.

3. – Le principali linee attuative

Si espongono di seguito alcune sintetiche considerazioni sulle principali scelte regolamentari che si è ritenuto opportuno effettuare al fine di una più efficace attuazione delle deleghe conferite alla Consob dall'art. 30 del d.l. n. 179/2012 nell'intento primario di fornire un'adequata tutela agli investitori non professionali.

Come già evidenziato l'attuazione della richiamata disciplina primaria implica la predisposizione delle misure delegate dagli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf entrambi introdotti dalla stessa. Ancorché le due disposizioni siano state collocate nel Tuf nell'ambito, rispettivamente, della disciplina della gestione collettiva del risparmio e delle disposizioni comuni per l'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita si è ritenuto opportuno adottare un regolamento autonomo anche in ragione della peculiarità e unitarietà del fenomeno oggetto di disciplina, avuto riguardo alle sue caratteristiche strutturali e funzionali. Ciò è anche confermato dall'art. 50-*quinquies*, comma 5 del Tuf che delega la Consob alla definizione dei principi e dei criteri inerenti alla disciplina della gestione di portali per la raccolta di capitali *on-line* individuando anche la tipologia di atto ("con regolamento"); più genericamente l'art. 100-*ter*, comma 2 del Tuf stabilisce che la Consob definisce la disciplina applicabile alle offerte *on-line* stabilendone le finalità, senza tuttavia indicare la tipologia di fonte ritenuta all'uopo più adeguata.

La scelta di un regolamento a sé stante discende altresì dal ristretto ambito di applicazione delle nuove disposizioni del Tuf che, ad esempio, consentono lo svolgimento di offerte tramite portali *on-line* a condizione che abbiano ad oggetto strumenti finanziari (partecipativi al capitale di rischio) emessi da *start-up* innovative⁴. Ciò rende di conseguenza necessario individuare alcune nozioni valide ai soli fini di tale disciplina. La novella legislativa ha in particolare definito il portale *on-line* (art. 1, comma 5-*novies* del Tuf) quale strumento atto a facilitare la raccolta di capitale di rischio di *start-up* innovative (ivi incluse quelle a vocazione sociale). Il contenuto proprio di tale facilitazione si apprezza in riferimento al nuovo art. 100-*ter* del Tuf, nel quale trova riconoscimento la possibilità per le *start-up* di poter effettuare per il loro tramite offerte al pubblico di sottoscrizione di propri strumenti finanziari (rappresentativi di capitale di rischio). In questa prospettiva, quindi, le deleghe conferite alla Consob, pur riguardando due distinti profili (afferenti alla gestione di portali e alle offerte al pubblico tramite portali), attengono, per gli evidenti risvolti sistematici interni, a un fenomeno che va valutato unitariamente e per il quale si ritiene opportuno dettare disposizioni regolamentari collocate in un unico testo.

3.1 – Premessa: l'ambito soggettivo di applicazione della disciplina attuativa

Una delle questioni più delicate prese in esame nella definizione delle misure attuative dell'art. 30 del d.l. n. 179/2012 concerne l'ambito soggettivo di applicazione della disciplina dettata in materia di gestione di portali (art. 50-*quinquies* del Tuf).

Come accennato al paragrafo 1, il comma 1 della menzionata disposizione definisce, infatti, "gestore di portali"⁵ il "soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali

⁴ Ai sensi del d.l. n. 179/2012 le *start-up* innovative i cui strumenti finanziari sono oggetto di offerte tramite portali *on-line* possono essere costituite in forma di s.r.l. (anche semplificata, con capitale sociale pari a 1 €) giusta la deroga all'art. 2468 c.c. per cui le quote di s.r.l. non possono formare oggetto di offerta al pubblico (disposta dal comma 5 dell'art. 26 del menzionato decreto legge).

⁵ Come evidenziato, l'art. 30 del d.l. n. 179/2012 ha inoltre introdotto, al comma 1 del TUF, i commi 5-*novies* e 5-*decies* rispettivamente recanti la definizione di portale e di *start-up* innovativa.

In particolare, la nozione di portale (dettata dall'art. 1, nuovo comma 5-*novies* del TUF) è fondata sulla esistenza di una piattaforma *on-line* e sulla finalità esclusiva riferita alla, generica (e non definita) attività di facilitazione della raccolta di capitali rischio da parte delle *start-up* innovative. Tale vincolo di esclusività peraltro è dettato solo con riferimento al portale e non anche al suo gestore il quale, ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 3 del TUF, deve

per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative ed è iscritto al registro” tenuto dalla Consob. Il successivo comma 2 (primo periodo) riserva, poi, lo svolgimento dell’attività di gestione di portali (oltre che ai soggetti iscritti nel registro tenuto dalla Consob) anche alle banche e alle imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi di investimento. A mente del legislatore primario, dunque, l’attività di gestione è un’attività riservata a due categorie di soggetti: una prima, che integra la nozione propria di gestore di portale (fornita dal comma 1), cui appartengono quei soggetti che posseggono i requisiti prescritti per l’iscrizione al registro tenuto dalla Consob e una seconda (indicata al comma 2, primo periodo) cui appartengono le banche e le imprese di investimento che possono svolgere tale attività senza la necessità di essere iscritte al registro alla sola condizione che siano autorizzate ai relativi servizi di investimento (c.d. “gestori di diritto”).

In virtù della individuazione di tale duplice categoria di gestori, la novella definisce uno speciale⁶ regime giuridico per quelli iscritti al registro, disponendo altresì (comma 2, ultimo periodo) (solo) per essi una specifica esenzione dall’applicazione delle norme del Tuf relative alla prestazione dei servizi di investimento (parte II, titolo II, capo II, artt. da 21 a 25-*bis*) e alla promozione e al collocamento a distanza di servizi e attività di investimento (di cui all’art. 32 del Tuf). A tale regime semplificato fa da *pendant*, da un lato il divieto, per tali gestori, di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi e, dall’altro, l’obbligo, per i medesimi soggetti, di trasmettere gli ordini di sottoscrizione e compravendita degli strumenti finanziari oggetto delle offerte *on-line* esclusivamente a banche e imprese di investimento (le quali operano comunque in applicazione della disciplina dettata per i servizi di investimento).

Tale dicotomia si riverbera, quindi, sulla disciplina applicabile alle relazioni intercorrenti tra il gestore e gli investitori (con particolare riguardo a quelli non professionali), dal momento che essa sarà condotta secondo le regole stabilite dal Tuf per lo svolgimento dei servizi di investimento nei casi in cui il portale è gestito da una banca o da altra impresa di investimento, ovvero secondo le regole stabilite dalla Consob con il presente regolamento nel caso in cui invece il portale sia gestito da un soggetto iscritto al registro tenuto dalla Consob (dal momento che ad esso non si applicano le regole di derivazione MiFID che dunque la Consob non può direttamente richiamare nel regolamento). Tale impostazione, in effetti, risulta coerente con il meccanismo previsto dalla norma primaria ai sensi della quale, qualora il portale sia gestito da un soggetto iscritto al registro tenuto dalla Consob, l’ordine di sottoscrizione degli strumenti finanziari deve essere eseguito da una banca o un’impresa di investimento ai sensi della disciplina dettata dal Tuf e dal Regolamento Intermediari (che, appunto, il gestore in questione non applica per via della esenzione soggettiva). In tal modo viene assicurato per gli investitori (soprattutto quelli non professionali) il medesimo livello di tutela con riferimento alle decisioni di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative offerti tramite portali *on-line* a prescindere dalla natura giuridica del soggetto che tali portali gestisce.

dotarsi (ai fini dell’iscrizione al registro tenuto dalla Consob) di un oggetto sociale, più semplicemente, “conforme” con quanto previsto al comma 1 e cioè conforme all’esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio di *start-up* innovative.

⁶ Che a mente del legislatore dovrebbe essere semplificato rispetto a quello previsto per le banche e le altre imprese di investimento (così nella relazione che ha accompagnato il decreto in Parlamento per la sua conversione in legge).

Al fine di rendere chiaro nella norma di attuazione quanto sopra evidenziato (ed evitare così interpretazioni della norma primaria da cui potrebbe derivare una pericolosa disomogeneità nella tutela dell'investitore) il regolamento precisa che laddove il portale sia gestito da un soggetto iscritto nel registro tenuto dalla Consob, l'ordine di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta deve intendersi perfezionato nell'ambito del rapporto intercorrente tra la banca o l'impresa di investimento cui il gestore è obbligato a trasmetterlo (ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, comma 2 del Tuf) e al quale (ultimo) pertanto si applicano le regole dettate dal Tuf sullo svolgimento dei servizi di investimento (in particolare, l'investitore sarà opportunamente profilato e assistito dalle regole di appropriatezza o di adeguatezza a seconda del tipo di relazione che instaurerà con l'intermediario).

Si sottolinea inoltre che, ancorché le descritte previsioni regolamentari ristabiliscano l'uniformità della tutela che deve essere offerta agli investitori, le disposizioni in materia di servizi e attività di investimento dettate dal Tuf e dal Regolamento Intermediari – applicabili, come evidenziato, dai cc.dd. “gestori di diritto” - non dettano norme specifiche in materia di raccolta di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative tramite portali *on-line* (previste invece dal presente regolamento). Al fine di realizzare (simmetricamente) quella parità di trattamento e di tutela di cui gli investitori necessitano nella decisione di investire i propri risparmi tramite un portale *on-line*, si provvederà ad individuare le modalità idonee ad estendere l'applicazione di quelle speciali disposizioni a contenuto informativo, individuate nel presente regolamento come peculiari dell'attività di gestione di portali, anche nel caso in cui essa sia svolta da un gestore “di diritto”.

3.2 – *Le altre scelte regolamentari : rinvio*

Nel fare rinvio alle motivazioni esposte con riferimento alle singole disposizioni, nonché alla Relazione preliminare per l'analisi di impatto (allegata al presente documento di consultazione, *Allegato 1*), sinteticamente si riportano le principali scelte effettuate in ordine alla sussistente delega conferita dagli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf.

Il regolamento è suddiviso in tre parti, una prima recante disposizioni generali, una seconda dedicata alla disciplina della gestione di portali *on-line* e una terza relativa alla disciplina delle offerte di capitale di rischio di *start-up* innovative svolte tramite portali *on-line* in attuazione di quanto disposto rispettivamente dall'art. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf.

Nella **Parte prima** del regolamento sono riportate le fonti normative, le definizioni e la previsione dell'utilizzo della posta elettronica certificata quale modalità di trasmissione degli atti e dei documenti alla Consob.

I **Titoli I e II** della **Parte seconda** del regolamento recano:

a) le previsioni relative alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità in attuazione dell'art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. a). Al fine di realizzare la più idonea trasparenza a favore sia degli investitori che delle *start-up* si è ritenuto opportuno prevedere l'istituzione di una sezione speciale del registro ove annotare i cc.dd. “gestori di diritto”. Tale annotazione (a differenza dell'iscrizione) ha una mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica (non è infatti previsto che la Consob verifichi la sussistenza di alcun requisito in capo a tali

soggetti). Risponde a finalità di semplificazione del procedimento di iscrizione (come in più occasioni richiesto dal mercato) la definizione di un modello di domanda di iscrizione allegato al regolamento;

b) la definizione, ai fini dell'iscrizione nel registro, dei requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo e per gli esponenti aziendali nonché di professionalità per questi ultimi, in attuazione rispettivamente di quanto disposto dall'art. 50-*quinquies*, comma 2, lettere d) ed e) e comma 5, lett. b). In particolare i requisiti di professionalità sono stati definiti anche sulla scorta degli esiti dell'indagine conoscitiva svolta lo scorso mese di gennaio;

c) il procedimento per l'iscrizione e la disciplina della cancellazione dal registro in attuazione dell'art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. b).

Il **Titolo III** della **Parte seconda** del regolamento detta, in attuazione dell'art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. d) del Tuf, le regole di condotta che i gestori di portali iscritti al registro debbono rispettare nel loro rapporto con gli investitori non professionali definite sulla scorta di quanto sopra descritto al paragrafo 3.1.

Alla luce delle già svolte considerazioni sulla rischiosità, per gli investitori non professionali, di investire in strumenti finanziari di *start-up* innovative, attraverso la modalità *on-line*, e considerato che ai soggetti iscritti nel registro tenuto dalla Consob non si applicano le tutele previste dalla vigente disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento (in particolare, non vi è alcuna profilatura del cliente) sono state definite regole di condotta aventi un sostanziale contenuto informativo declinate tenendo in particolare riguardo le implicazioni derivanti dall'utilizzo dei mezzi tecnologici e della rete *internet*. Ispirandosi ai più generali rimedi giuridici utilizzati nei casi in cui sussiste un'asimmetria informativa tra due (o più) operatori (e questo ne è un tipico caso), si è scelto di costruire la tutela dell'investitore su tre diversi livelli di informativa cui lo stesso deve accedere prima di poter aderire alle singole offerte di capitale. Tali informazioni sono concernenti: il portale, l'investimento in *start-up* innovative (caratteristiche e rischiosità) e le specifiche offerte (per cui è stato previsto, ai fini di una migliore comparabilità, un modello standardizzato allegato al regolamento). Anche in tale ambito le scelte regolamentari sono state effettuate tenendo in considerazione gli esiti dell'indagine conoscitiva.

Il **Titolo IV** della **Parte seconda** del regolamento chiude la trattazione relativa alla gestione di portali dettando le previsioni relative ai provvedimenti sanzionatori (ivi inclusi quelli aventi natura cautelare) per i soggetti iscritti al registro, in attuazione dell'art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. b) e comma 7, secondo periodo.

La **Parte terza** del regolamento definisce la disciplina applicabile alle offerte tramite portale in attuazione dell'art. 100-*ter* del Tuf. Tale disciplina trova applicazione a prescindere dalla natura giuridica del soggetto che gestisce il portale sul quale si svolge l'offerta, sia esso una banca o una impresa di investimento ovvero un soggetto iscritto al registro tenuto dalla Consob.

Anche alla luce delle risposte ricevute nell'ambito dell'indagine conoscitiva è stata definita una categoria particolare di investitori cui riservare (al pari degli investitori professionali) la sottoscrizione di una quota di strumenti finanziari oggetto dell'offerta, facendo riferimento a quelle tipologie di soggetti che hanno una maggiore esperienza in materia di *start-up* (anche sociali) e di innovazione tecnologica (i.e. fondazioni, incubatori).

Quanto alla valenza della sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte degli investitori professionali e delle altre categorie di investitori si è ritenuto opportuno prevedere che tale sottoscrizione sia da considerarsi come un requisito per l'ammissibilità dell'offerta sul portale.

Anche la quota di strumenti finanziari che deve essere sottoscritta da parte degli investitori professionali è stata definita tenendo conto delle risultanze dell'indagine conoscitiva.

È stabilita infine una previsione volta a tutelare gli investitori in caso di cessione del controllo della *start-up* come richiesto dall'art. 100-ter, comma 2 del Tuf attraverso l'introduzione di speciali clausole statutarie che riconoscono il diritto di recesso o di co-vendita a favore degli investitori che hanno sottoscritto o acquistato strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative offerti tramite portali *on-line*.

Al Regolamento sono inoltre allegati tre modelli rispettivamente per: *i*) la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori e per la comunicazione ai fini dell'annotazione nella sezione speciale; *ii*) la predisposizione della relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa; *iii*) la presentazione delle informazioni sulla singola offerta.

**REGOLAMENTO IN MATERIA DI RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DELLE *START UP* INNOVATIVE
TRAMITE PORTALI *ON LINE***

<p style="text-align: center;">PARTE I – DISPOSIZIONI GENERALI</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 1</u> (<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>In ordine alla scelta di dare attuazione con un unico regolamento agli articoli 50-<i>quinquies</i> e 100-<i>ter</i> del Tuf, si osserva che le disposizioni in parola, ancorché siano collocate dal legislatore nell’ambito rispettivamente della disciplina della gestione collettiva del risparmio (capo III-<i>quater</i>, Titolo III, Parte II, Tuf) e delle disposizioni comuni alle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita (sezione III, capo I, Titolo II, Parte III, Tuf), attengono, per gli evidenti risvolti sistematici interni, a un fenomeno che, avuto riguardo alle sue peculiari caratteristiche strutturali e funzionali, non può che essere valutato in maniera unitaria.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 2</u> (<i>Definizioni</i>)</p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p><i>a)</i> «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;</p> <p><i>b)</i> «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><i>c)</i> «emittente»: la società <i>start-up</i> innovativa come definita dall’articolo 25, commi 2 e 4, del decreto;</p>	<p>Alla luce delle considerazioni sopra svolte, si è provveduto alla elaborazione di alcune definizioni valide ai fini della disciplina in oggetto.</p> <p>In particolare, si è ritenuto opportuno replicare l’impostazione prescelta dal legislatore nella delimitazione dell’ambito di applicazione della emananda disciplina a una particolare categoria di società e di strumenti finanziari. Ai sensi dell’art. 100-<i>ter</i>, comma 1 del Tuf possono essere infatti condotte su portali <i>on-line</i> unicamente le offerte “aventi ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari [relativi al capitale di rischio <i>ex art. 1</i>, comma 5-<i>novies</i> del Tuf] emessi dalle <i>start-up</i> innovative” [definite dall’art. 1, comma 5-<i>decies</i> del Tuf, che a sua volta rinvia alla nozione fornita dall’art. 25, comma 2 del d.l. n. 179/2012]. Di qui pertanto la necessità di introdurre una definizione di “emittente”, che abbia esclusivo riguardo alle società <i>start-up</i> innovative, e di “strumenti finanziari”, che abbia esclusivo riguardo a</p>

- d) «portale»: la piattaforma *on line* che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle *start-up* innovative, comprese le *start-up* a vocazione sociale come definite dall'art. 1, comma 5-*novies*, del Testo Unico;
- e) «gestore»: il soggetto definito dall'art. 50-*quinquies*, comma 1 del Testo Unico;
- f) «controllo»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, 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 esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, avente ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma 1, lettera c) del regolamento Consob in materia di emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche;

strumenti rappresentativi di capitale di rischio di quelle società.

A tale ultimo riguardo, si è ritenuto di fornire una definizione specifica di “strumenti finanziari” funzionale alla regolamentazione in esame, volta ad individuare tutti gli strumenti emessi dalle *start-up* innovative che, secondo la lettura congiunta degli artt. 25, 26 e 30 del decreto, possono formare oggetto di offerta tramite i portali. In base a tali articoli gli strumenti finanziari, sono da una parte limitati a quelli rappresentativi del capitale di rischio e dall'altra estesi anche alle quote di s.r.l.

Parimenti si è ritenuto opportuno individuare una nozione specifica di “controllo” posto che sia l'art. 50-*quinquies*, comma 3 che l'art. 100-*ter*, comma 2 del Tuf vi fanno riferimento a proposito, rispettivamente, dei requisiti di onorabilità che debbono essere posseduti da “coloro che detengono il controllo” (di un soggetto che richiede l'iscrizione al registro dei gestori) e della tutela degli investitori (non professionali) nel caso in cui “i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta”. In particolare, il richiamo al controllo congiunto è volto a ricomprendere quelle ipotesi, facilmente riscontrabili in piccole realtà societarie in cui due o tre soggetti detengono quote paritetiche di capitale.

<p><i>h)</i> «strumenti finanziari»: le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle <i>start-up</i> innovative oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali;</p> <p><i>i)</i> «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico;</p> <p><i>j)</i> «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2 del D.M. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 3</u> <i>(Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob)</i></p> <p>1. Le domande, le comunicazioni, gli atti, i</p>	<p>L'attuazione delle disposizioni del Tuf introdotte dall'art. 30 del d.l. n. 179/2012 è stata svolta in linea con quanto previsto dalle disposizioni inerenti alla riduzione degli oneri amministrativi⁷, volte a semplificare i rapporti tra l'Autorità e i soggetti da essa vigilati e a rendere l'azione amministrativa più efficace ed efficiente. A tal fine si è</p>

⁷ Come richiesto dall'art. 6, comma 3, del d.l. 13 maggio 2011, n. 70, convertito con legge 12 luglio 2011 n. 106 in materia di riduzione degli oneri amministrativi da parte delle Autorità amministrative indipendenti di vigilanza.

Per oneri amministrativi si intendono "i costi degli adempimenti cui cittadini ed imprese sono tenuti nei confronti delle pubbliche amministrazioni nell'ambito del procedimento amministrativo, compreso qualunque adempimento comportante raccolta, elaborazione, trasmissione, conservazione e produzione di informazioni e documenti alla pubblica amministrazione" (art. 3 del d.l. 9 febbraio 2012, n. 5).

<p>documenti e ogni altra informazione prevista dal presente regolamento sono trasmessi mediante l'utilizzo di posta elettronica certificata (PEC) all'indirizzo *****.</p>	<p>ritenuto opportuno istituire un'apposita casella di posta elettronica certificata (PEC) della Consob in attuazione del principio della completa dematerializzazione della documentazione, delle procedure di autorizzazione e trasmissione dei flussi informativi.</p> <p>Tale scelta si inserisce nel più ampio programma approvato dalla Consob per il biennio 2013-2014 nel quale sono state individuate diverse aree che potranno essere oggetto di interventi, a livello normativo o a carattere informatico, finalizzati alla razionalizzazione e riduzione di oneri amministrativi a carico delle imprese e dei soggetti vigilati.</p>
<p style="text-align: center;">PARTE II – REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI</p> <p style="text-align: center;">Titolo I – Istituzione del registro</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 4</u></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. Nel registro sono iscritti i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 del presente Regolamento.</p> <p>3. Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotate le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob lo svolgimento dell'attività di</p>	<p>L'istituzione di un apposito registro che includa i soggetti cui è riservata l'attività di gestione dei portali è prevista dall'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 2, del Tuf.</p> <p>Ai sensi dell'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5, lett. a) del Tuf “<i>la Consob determina, con regolamento, i principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità</i>”.</p> <p>Si prevede l'istituzione di una sezione speciale del registro nella quale annotare i cc.dd. “gestori di diritto” che comunichino alla Consob lo svolgimento di tale attività. Ciò consentirà a chiunque, sia gli investitori che le <i>start-up</i>, di accedere al registro tenuto dalla Consob e conoscere i soggetti che gestiscono portali per la raccolta di capitali <i>on-line</i>. L'annotazione nella sezione speciale (a differenza dell'iscrizione) ha una mera efficacia di pubblicità notizia e di certificazione anagrafica (non è infatti previsto che la Consob verifichi la sussistenza di alcun</p>

<p>gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato 1.</p>	<p>requisito in capo a tali soggetti).</p> <p>Tra le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento è da ritenersi ricompresa anche la società Poste Italiane - Divisione Servizi di Banco Posta, autorizzata ai sensi dell'art. 2 del D.P.R. n. 144 del 14 marzo 2001, posto che ai sensi dell'art. 12, comma 1 del menzionato D.P.R. la società per azioni Poste Italiane “può svolgere nei confronti del pubblico i servizi di investimento e i servizi accessori previsti, rispettivamente, dall'art. 1, comma 5, lett. b), c) ed e) e dall'art. 1, comma 6, lett. a), b), d), e), f) e g) del Testo Unico Finanza, nonché le attività connesse strumentali ai servizi di investimento”. Inoltre l'art. 2, comma 5 del medesimo D.P.R. prevede che “Poste è equiparata alle banche italiane anche ai fini dell'applicazione delle norme del testo unico bancario e del testo unico della finanza richiamati ai commi 3 e 4, nonché della legge 10 ottobre 1990, n. 287”.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 5</u> (Contenuto del registro)</p> <p>1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il numero d'ordine di iscrizione; b) la denominazione sociale; c) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale; d) la sede legale e la sede amministrativa; e) la stabile organizzazione nel territorio della 	<p>La disposizione in commento ha come <i>ratio</i> quella di consentire l'agevole individuazione dei dati identificativi del gestore, inclusi gli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati nei suoi confronti dalla Consob, a tutela degli investitori e del mercato.</p>

<p>Repubblica, per i soggetti comunitari;</p> <p>f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.</p> <p>2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:</p> <p>a) la denominazione sociale;</p> <p>b) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</p> <p>c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 6</u> (<i>Pubblicità del registro</i>)</p> <p>1. Il registro è pubblicato nella parte “Albi ed Elenchi” del Bollettino elettronico della Consob.</p>	<p>Vedasi commento all’art. 4 che precede.</p> <p>Per garantire al pubblico una immediata ed agevole consultazione dell’elenco degli iscritti al registro, si prevede la pubblicazione del registro nella parte “Albi ed Elenchi” del Bollettino elettronico della Consob, la quale contiene tutti gli albi e gli elenchi tenuti dalla Consob ai sensi di legge.</p>
<p style="text-align: center;">Titolo II - Procedimento di iscrizione</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 7</u> (<i>Domanda di iscrizione</i>)</p> <p>1. La domanda di iscrizione nel registro è redatta in conformità a quanto previsto dall’Allegato 1. Alla domanda è allegato un programma concernente l’attività</p>	<p>Le disposizioni di cui agli articoli 7 e 8 in commento attuano l’art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5, lett. a) e b) del Tuf e riguardano il procedimento di iscrizione nel registro.</p> <p>Per quel che concerne l’esame della domanda diretta a ottenere l’iscrizione nel registro, essa si compone di una fase accertativa, relativa alla verifica del possesso dei requisiti stabiliti dalla Consob (onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dei soggetti che esercitano il controllo sulla società richiedente) e dall’art. 50-<i>quinquies</i> del Tuf e di una fase valutativa, che invece concerne la verifica della</p>

iniziale, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali redatto secondo quanto previsto dall'Allegato 2.

2. La Consob, entro sette giorni dal ricevimento, verifica la regolarità e completezza della domanda e comunica alla società la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione.

capacità del soggetto istante di esercitare correttamente la gestione di un portale. Tale verifica è effettuata sulla base della documentazione prodotta dall'interessato al momento della presentazione della domanda. Viene altresì precisato, nell'art. 8, comma 1, che *“l'iscrizione è negata quando dalla verifica delle condizioni non risulta garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione di un portale”*. Tale opzione disciplinare replica, con i necessari adattamenti del caso, la disciplina del procedimento di autorizzazione prevista per le SIM dall'art. 19 del Tuf e dalle relative disposizioni regolamentari attuative.

Per quel che concerne lo svolgimento dell'attività istruttoria, vengono stabiliti in via regolamentare i termini entro cui l'ufficio istruttore deve comunicare all'istante che la domanda presentata è incompleta o irregolare (sette giorni dal ricevimento della domanda) e l'interessato ha l'onere di sanare tale incompletezza o irregolarità (trenta giorni dal ricevimento della suddetta comunicazione). In linea con quanto disposto dalla disciplina sul procedimento autorizzatorio delle SIM (art.11 Regolamento Intermediari), si prevede altresì che l'ufficio istruttore può rivolgere richieste di ulteriori elementi informativi non solo alla società istante, ma anche direttamente a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nonché a coloro che detengono il controllo della società richiedente e che qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob. Questi accadimenti determinano rispettivamente la sospensione (prima ipotesi: la necessità da parte dell'ufficio istruttore di un “supplemento istruttorio”) e l'interruzione (seconda ipotesi: modificazioni dei requisiti per l'iscrizione in corso di procedimento) del termine di conclusione del procedimento (art. 8, commi 2 e 3).

E' inoltre stabilito in sessanta giorni il termine di conclusione del procedimento in questione (art. 8, comma 1).

Infine, per gli aspetti non diversamente disciplinati dalle disposizioni in commento,

	trova applicazione la disciplina contenuta nel Regolamento generale sui procedimenti amministrativi della Consob (Delibera n. 18388 del 28.11.2012).
<p style="text-align: center;"><u>Art. 8</u> <i>(Procedimento per l'iscrizione)</i></p> <p>1. La Consob accerta il possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 e delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni. L'iscrizione è negata quando dalla verifica delle suddette condizioni non risulta garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione di un portale.</p> <p>2. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni dal verificarsi dell'evento, la società trasmette 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>3. Nel corso dell'istruttoria la Consob può chiedere ulteriori elementi informativi:</p>	Si rimanda al commento relativo all'art. 7.

<p>a) alla società richiedente;</p> <p>b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo;</p> <p>c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente.</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.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 9</u></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 coloro che detengono il controllo della società dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di:</p> <p>a) non trovarsi in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'articolo 2382 del codice civile;</p> <p>b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione;</p> <p>c) non essere stati condannati con sentenza anche non</p>	<p>La disposizione attua l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 3, lett. d) del Tuf, che delega alla Consob la definizione dei requisiti di onorabilità che "coloro che detengono il controllo" (del soggetto che richiede l'iscrizione al registro dei portali) debbono possedere ai fini dell'iscrizione al registro.</p> <p>Al riguardo, sempre al fine di ricondurre ad unità la disciplina del fenomeno e garantire un elevato grado di tutela già nella "fase di ingresso" al mercato (con riferimento ai requisiti per l'iscrizione al registro), si è optato per un "allineamento" alle già vigenti disposizioni per le banche e le imprese di investimento, adottando i requisiti per esse stabiliti dai regolamenti ministeriali (con specifico riferimento ai requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale cfr. "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV e fissazione delle soglie rilevanti", adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto dell'11 novembre 1998, n. 469).</p> <p>Si prevede inoltre l'estensione dei requisiti ivi previsti anche ai soggetti apicali delle persone giuridiche controllanti la società che chiede l'iscrizione al registro dei portali</p>

<p>definitiva:</p> <ol style="list-style-type: none">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 e valori mobiliari, di strumenti di pagamento;2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto del 16 marzo 1942, n. 267;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;4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; <p>d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza anche non definitiva che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato.</p> <p>2. Ove il controllo sia detenuto tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il</p>	<p>nonché alle persone fisiche che ne detengono il controllo.</p> <p>Ancorché si possa ipotizzare che si tratti di gruppi di strutturazione non complessa, è opportuno rafforzare le verifiche oggetto della norma in esame al comma 2, al fine di apprestare una maggiore tutela agli investitori che si affidano al portale. Per questa ragione, è previsto che il possesso dei requisiti di onorabilità indicati al comma 1 debba riferirsi a tutti i soggetti che intervengono nella catena del controllo.</p>
--	--

<p>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;"><u>Art. 10</u> <i>(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore iscritto nel registro sono in possesso dei requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 9, comma 1.</p> <p>2. I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di:</p> <p style="margin-left: 20px;">a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;</p> <p style="margin-left: 20px;">b) attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;</p> <p style="margin-left: 20px;">c) attività d'insegnamento universitario in materie</p>	<p>La disposizione attua l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 3, lettere d) ed e) che delega alla Consob la definizione dei requisiti di onorabilità e professionalità che i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo (presso il soggetto che richiede l'iscrizione al registro dei portali) debbono possedere ai fini dell'iscrizione al registro dei portali.</p> <p>Come normalmente previsto per gli intermediari che operano nei mercati finanziari (banche, imprese di investimento e altri intermediari) i requisiti di onorabilità e professionalità definiscono le caratteristiche minimali che devono possedere coloro che indirizzano, gestiscono e controllano l'operatività dell'impresa: solo soggetti dotati della comprovata correttezza nelle relazioni d'affari e di adeguate competenze professionali possono infatti garantire l'efficienza e la bontà della operatività aziendale⁸.</p> <p>A tal fine, i requisiti di onorabilità sono stati definiti mediante rinvio a quelli previsti per coloro che detengono il controllo del gestore, dal momento che essi rispondono alle medesime finalità volte a garantire che la gestione e il controllo dell'impresa siano affidate a persone anzitutto dalla condotta irreprensibile, di modo che siano maggiormente tutelati gli interessi di coloro che con essa si relazionano (investitori in particolare e <i>start-up</i>).</p> <p>Con riguardo poi ai requisiti di professionalità, essi sono stati individuati con la finalità di assicurare un livello di capacità professionale degli esponenti apicali del gestore adeguato e coerente con l'attività svolta dal portale. Ciò risponde a quanto</p>

⁸ Da ultimo C. G. CORVESE, *sub* artt. 13 e 14, in Aa. Vv., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, Torino, 2012, Tomo I, p. 170 ss.

giuridiche o economiche;

d) funzioni amministrative o dirigenziali presso 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.

3. 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 le società non appartengano al medesimo gruppo.

riportato nella relazione illustrativa del d.l. n. 179/2012 ove si auspicava, per un verso, la creazione di un “ambiente affidabile” per gli investitori che decidano di investire i propri risparmi tramite un portale *on-line* e, per altro verso, la previsione di regole e di oneri semplificati rispetto a quelli previsti per i soggetti che svolgono servizi e attività di investimento. La proposta risponde dunque ad un principio di proporzionalità rispetto a quanto previsto per i requisiti di professionalità prescritti rispetto agli esponenti aziendali delle SIM.

Quanto all’indagine conoscitiva svolta, sui *requisiti di professionalità* degli esponenti dei gestori la maggioranza dei rispondenti (nella sezione dedicata ai gestori, anche potenziali, di portali) alle domande “chiuse” (56%) non ritiene che sussista la necessità di prevedere professionalità informatiche fra i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, anche se l’opinione contraria è risultata comunque significativamente rappresentata (44%). Dall’analisi delle risposte alle domande aperte in tema requisiti di professionalità è, invece, emerso che gli esponenti aziendali del portale dovrebbero essere in possesso di conoscenze interdisciplinari (informatica, legale, amministrativa, contabile, economica, finanziaria, *marketing*). Secondo alcuni rispondenti, infine, poiché la disciplina introdotta con il d.l. n. 179/2012 delimita l’ambito di operatività della raccolta di capitali di rischio *on-line* agli investimenti nel capitale di rischio di *start-up* innovative ad alto contenuto tecnologico, sarebbe opportuno che il gestore del portale fosse in grado di valutare anche gli aspetti tecnico-scientifici dei progetti imprenditoriali presentati.

L’opzione prescelta ritiene comunque di valorizzare le capacità di valutare un progetto imprenditoriale sotto un profilo economico-finanziario rispetto alle capacità di entrare nel merito dei contenuti tecnologico-innovativi.

<p style="text-align: center;"><u>Art. 11</u></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 comunicano senza indugio all'organo che svolge funzioni di amministrazione 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 cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.</p>	<p>Ai sensi dell'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 3, lett. d), del Tuf, per l'iscrizione al registro dei gestori è richiesto il possesso di requisiti di onorabilità da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Per assicurare che la perdita di tali requisiti non si ripercuota negativamente sull'operatività del gestore, comportandone la cancellazione immediata dal registro (con conseguenti ripercussioni sia per gli emittenti sia per gli investitori), la disposizione in commento consente la ricostituzione dei predetti requisiti in un arco temporale pari a due mesi. La cancellazione dal registro avviene, pertanto, solo se decorso il termine di due mesi sia confermata la situazione di inidoneità al proseguimento dell'attività per carenza di un requisito prescritto ai fini dell'autorizzazione.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 12</u></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">a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 9, comma 1, lettera c);b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 9, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva;c) applicazione provvisoria di una delle misure	<p>Nel richiamare quanto già esposto in sede di commento dell'art. 9 che precede, si rileva che la disposizione in commento riproduce la disciplina delle cause di sospensione degli esponenti aziendali previste per banche ed imprese di investimento (cfr. art. 4 del "Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV", adottato dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con decreto dell'11 novembre 1998, n. 468), cui si è ritenuto doversi ispirare per garantire che tutti i soggetti che svolgono l'attività di gestione dei portali possiedano un pari elevato livello di affidabilità.</p> <p>La disposizione è volta a disciplinare la fase "intermedia" che potrebbe preludere alla perdita dei requisiti di onorabilità in capo ai soggetti che svolgono funzioni di</p>

<p>previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159;</p> <p>d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale.</p> <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 nel 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>amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro al pari di quanto stabilito per le banche e le imprese di investimento. La norma tende quindi a garantire la sussistenza dei requisiti di onorabilità in capo agli esponenti apicali di un gestore, con le evidenti ricadute in termini di affidabilità per gli investitori e le <i>start-up</i>.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 13</u> (Cancellazione dal registro)</p> <p>1. La cancellazione dal registro è disposta:</p> <p>a) su richiesta del gestore;</p> <p>b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione;</p> <p>c) a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob;</p>	<p>La disposizione attua l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5 lett. b) del Tuf.</p> <p>In tale ambito sono state introdotte cause di cancellazione "volontarie" (su richiesta del gestore: lett. a), "decadenziali" (in conseguenza di perdita dei requisiti e degli obblighi previsti dal Regolamento relativi ai requisiti per l'iscrizione, per il mancato pagamento del contributo di vigilanza e per inattività del gestore protratta per un periodo di tempo superiore a ventiquattro mesi: lettere b), c) ed e), "sanzionatorie" (in conseguenza della radiazione disposta dalla Consob: lett. d).</p> <p>Viene altresì previsto, in caso di cancellazione derivante dal provvedimento di radiazione disposto dalla Consob, un termine dilatorio di tre anni per la possibilità di chiedere una nuova iscrizione al registro.</p>

<p>d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 25, comma 1 lettera b);</p> <p>e) per effetto dell'inattività protratta per un periodo superiore a ventiquattro mesi.</p> <p>2. I gestori cancellati dal registro ai sensi del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:</p> <p style="padding-left: 40px;">a) nei casi previsti dal comma 1, lettere b) e c), siano rientrati in possesso dei requisiti richiamati dagli articoli 9 e 10, ovvero abbiano corrisposto il contributo di vigilanza dovuto;</p> <p style="padding-left: 40px;">b) nel caso previsto dal comma 1, lettera d), siano decorsi tre anni dalla data della notifica del provvedimento di radiazione.</p>	
<p style="text-align: center;">Titolo III – Regole di condotta</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 14</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di correttezza)</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 emittenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle</p>	<p>Il Titolo III (artt. 14-23) attua quanto disposto dall'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5, lett. d) del Tuf secondo cui la Consob determina con regolamento le regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori.</p> <p>In linea con la disciplina che tipicamente interviene nella definizione delle regole di condotta in materia di servizi finanziari (bancari, di investimento o assicurativi) l'obiettivo del regolatore è quello di tutelare il contraente debole (l'investitore non professionale) riequilibrando la posizione di asimmetria informativa esistente tra le parti del negozio contenendo i costi di agenzia connessi all'attività di investimento (nella prospettiva macroeconomica di addivenire ad una corretta allocazione del</p>

offerte che si trovino in identiche condizioni.

2. Il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all’offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente 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 altresì l’attenzione degli investitori diversi dai clienti professionali sull’opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dall’influenzare l’andamento delle adesioni alle singole offerte.

4. Il gestore garantisce 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.

risparmio raggiunta tramite una maggiore efficienza dei mercati finanziari⁹).

A tal fine dunque è dettata una prima disposizione recante criteri generali di correttezza accanto alla quale è stato previsto un sistema di regole caratterizzato sostanzialmente da *standard* di condotta consistenti in obblighi informativi (in alcuni casi standardizzati) che il gestore deve fornire all’investitore non professionale affinché esso sia in grado di assumere decisioni consapevoli unitamente ad alcune regole procedurali e inerenti l’assetto organizzativo del gestore. Le regole informative sono previste con riguardo agli investitori non professionali, posto che l’art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. b) del Tuf dispone un “regime semplificato” per quelli professionali.

Nella declinazione delle regole di condotta si è quindi optato per una tripartizione delle informazioni da fornire agli investitori *retail*, con l’obiettivo di assicurare che siano fornite informazioni idonee che consentano loro di comprendere (ragionevolmente): *i*) la natura dell’attività svolta dal portale; *ii*) la natura e le specificità degli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative oggetto delle offerte che tramite esso si svolgono e la relativa rischiosità (rischio di perdita dell’intero capitale, rischio di illiquidità, etc.); *iii*) le specifiche caratteristiche di ciascuna offerta. Considerato che le offerte oggetto della presente disciplina si svolgono esclusivamente tramite portali *on-line*, si è ritenuto opportuno consentire anche l’utilizzo di tecniche multimediali per la presentazione delle informazioni agli investitori.

Proprio in base alla circostanza che la relazione tra il gestore del portale e l’investitore avviene esclusivamente a distanza (con esonero dall’applicazione dell’art. 32 del Tuf per i gestori iscritti al registro tenuto dalla Consob) si è ritenuto opportuno prevedere che l’investitore (*retail*) possa accedere alle sezioni del portale ove è

⁹ Così R. LENER – P. LUCANTONI, *sub* art. 21, in AA. VV., *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Tomo I, Utet, 2012, p. 376.

	<p>possibile aderire alle offerte solo se dia prova di avere preso visione dell’informativa fornita dal gestore e di averne compreso i tratti essenziali (tramite apposito questionario).</p> <p>Le regole concernenti l’organizzazione del gestore, nel solco delle medesime motivazioni che sottostanno alla disciplina oggi vigente per gli intermediari finanziari, sono finalizzate a garantire una corretta esecuzione delle regole di condotta</p> <p>È infine prevista una disposizione in materia di comunicazioni alla Consob che attua quanto disposto dall’art. 50-<i>quinquies</i>, comma 6 del Tuf in materia di vigilanza informativa della Consob nei confronti dei gestori di portali.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 15</u> <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 a:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il gestore, i soggetti che detengono il controllo, i soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo; b) le attività svolte; c) le modalità per la trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti tramite il portale alle banche o alle imprese di investimento autorizzate ovvero di esecuzione dei medesimi nel caso in cui l’attività di gestione del portale sia svolta da una banca o un’impresa di 	<p>Secondo il 93% dei rispondenti all’indagine conoscitiva (nella sezione dedicata ai gestori, anche potenziali, di portali) il portale deve effettuare una prima <i>selezione</i> dei progetti che intendono accedere al <i>crowdfunding</i>. Dall’analisi delle risposte aperte emerge che i partecipanti all’indagine si sono espressi con favore affinché il gestore - oltre a fungere “da vetrina” dando visibilità a tutte le <i>start up</i> - fornisca ulteriori servizi a “valore aggiunto” connessi con il più generico concetto di facilitazione della raccolta utilizzato dalla norma primaria (art. 1, comma 5-<i>novies</i> del Tuf) ossia: analisi di fattibilità dei progetti; attività di controllo; attività volte a facilitare flussi informativi anche successivi al periodo di offerta e eventuali attività di consulenza (principalmente di tipo strategico ed operativa alle <i>start-up</i>).</p>

investimento annotata nella sezione speciale del registro;

- d) gli eventuali costi a carico degli investitori;
- e) le misure adottate per ridurre e gestire i rischi di frode;
- f) le misure adottate per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del d.lgs. 30 giugno 2003 n. 196 e successive modificazioni;
- g) le misure adottate per gestire i conflitti di interessi;
- h) le misure predisposte per la trattazione dei reclami;
- i) i meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;
- j) le informazioni aggregate sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;
- k) la normativa di riferimento, il collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito *internet* della Consob;
- l) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob;
- m) ove predisposte, le iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

Art. 16

(Informazioni relative all'investimento in start-up innovative)

1. Il gestore fornisce agli investitori diversi dagli investitori professionali, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di *start-up* innovative, riguardanti almeno:

- a) il rischio di perdita dell'intero capitale investito;
- b) il rischio di illiquidità;
- c) il divieto di distribuzione di utili ai sensi dell'art. 25 del decreto;
- d) il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi);
- e) le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto;
- f) le modalità di presentazione delle informazioni relative alle offerte tramite il portale;

V. commento all'art. 14.

<p>g) l'illustrazione dei contenuti tipici di un <i>business plan</i>.</p> <p>2. Il gestore rende noto che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale sono trasmessi a una banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.</p> <p>3. 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 che abbiano dichiarato di avere preso visione delle informazioni indicate alle lettere da a) a e) del comma 1 e di aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in <i>start-up</i> innovative per il tramite di portali.</p>	<p>Come già si precisato, l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 2 del Tuf esenta i gestori iscritti al registro dall'applicazione delle regole di comportamento relative alla prestazione dei servizi di investimento. Ai fini di garantire un adeguato livello di consapevolezza nell'investitore circa le regole che disciplinano l'attività di investimento per il tramite di portali <i>on-line</i>, si ritiene opportuno che esso sia correttamente informato del fatto che il gestore raccoglie gli ordini relativi agli strumenti finanziari e li trasmette ad una banca o impresa di investimento autorizzata che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Tuf e dalla relativa disciplina di attuazione.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 17</u></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 al</p>	<p>Nella sezione del questionario per l'indagine conoscitiva dedicata agli investitori <i>retail</i> (anche potenziali) è stato chiesto di indicare quali siano le "informazioni chiave" che potrebbero orientare le scelte di investimento. In tal senso sono emersi quali elementi principali il progetto imprenditoriale (ritenuto informazione chiave dal 91% dei rispondenti), i piani strategici e operativi dell'azienda (81%), il <i>curriculum vitae</i> degli amministratori (63%) e i rischi associati all'iniziativa imprenditoriale</p>

<p>presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3;</p> <p>b) le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso;</p> <p>c) 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) le commissioni e i costi posti a carico degli investitori;</p> <p>e) la legge applicabile e il foro competente;</p> <p>f) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.</p> <p>2. Le informazioni indicate al comma 1 possono essere altresì fornite mediante l'utilizzo di tecniche multimediali. Il gestore consente l'acquisizione delle</p>	<p>(47%).</p> <p>Quanto ai <i>rischi</i> ritenuti più significativi sono stati individuati (84% dei rispondenti) il rischio di perdita del capitale e quello di carenza di informazioni successive all'offerta con riferimento all'investimento in <i>start-up</i> innovative, mentre in relazione ai rischi connessi al fatto che l'offerta avvenga <i>on-line</i> a preoccupare gli investitori sono le probabilità di essere truffati (72%) e, anche con riferimento all'offerta, la carenza di informazioni (50%).</p> <p>In coerenza con quanto appena evidenziato, la quasi totalità dei rispondenti (94%) ritiene che sussista la necessità di prevedere degli <i>obblighi di informazione</i> verso gli investitori da parte dei gestori dei portali con riferimento alle caratteristiche e ai rischi generalmente associati all'investimento in <i>start-up</i> innovative, e (97%) che il portale debba fornire le indicazioni che consentano un agevole accesso al <i>set</i> informativo relativo allo specifico emittente.</p> <p>Tali orientamenti sono confermati dalle risposte alle domande "aperte" aventi ad oggetto le <i>informazioni</i> che gli investitori si aspettano di ricevere dal portale sia nella fase antecedente l'adesione alle offerte che nella fase successiva alla chiusura delle medesime.</p> <p>Per quel che riguarda l'informazione <i>che il portale dovrebbe fornire una volta chiusa l'offerta</i>, dalle risposte alle domande aperte si evidenzia un interesse relativamente a:</p> <p>a) attività di rendicontazione sul progetto imprenditoriale (pubblicazione periodica dei "<i>milestone</i>", dei traguardi intermedi raggiunti nello sviluppo imprenditoriale), corredata da strumenti multimediali (video, interviste, <i>newsletter</i>);</p> <p>b) informativa periodica finanziaria (risultati finanziari e operativi dell'investimento) nonché informativa sui fatti salienti (delibere assembleari,</p>
--	--

<p>informazioni elencate al comma 1 su supporto durevole.</p>	<p>principali decisioni dell'organi di supervisione strategica).</p> <p>Diversi rispondenti hanno sottolineato che il portale potrebbe anche svolgere un <i>servizio</i> volto a consentire una <i>comunicazione diretta tra l'emittente e gli investitori</i> (sezione riservata del sito per contatti diretti, <i>blog</i> tra investitori) nonché facilitare la partecipazione alla vita societaria da parte di questi ultimi (sistemi di rappresentanza assembleare, voto elettronico). I rispondenti alle domande della sezione dedicata agli investitori professionali hanno identificato, quali "<i>informazioni chiave</i>" per la scelta d'investimento: i piani strategici e operativi dell'azienda (ritenuto informazione chiave dal 100% dei rispondenti), il <i>curriculum vitae</i> degli amministratori (100%) e il progetto imprenditoriale (83%).</p> <p>Tutti i rispondenti alle domande della sezione dedicata alle <i>start-up</i> innovative si dichiarano pronti ad <i>accettare gli obblighi di trasparenza</i> che dovranno rispettare per avere la possibilità di vedere ampliate le proprie opportunità di raccolta di capitale</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 18</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Gestione degli ordini degli investitori)</i></p> <p>1. Il gestore raccoglie gli ordini relativi agli strumenti finanziari, trasmettendoli a banche ed imprese di investimento autorizzate ai servizi ed attività di investimento.</p> <p>2. Ai fini di cui al comma 1, il gestore adotta misure che assicurino le seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) gli ordini devono essere trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente; b) gli ordini devono essere registrati in modo pronto e accurato; 	<p>La norma declina, coerentemente con l'art. 50-<i>quinquies</i> del Tuf, gli obblighi in capo al gestore del portale nella fase di trattazione degli ordini ricevuti dagli investitori.</p> <p>Al riguardo, coerentemente con quanto previsto dall'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 2 del Tuf, è stato specificato l'obbligo di invio degli ordini ad un intermediario autorizzato ai servizi di investimento che consentono l'effettivo trattamento dei medesimi.</p> <p>Il comma 2 richiede che il gestore adotti, nella gestione degli ordini, taluni minimali adempimenti al fine di assicurare la parità di trattamento degli investitori nonché consentire una ricostruzione <i>ex post</i> dell'attività del gestore.</p>

<p>c) gli ordini devono essere trasmessi secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 19</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)</i></p> <p>1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.</p> <p>2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.</p> <p>3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi.</p>	<p>L'articolo pone a carico degli intermediari che ricevono gli ordini dai gestori il rispetto delle regole di condotta disciplinanti la prestazione di servizi di investimento (profilatura del cliente, valutazione della coerenza dell'investimento rispetto alle caratteristiche del medesimo, etc.).</p> <p>Al fine di garantire una maggiore tutela all'investitore in presenza di offerte aventi ad oggetto prodotti potenzialmente ad elevato rischio, si è infatti ritenuto di ricondurre l'attività svolta dal soggetto abilitato nell'ambito dei servizi di investimento.</p> <p>In tal modo si è di fatto incardinata la tutela del cliente in capo a soggetti già dotati di un apparato organizzativo procedurale in grado di assicurare concreti presidi di correttezza e trasparenza.</p> <p>Peraltro, l'interpretazione pare porsi in linea con i prospettati interventi di modifica alla normativa di riferimento in corso in sede comunitaria (<i>MiFID review</i>) che, pur continuando a prevedere la possibilità di un'esenzione per soggetti che svolgono attività della specie, impongono allo Stato membro di applicare comunque in capo ad essi norme in materia di requisiti organizzativi e procedurali, anche afferenti alle valutazioni di adeguatezza/appropriatezza. In attesa degli esiti del processo di revisione della normativa comunitaria in materia, la soluzione prospettata consente di anticipare i meccanismi di tutela sostanziale per i clienti, ponendo specifici obblighi in capo ai soggetti abilitati che ricevono gli ordini dal gestore del portale.</p> <p>Conseguenza della richiamata scelta, è che gli ordini degli investitori saranno perfezionati solo nel momento in cui gli stessi instaureranno un rapporto con l'intermediario ai fini della prestazione di servizi di investimento (al quale rapporto</p>

	<p>saranno applicabili le relative disposizioni previste dal Tuf e dalla disciplina di attuazione).</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 20</u> <i>(Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi)</i></p> <p>1. Il gestore garantisce l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri.</p> <p>2. Ai fini dell'adempimento di quanto previsto dal comma 1 il gestore:</p> <p style="padding-left: 20px;">a) individua le fonti di rischio operativo e lo gestisce predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative;</p> <p style="padding-left: 20px;">b) predispone altresì appositi dispositivi di <i>backup</i>.</p> <p>3. In caso di discontinuità operativa che abbia una durata superiore a ventiquattro ore, il gestore su richiesta dell'emittente attua un corrispondente prolungamento dell'offerta.</p>	<p>La disposizione è dettata al fine di sostanziare il dovere, in capo al gestore del portale, di apprestare la dovuta tutela agli investitori con cui entra in relazione.</p> <p>Nel caso specifico, si tratta di tutelare l'interesse degli investitori - con riferimento sia a quanti hanno già aderito alle offerte esposte sul portale sia a quanti potenzialmente possono aderirvi - rispetto al materializzarsi di rischi di tipo operativo, con particolare riguardo all'attività tipica di gestione di un portale.</p> <p>Ci si riferisce, in primo luogo, al rischio di possibile alterazione (involontaria o volontaria) dei dati e delle informazioni che il regolamento chiede al gestore di portare a conoscenza dell'investitore, segnatamente quelle informazioni idonee a consentire agli investitori di compiere una scelta di investimento consapevole. Tale rischio, inoltre, può materializzarsi anche per quanto concerne la trattazione dei dati degli investitori quali, ad esempio, quelli connessi con la trasmissione a una banca o a una Sim degli ordini per l'esecuzione.</p> <p>In secondo luogo, si è considerata anche la possibilità che possano verificarsi, a causa della mancata o erronea gestione dei rischi operativi, casi di discontinuità operativa del portale. Si è operata una distinzione fra casi di discontinuità operativa quasi fisiologica, in quanto limitati ad un lasso temporale non superiore a un giorno, e casi più gravi, in quanto caratterizzati dall'inoperatività, o da un'operatività non idonea del portale, che perdurino oltre la giornata e che possono quindi compromettere la parità di trattamento fra investitori (dovendo questa essere assicurata nel continuo, a prescindere dal momento in cui, durante il periodo di durata dell'offerta, gli investitori manifestino la loro volontà di adesione).</p>

<p style="text-align: center;"><u>Art. 21</u> <i>(Obblighi di riservatezza)</i></p> <p>1. Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori di cui comunque disponga in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente i cui strumenti finanziari sono stati oggetto dell'adesione 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>Si è ritenuto opportuno introdurre alcune regole generali di comportamento che devono caratterizzare l'operatività dei gestori. In particolare, il gestore non potrà divulgare le informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente, dei soggetti cui verrà poi trasferito l'ordine per l'esecuzione, ed in tutti gli altri casi stabiliti dall'ordinamento (es. provvedimenti del giudice). Ciò al fine di tutelare gli investitori, consentendo il trattamento dei relativi dati soltanto con riferimento all'offerta, evitando la divulgazione degli stessi per fini diversi. Si specifica che tali obblighi sono "allineati" a quelli vigenti in capo ai promotori finanziari (cfr. art. 107, comma 2, del Regolamento Intermediari).</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 22</u> <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> <p style="padding-left: 40px;"><i>a)</i> la ricezione delle adesioni alle offerte svolte tramite il portale;</p> <p style="padding-left: 40px;"><i>b)</i> la trasmissione delle istruzioni alle banche e alle imprese di investimento ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari;</p>	<p>Tra gli obblighi di contenuto generale si prevede la conservazione della documentazione contrattuale relativa alla gestione del portale. L'elencazione prevista è meramente esemplificativa e non esaustiva, mirando unicamente a mettere in evidenza le informazioni principali per le quali si richiede di conservare la documentazione attinente. La formulazione è volutamente ampia e generale, atta a ricomprendere tutta la contrattualistica del gestore, per tutelare quest'ultimo in caso di richieste da parte dell'Autorità di vigilanza nonché degli investitori con riferimento all'attività effettuata.</p> <p>Si specifica che tali obblighi sono "allineati" a quelli vigenti in capo ai promotori finanziari (cfr. art. 109 del Regolamento Intermediari).</p>

<p>c) la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 23</u> (<i>Comunicazioni alla Consob</i>)</p> <p>1. Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) variazioni dello statuto sociale; 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 9; 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 10; d) delibere di sospensione dalla carica adottate ai sensi del comma 2 dell'articolo 12. <p>2. Il gestore comunica senza indugio alla Consob le</p>	<p>Tale disposizione attua l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 6 del Tuf, secondo cui “<i>la Consob può chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni</i>” ed è diretto a rendere più efficace ed efficiente la vigilanza informativa della Consob sui gestori iscritti al registro. In particolare, si prevedono obblighi di comunicazione “ad evento” (commi 1 e 2) e “periodica” (comma 3). Con specifico riferimento alla prima tipologia di comunicazione, gli obblighi ivi previsti concernono le modifiche statutarie, le variazioni alla compagine sociale (relative ai soci che detengono il controllo), quelle concernenti gli organi sociali, nonché gli eventi relativi alla operatività.</p> <p>Per quanto concerne la comunicazioni periodica, si prevede la trasmissione annuale (entro il 31 marzo di ciascun anno) di documentazione riguardante informazioni e dati sulla attività, la struttura organizzativa e l'operatività del gestore, affinché alla Consob sia consentito effettuare una valutazione sull'effettivo svolgimento e sulla permanenza in capo al gestore della capacità di esercitare correttamente l'attività per la quale è stato autorizzato o sulle sue possibili evoluzioni.</p> <p>Poiché i gestori “di diritto” sono sottratti dall'ambito di applicazione della disposizione in commento, le informazioni relative alla struttura organizzativa predisposta per l'espletamento dell'attività di gestione di portali, saranno inserite nella Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento (prevista dalla Delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010).</p>

date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività.

3. Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob:

- 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;
- b)* dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse;
- c)* dati sui casi di discontinuità operativa e sulla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale;
- d)* dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate.

<p>Titolo IV - Provvedimenti sanzionatori e cautelari</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 24</u> (<i>Provvedimenti cautelari</i>)</p> <p>1. La Consob, in caso necessità e urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo massimo di novanta giorni qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob atte a dar luogo alla radiazione dal registro</p>	<p>La previsione è dettata ai sensi dell'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5, lettera d) del Tuf che conferisce alla Consob il potere di definire “<i>altre misure applicabili</i>” agli iscritti al registro.</p> <p>Al fine di rafforzare la tutela per l'investitore e per assicurare un tempestivo intervento di vigilanza, si introduce una disposizione attributiva di un potere di natura cautelare (che comporta una sospensione limitata nel tempo a massimo 90 giorni) per far fronte a sospette gravi violazioni normative o di specifici provvedimenti adottati dalla Consob, i quali darebbero luogo – ove accertate – alla radiazione dal registro.</p> <p>Con tale disposizione si garantisce sia un intervento restrittivo dell'operatività del gestore limitato nel tempo (al di sotto del termine massimo di 4 mesi previsto per le misure sanzionatorie di sospensione), sia un immediato potere di intervento della Consob in situazioni connotate dalla particolare gravità delle presunte violazioni ascrivibili al gestore, in modo tale da tutelare l'investitore da eventuali pregiudizi che potrebbero derivargli dalla continuazione dell'attività del gestore.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 25</u> (<i>Sanzioni</i>)</p> <p>1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 7, primo periodo del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:</p> <p>a) la sospensione dell'attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;</p> <p>b) la radiazione dal registro in caso di:</p> <p style="padding-left: 20px;">1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle</p>	<p>La norma attua l'art. 50-<i>quinquies</i>, comma 7, secondo periodo, del Tuf secondo cui in caso di violazione delle norme del medesimo articolo o le disposizioni emanate dalla Consob in forza di esso “<i>per i soggetti iscritti al registro può altresì essere disposta la sospensione da uno a quattro mesi o la radiazione dal registro</i>”.</p> <p>Le ipotesi di radiazione, redatte tenendo conto delle analoghe previsioni contenute nel Regolamento Intermediari, hanno riguardo alla specificità del fenomeno del <i>crowdfunding</i> e concernono fattispecie violative caratterizzate da particolare gravità.</p> <p>Per quanto riguarda, in generale, la violazione delle regole di condotta previste in capo al gestore, si è ritenuta invece adeguata l'applicazione della misura della sospensione, a meno che non si tratti di violazioni di particolare gravità ovvero di</p>

<p>condizioni previste dall'articolo 26 ovvero per conto di società diverse dalle <i>start-up</i> innovative indicate dall'articolo 1, comma 5-<i>decies</i> del Testo Unico;</p> <ol style="list-style-type: none">2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica;3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi;4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero;5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzata dall'investitore o per i quali il medesimo investitore ha esercitato legittimamente il diritto di recesso ovvero il diritto di revoca ai sensi dell'articolo 27;6) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a);7) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.	<p>reiterazione di comportamenti che hanno dato luogo alla sospensione.</p>
---	---

**PARTE III - DISCIPLINA DELLE OFFERTE
TRAMITE PORTALI**

Art. 26

(Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:

a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di *start-up* innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali;

b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore degli investitori che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla lettera a), almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-

quanto previsto dalla lettera a) attua l'art. 100-ter, comma 2 del Tuf, nella parte in cui si attribuisce alla Consob il duplice compito di individuare altre categorie di investitori a cui riservare la sottoscrizione di una quota degli strumenti finanziari offerti e di assicurare che tale sottoscrizione avvenga, nelle ipotesi in cui l'offerta non sia riservata esclusivamente a investitori professionali.

La percentuale di investimento richiesta agli investitori professionali è stata individuata nella misura del 5% della totalità dell'offerta, in linea con quanto emerso agli esiti della pre-consultazione, con particolare riferimento alla presunta dimensione quantitativa media dei progetti che saranno oggetto di raccolta di capitale di rischio tramite portale *on-line*.

Inoltre, con riferimento alla previsione dei meccanismi atti ad assicurare la sottoscrizione di una quota di strumenti finanziari oggetto dell'offerta da parte di investitori professionali o di altre categorie di investitori, si è scelto di prevedere che essa costituisca un requisito per l'ammissione delle offerte sui portali. Non è dunque possibile avviare le offerte tramite portale (facendo appello al pubblico degli investitori) se l'intera quota riservata non sia stata preventivamente sottoscritta, assumendo tale sottoscrizione quasi una funzione di "garanzia" per gli investitori, i quali potranno in tal modo anche beneficiare delle attività di *due diligence* svolte in maniera professionale da soggetti più esperti.

Al riguardo, il 41% degli "investitori non professionali" che hanno risposto al questionario pubblicato per l'indagine conoscitiva non considera il "co-investimento" degli istituzionali uno strumento in grado di fornire adeguate garanzie sull'affidabilità della *start-up* innovativa. La gran parte degli "investitori professionali" (82%) ha

vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi.

affermato che la *quota massima* che intenderebbe sottoscrivere non vada oltre i 50.000 euro. Quanto alla percentuale dell'ammontare offerto il 56% di essi valuterebbe di sottoscrivere una quota inferiore al 10%, mentre il restante 44% valuterebbe una quota fra il 10% e il 20%; nessun rispondente per tale categoria infine sarebbe orientato a valutare la sottoscrizione di una quota superiore.

È stata inoltre valutata la possibilità – come previsto dalla delega legislativa – di introdurre una particolare categoria di investitori, cui riservare una percentuale degli strumenti finanziari offerti attraverso i portali *on-line*. Al riguardo sono state individuate le seguenti categorie di soggetti: fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di *start-up* innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. L'ampliamento del novero dei soggetti cui riservare "parte" dell'offerta rafforzerebbe l'obiettivo del legislatore di fornire una tutela maggiore agli investitori *retail*. Questi ultimi infatti, potrebbero sentirsi maggiormente tutelati dalla possibilità di avvalersi della preventiva valutazione del valore dei progetti esposti sul portale, effettuata da un soggetto professionale (i.e. fondazioni bancarie), che dispone di mezzi adeguati o competenze che gli consentono di ridurre l'asimmetria informativa da scontare rispetto all'emittente, ovvero da soggetti che hanno una specifica esperienza nei settori di attività delle *start-up* innovative (i.e. incubatori). Con specifico riferimento alle società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo *ex art. 2 l. 317/91*, considerata la *ratio* della loro introduzione nell'ordinamento giuridico, è apparso opportuno includere in tale categoria di investitori anche le citate società, aventi come oggetto sociale esclusivo l'assunzione di partecipazioni temporanee al capitale di rischio di piccole imprese costituite in forma di società di capitali.

Quanto disposto alla lettera b) attua l'art.100-ter, comma 2, del Tuf, in base al quale

la Consob determina la disciplina delle offerte al fine di “tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della *start-up* innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all’offerta”.

Si è ritenuto che la migliore modalità per offrire agli investitori la tutela che la delega richiede sia quella di prevedere un obbligo per le *start-up* innovative che intendono svolgere offerte di proprio capitale di rischio tramite portali di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all’investitore una *way out* al verificarsi della situazione sopra indicata. Nella specie tali misure sono state individuate nelle clausole convenzionali di recesso ovvero di *tag along*.

A quest’ultimo riguardo si rileva che al fine di non comprimere eccessivamente l’autonomia statutaria degli emittenti, si è ritenuto opportuno precisare che tali clausole possano avere una efficacia che è circoscritta al periodo in cui le società in questione mantengono la qualità di “*start-up* innovativa” – per le neo costituite tale qualità permane per quattro anni -, restando pertanto impregiudicata la possibilità per gli stessi emittenti di prevedere per tali clausole una durata maggiore dell’efficacia.

La legittimità dell’inserimento negli statuti o negli atti costitutivi delle clausole sopra citate trova conferma nelle Massime nn. 74 e 88 della Commissione “Società” – Consiglio Notarile di Milano.

La limitazione della durata della previsione statutaria al periodo in cui l’emittente mantiene lo *status* di *start-up* innovativa è correlata alla rilevabilità del cambio del controllo in relazione agli obblighi di informazione periodica che la società stessa deve adempiere ai sensi dell’art. 25, comma 14 del decreto attraverso la pubblicazione sul sito *internet* ai sensi del comma 11 del medesimo articolo.

Al riguardo si osserva che, nelle risposte fornite alle domande chiuse della sezione dedicata agli investitori (anche potenziali) è emerso che l’informazione viene identificata anche come la principale forma di *tutela in caso di cambio di controllo*: il

	<p>66% dei rispondenti si sentirebbe tutelato da una elevata trasparenza che gli consenta di esprimere un giudizio sul nuovo acquirente e sulle prospettive legate al cambio del controllo. Nelle risposte alle domande aperte, invece, i rispondenti hanno segnalato una preferenza per la previsione di impegni al riacquisto.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 27</u> <i>(Diritto di revoca)</i></p> <p>1. Gli investitori diversi dai professionali 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 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>La disposizione è dettata nell'ambito della delega conferita alla Consob dall'art. 100-ter, comma 2 del Tuf per il quale "la Consob determina la disciplina applicabile alle offerte" e mira, da un lato, a garantire l'investitore, cui è riconosciuto il diritto di revoca dell'adesione al sopraggiungere di fatti nuovi rilevanti, che possano incidere sulla scelta di aderire all'offerta e, dall'altro lato, a tutelare la start-up, limitando ad un termine circoscritto (sette giorni) la situazione di "incertezza" in merito al numero di adesioni all'offerta.</p> <p>Mutuando la <i>ratio</i> sottesa al diritto riconosciuto dall'art. 95-bis, comma 2, del Tuf, la disposizione sopra illustrata replica il rimedio tipico presente nel Tuf, nell'ambito della disciplina dell'appello al pubblico risparmio, che consente la revoca della sottoscrizione qualora siano mutate le informazioni/condizioni inizialmente portate a conoscenza degli investitori attraverso il prospetto.</p> <p>Le eventuali ulteriori ipotesi di revocabilità delle adesioni saranno invece lasciate all'autonomia negoziale, che potrà prevedere, soprattutto nelle offerte aperte per un lungo periodo, un diritto di revoca nel continuo, ovvero limitato a specifiche finestre temporali durante il periodo di offerta. La scheda contenente le informazioni sulle singole offerte riporterà tali indicazioni, unitamente alla data in cui verrà effettuato l'addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori, addebito la cui valuta non dovrebbe comunque essere anteriore alla data di effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti.</p>

ISTRUZIONI PER LA PRESENTAZIONE DELLA DOMANDA DI ISCRIZIONE NEL REGISTRO DEI GESTORI E PER LA COMUNICAZIONE AI FINE DELL'ANNOTAZIONE NELLA SEZIONE SPECIALE

A) Domanda per l'iscrizione nel registro

1. La domanda di iscrizione nel registro, sottoscritta dal legale rappresentante della società, indica la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della società, la sede della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti comunitari, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati.

2. La domanda di 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 per le partecipazioni indirette;

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

ii) per le persone giuridiche:

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

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

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

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

B) Comunicazione per l'annotazione nella sezione speciale del registro

1. Le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento comunicano 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.

RELAZIONE SULL'ATTIVITA' D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA

A) Attività d'impresa

Il gestore descrive in maniera dettagliata le attività che intende svolgere. In particolare, il gestore indica:

- le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale e/o l'affidamento di tali attività a terzi;
- l'attività di consulenza eventualmente prestata in favore delle *start up* innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse;
- le modalità di pubblicazione delle informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle *start-up* innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e dei *report* periodici sull'andamento degli stessi eventualmente disposti a favore degli investitori;
- 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;
- se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra la *start-up* innovativa e gli investitori o tra gli investitori;
- altre eventuali attività.

B) Struttura organizzativa

Il gestore del portale fornisce in maniera dettagliata almeno le seguenti informazioni:

- 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 utile ad illustrare le caratteristiche operative del gestore;
- 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;
- le modalità, anche informatiche, per assicurare il rispetto degli obblighi informativi di cui agli artt. 14, 15, 16 e 17 del presente regolamento;

- i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli investitori ed in particolare per assicurare il rispetto delle condizioni di cui all'art. 18, comma 2., del presente regolamento;
- le modalità per la trasmissione a banche e imprese di investimento degli ordini raccolti dagli investitori;
- una descrizione della infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori (affidabilità del sistema, *security, integrity, privacy, etc.*);
- il luogo e le modalità di conservazione della documentazione;
- la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse;
- la politica per la prevenzione delle frodi e per la tutela della *privacy*;
- l'affidamento a terzi dell'eventuale strategia di selezione delle offerte da presentare sul portale, specificando l'ampiezza e il contenuto dell'incarico nonché le misure per assicurare il controllo sulla attività affidata e per mitigarne i connessi rischi. In tale sede, andrà specificato l'eventuale presenza di incarichi della specie ricevuti da altri gestori di portale, indicando l'ampiezza e il contenuto degli stessi;
- eventuali altre attività o servizi affidati a terzi;
- descrizione dei principali investimenti programmati, attuati ovvero in corso di attuazione ai fini dello svolgimento dell'attività;
- descrizione dei fattori strategici e di mercato che conducono alla realizzabilità del progetto di avvio dell'attività, con particolare riferimento al volume di affari e al conseguente fatturato realizzabili nel corso dei successivi due esercizi;
- i criteri e le politiche di remunerazione del gestore;
- illustrazione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria attesa dallo svolgimento dell'attività nei primi due esercizi.

L'allegato correda le disposizioni volte all'attuazione dell'art. 50-*quinquies*, comma 5, lett. a) del Tuf e risponde anche alla finalità di costituire quel patrimonio informativo (che si aggiornerà periodicamente) a disposizione dell'Autorità in grado di orientare e programmare l'azione di vigilanza.

INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA

1. Avvertenza

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’emittente 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 in strumenti finanziari emessi da start-up innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto.”*.

2. Informazioni sui rischi

- a) descrizione dei rischi specifici dell’emittente e dell’offerta.

3. Informazioni sull’emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell’offerta

- a) descrizione dell’emittente, del progetto industriale con indicazione del settore di utilità sociale in caso di *start-up* innovative a vocazione sociale, del relativo *business plan* e indicazione del collegamento ipertestuale al sito *internet* dell’emittente ove reperire le informazioni richieste dall’articolo 25, commi 11 e 12, del decreto;
- b) descrizione degli organi sociali e del *curriculum vitae* degli amministratori;
- c) informazioni sulla durata dei benefici fiscali in relazione alla decadenza dal possesso dello *status* di *start-up* innovativa;
- d) la descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio;
- e) descrizione delle clausole predisposte dall’emittente 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 dell’articolo 28.

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;
- b) informazioni sulla quota già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori, 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 a banche e imprese di investimento;
- d) descrizione delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta;
- e) indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta e descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi;
- f) termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;
- g) informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'emittente 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 che hanno sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;
- h) informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali.

5. Informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta

- a) descrizione delle attività connesse all'offerta svolte dal gestore del portale.

* * *

[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.