

VITTORIO MIRRA

EQUITY CROWDFUNDING: LA GUIDA PRATICA

**come orientarsi in tema di raccolta fondi, start up
e nuovi finanziamenti**



Equity Crowdfunding: la guida pratica



VITTORIO MIRRA

Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start up e nuovi finanziamenti

Guida pratica alla scoperta dei segreti della legge italiana
e di quelle transnazionali

Indice

Indice	3
L'autore	4
Introduzione	5
Parte Prima	
<i>Il fenomeno del crowdfunding: tipologie ed esperienze transnazionali</i>	10
Parte Seconda	
<i>Il crowdfunding nell'ordinamento italiano: il decreto "crescita-bis"</i>	14
Parte Terza	
<i>Le attività propedeutiche alla predisposizione del regolamento attuativo del decreto crescita-bis</i>	20
Parte Quarta	
<i>Anlisi della regolamentazione adottata dalla Consob: prime valutazioni applicative</i>	22
Allegati	76
Note	81

L'Autore



VITTORIO MIRRA
AVVOCATO

EQUITY CROWDFUNDING: LA GUIDA PRATICA

***Come orientarsi in tema di raccolta fondi,
start up e nuovi finanziamenti***

Vittorio Mirra è avvocato.

Attualmente in servizio presso la Divisione Strategie Regolamentari della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob).

Si occupa principalmente di diritto e regolamentazione finanziaria e di analisi di impatto della regolamentazione.

Vanta una significativa esperienza in materia di banking & finance, corporate, litigation, Alternative Dispute Resolution (ADR), contrattualistica nazionale ed internazionale e normativa antiriciclaggio. Dal 2006 al 2012 è stato associate presso lo Studio Professionale Associato a Baker & Mc Kenzie.

È dottorando di ricerca in “Diritto ed impresa” presso l’Università LUISS Guido Carli.

Ha conseguito la fellowship della “Academy of American and International Law, Center for American and International Law”, Plano, Texas, USA.

È autore di monografie in tema di antiriciclaggio (Maggioli, 2008) e di recupero crediti (Giuffrè, 2013), nonché autore di numerosissimi contributi pubblicati nelle principali riviste giuridiche, in materia di diritto civile e processuale civile, diritto commerciale, bancario, finanziario, antiriciclaggio e diritto dello sport.

È relatore in convegni e seminari giuridici.

Introduzione

Il 2014 sarà l'anno dell'equity-crowdfunding. Sono in molti in Italia, ma non solo, a pensarlo.

Infatti, dopo un periodo di gestazione durato circa nove mesi, il nostro Paese è arrivato, per primo al mondo, a dotarsi di una disciplina organica sulla materia. Il processo ha ufficialmente preso il via il 18 ottobre 2012 con l'emanazione del D.L. n.179 (c.d. «decreto crescita bis») e si è, sostanzialmente, completato il 26 giugno 2013 con il Regolamento approvato dalla Consob con delibera n.18592.

A partire dal 29 luglio 2013 è stata data la possibilità ai Gestori di Portali di iscriversi al Registro istituito ex art.50-quinquies del TUF ed un primo operatore è stato autorizzato il 18 ottobre 2013. Si è aggiunta, successivamente, l'iscrizione di una SIM nella sezione speciale dedicata all'annotazione delle banche ed imprese di investimento. Le offerte proposte in sottoscrizione da questi gestori si svolgeranno nel 2014. Entro breve, pertanto, sapremo se le aspettative sull'efficacia di questo nuovo strumento saranno verificate o meno.

L'impressione è che possa realmente trattarsi di una innovazione in grado di modificare il “fare impresa”.

La guida predisposta dall'Avv. Mirra analizza in dettaglio le caratteristiche dell'equity-crowdfunding nell'interpretazione che ne è stata data dall'organo di vigilanza italiano dietro input delle scelte compiute dal Legislatore. Allo stato attuale, chi intenda avvicinarsi a questo nuovo strumento deve necessariamente considerare l'esistenza di specifiche disposizioni riguardanti il suo campo di applicazione (riservato alle sole start-up innovative), il profilo dei gestori di portali a questo scopo destinati (limitato a soggetti autorizzati da Consob o che già svolgono servizi di investimento) e le modalità di svolgimento delle offerte (connotate dalla presenza di forti presidi per la tutela degli investitori non professionali). In breve, la normativa prende in considerazione tanto l'eventuale emittente quanto la sua offerta nonché i potenziali investitori ed il portale sottostante.

Le prime esperienze realizzate in Europa, in specie nei paesi ove tradizionalmente si trova un humus più favorevole a certe sperimentazioni di tipo finanziario, testimoniano un vivace interesse per lo sforzo, portato avanti da alcune piattaforme, di avvicinare il grande pubblico alle proposte imprenditoriali promosse dalle start-up. In questi contesti, però, il disegno di una cornice regolamentare sta maturando dopo una prima fase pionieristica durante la quale i gestori hanno elaborato schemi operativi che non si ponessero in conflitto con la normativa: Inghilterra ed Olanda sono due esempi di questa crescente attenzione come pure, a livello sovranazionale, la consultazione promossa dalla Commissione UE.

Ci si potrebbe domandare, allora, per quale motivo l'Italia si sia affrettata a disciplinare un fenomeno prima ancora che fosse realizzabile (la deroga all'art.2468, primo comma, Cod. Civ. che permette l'offerta al pubblico di quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di S.r.l. è stata introdotta con l'art.26, comma 5, del D.L. n.179/2012, lo stesso provvedimento che ha integrato il TUF e delegato a Consob la conseguente regolamentazione) e senza potersi avvalere delle esperienze comparabili di altri paesi. Non vi è un'unica risposta. Gli argomenti più convincenti, però, sono ravvisabili nell'intento di impedire la nascita di iniziative oltremodo spregiudicate e suscettibili di mettere a repentaglio il risparmio privato costituzionalmente garantito e nella convinzione che dall'affermazione dell'equity-crowdfunding come strumento credibile sul mercato ed affidabile per i cittadini possano scaturire le premesse per un cambiamento di ampio respiro nell'economia italiana.

La possibilità che viene data ad una start-up innovativa di presentarsi ad un vasto pubblico di potenziali investitori e raccogliere le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione del piano industriale è qualcosa che da subito ci offre la prospettiva di assistere ad un cambio di paradigma nei processi ai quali siamo stati abituati ad assistere nella fase d'avvio di un'impresa.

Per fare un esempio, fino a ieri, chi avviava una start-up doveva confrontarsi con un sistema che, circoscrivendo l'analisi al reperimento delle risorse finanziarie, in mancanza di congrue garanzie dei proponenti, si scontrava con l'inaccessibilità al credito bancario oppure, se meritava l'ammissione a contributi pubblici, soffriva della necessaria anticipazione delle spese e dell'incertezza sui tempi di effettiva erogazione. Anche i premi offerti dalle numerose competizioni dedicate

a far emergere i migliori talenti difficilmente sono proporzionati con le effettive esigenze dei partecipanti, ma sono, più spesso, semplici incentivi.

Oggi, invece, chi ha avviato una start-up, se in possesso di un'idea innovativa convincente e di un team adeguato per la sua realizzazione, può sperare di superare queste restrizioni proponendo al pubblico la condivisione dei successi attesi diventando soci a fronte di un apporto di capitale. L'equity-crowdfunding, infatti, sposta l'enfasi sulle idee e sulle persone che, se meritevoli, possono raccogliere le risorse finanziarie occorrenti. Per di più, il meccanismo di validazione del modello d'impresa da parte della comunità on-line, in una prospettiva di breve termine, potrebbe assurgere a rating utilizzabile dalle banche per concedere affidamenti a realtà altrimenti inammissibili e fornire lo spunto per l'erogazione di finanziamenti ancorati ad un multiplo del capitale versato seguendo modelli già proposti in passato.

Ma guardando un poco più lontano si può scorgere nella normativa dedicata allo sviluppo dell'equity-crowdfunding un seme che può originare cambiamenti nei modelli culturali radicati nel nostro sistema imprenditoriale di ben più ampia portata.

Con la democratizzazione dell'economia, intesa come accesso diretto dei cittadini alle opportunità di investimento e come accesso diretto delle start-up alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione, la raccolta di capitali, inevitabilmente, passerà attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti. Il filtro della meritocrazia, inoltre, farà sì che, progressivamente, scienza e tecnologia diventino il vero traino dell'economia. Nel contempo è realistico aspettarsi, anche su progetti di minori dimensioni, dossier (piano d'impresa in primis) di qualità più elevata rispetto all'attuale e ciò si accompagnerà ad una crescente maturità della classe imprenditoriale che dovrà farsi più sensibile ai temi della trasparenza informativa e della verificabilità dei dati.

Altri effetti di non secondaria importanza si potranno osservare nel graduale superamento di due limiti storicamente riconosciuti nelle Pmi italiane, ovvero il nanismo e la compagine sociale ristretta. Con l'equity-crowdfunding le società necessariamente disporranno di mezzi propri (capitale netto) appropriati alle dimensioni dell'investimento che si trovano ad affrontare e tali mezzi perverranno da una moltitudine di soggetti (fra i quali, per obbligo, gli investitori profes-

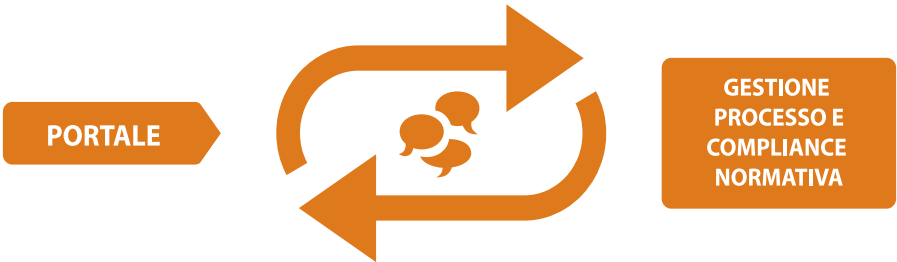
nali) che, con ogni probabilità, non si limiteranno ad un coinvolgimento nel capitale ma apporteranno competenze, relazioni e vigilanza. Certo, alcune criticità potranno sorgere nella gestione della corporate-governance, ma vi sono anche qui le condizioni per poter fare bene: penso alle quote senza diritto di voto come pure al rappresentante comune dei quotisti senza scomodare le best practice in uso sui mercati azionari (bilanciamento di responsabilità amministrative e di controllo) alle quali comunque sarà doveroso ispirarsi.

Le premesse per poter fare di questo “nuovo” strumento un propulsore che permetta all’innovazione di rappresentare un determinante fattore di crescita economica e sociale del paese, ci sono tutte: sono stati creati gli strumenti adatti (l’equity-crowdfunding è solo una delle agevolazioni connesse all’essere start-up innovativa) ed è stata definita una cornice legislativa adeguata, sicuramente da sperimentare ma coerente con le diverse esigenze dei diversi attori chiamati in causa.

Spetta alle eccellenze del made in Italy, a questo punto, mettersi in gioco per attrarre l’interesse del pubblico e agli investitori, siano essi istituzioni finanziarie, business angel o comuni cittadini, avvicinarsi all’equity-crowdfunding convintamente. In particolare, a questi ultimi, compete una certa dose di coraggio e di visione. Solo questo potrà contribuire a ricreare un clima di fiducia nelle possibilità del Paese (che, malgrado tutto, continua a primeggiare in alcuni settori industriali) e ad intercettare quei segnali di ripresa che, seppur timidamente, iniziano a manifestarsi, nel superiore obiettivo di contribuire ad uno sviluppo duraturo dell’economia e di fare dell’Italia un best place for doing business.

Matteo Piras
(Presidente e co-fondatore [StarsUp](#))

Idee, e persone per realizzarle.



Autorizzato CONSOB



Professionalità e competenza



Fondi raccolti vincolati presso un istituto di credito



Inizia una nuova era di fare impresa

www.starsup.it



Il fenomeno del crowdfunding: tipologie ed esperienze transnazionali

COS'E' IL CROWDFUNDING

Con il termine *crowdfunding* ci si riferisce usualmente al finanziamento di progetti da parte di una “massa” di investitori (la folla: “*crowd*”), a mezzo di elargizioni in denaro (*funding*) effettuate attraverso *internet*.

Il *crowdfunding* ha trovato una propria iniziale diffusione nei paesi anglosassoni (specialmente Australia¹ e Stati Uniti d’America), ma tale fenomeno è oggi molto diffuso anche in Europa, in varie sfaccettature. In via generale si possono individuare quattro tipologie di *crowdfunding*: attualmente il più diffuso è sicuramente il c.d. “*reward-based*”, il quale si sostanzia in un investimento di denaro, a cui è collegata una specifica ricompensa: l’esempio classico è il finanziamento di un gruppo musicale emergente, magari nella incisione di un cd master. In tale caso la “ricompensa” potrebbe essere rappresentata da un biglietto in prima fila ai concerti di tale gruppo ovvero da gadget personalizzati. Si rammenta che tale metodologia di finanziamento è stata ad esempio utilizzata per raccogliere fondi durante la campagna elettorale che ha condotto alla prima elezione del Presidente degli Stati Uniti d’America, Barack Obama.

DONATION-BASED

È possibile altresì menzionare il modello “*donation-based*”, il quale consiste in una mera donazione di una somma di denaro al fine di sostenere un’attività o un progetto, nonché il modello “*social lending*” o “*peer to peer lending*”, a tutt’oggi in grossa espansione, che consiste in un prestito da parte di privati ad altri soggetti privati, ricompensato con il pagamento di

interessi ed effettuato per il tramite di piattaforme on-line, che mettono in contatto i soggetti interessati, trattenendo una percentuale quale commissione per il servizio effettuato.

Con specifico riferimento alle esperienze transnazionali, particolare attenzione dovrà prestarsi agli Stati Uniti d'America.

Negli USA, infatti, il Presidente Barack Obama ha approvato nell'aprile 2011 il *Jumpstart Our Business Startups* ("Jobs Act") che ha introdotto una particolare esenzione al *Securities Act* per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding* (la c.d. "*crowdfunding exemption*").

I CAPISALDI DELLA NORMATIVA U.S.A

Tra i capisaldi sui quali si fonda la normativa statunitense vi sono: (i) la citata esenzione dall'autorizzazione per l'esercizio di attività di intermediazione, a condizione che le attività di *crowdfunding* siano svolte attraverso appositi *funding portal* registrati presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC); (ii) la possibilità per la società interessata di raccogliere fino a un massimo di un milione di dollari annui nei confronti di soggetti privati, i quali però sono soggetti ad un limite massimo di investimento, rapportato al proprio reddito: 2 mila dollari o il 5 % se il reddito è inferiore ai 100 mila dollari annui o 10 % nel caso il reddito sia superiore a questa soglia; (iii) tramite il portale dovranno essere svolte tutta una serie di attività di *investor education*, volte a rendere consapevole l'investitore dei rischi che può fronteggiare.

IL SISTEMA COMUNITARIO

Anche a livello comunitario l'attenzione per il fenomeno è crescente²: ad oggi esistono per lo più alcuni documenti pubblicati dalle Autorità di vigilanza del settore finanziario a fini illustrativi delle caratteristiche delle varie tipologie di *crowdfunding*, dei rischi per l'investitore e degli ambiti normativi vigenti nei quali il fenomeno può essere inquadrato giuridica-

mente³, ma non una regolamentazione esaustiva ed armonizzata, la quale è stata invece auspicata da molti operatori (nonché dall'associazione “*European Crowdfunding Network*”). In ambito europeo, l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) ha provveduto a pubblicare nel settembre del 2012 un' “Avvertenza per gli investitori” relativa alle “Insidie dell'investimento on-line⁴” ; il che però, allo stato, non appare sufficiente per assicurare una uniformità o una armonizzazione delle regole (per lo più non ancora esistenti) in Europa. In sostanza, manca la certezza giuridica circa la disciplina applicabile alla fattispecie in oggetto, tanto è vero che i portali on-line operano secondo modalità differenti che vengono sovente “concordate” con le Autorità di vigilanza dei rispettivi Paesi al fine di rendere tale attività “compatibile” con il quadro regolamentare vigente in materia di mercati finanziari (es. Direttive MiFID, MAD, *Transparency, Prospetto*).

**LA CONSULTAZIONE
PUBBLICA
COMUNITARIA**

A riprova dell'interesse per questo tema, al fine di promuovere il fenomeno e valutare la necessità di modifiche all'attuale legislazione, il 3 ottobre 2013 la Commissione europea ha lanciato una consultazione pubblica⁵ – pubblicando un apposito questionario – sul processo di finanziamento “*crowdfunding*”, che è terminata il 31 dicembre 2013. Alla base della consultazione c'è la volontà da parte della Commissione di invitare i cittadini, le imprese e gli altri *stakeholders* a condividere il loro punto di vista in merito ai potenziali benefici e ai rischi del *crowdfunding*.

Concludendo con una notazione sulla situazione italiana, si può citare un recente studio sulle piattaforme di *crowdfunding* operanti in Italia⁶, che ha individuato 21 piattaforme operanti nel nostro Paese (più altre due in fase di lancio), così divise: 12 operanti con

il modello “*reward-based*”, 7 piattaforme “*donation based*”, 2 operanti nell’ambito del *social lending* e 2 riconducibili allo schema *equity-based*. C’è da auspicarsi che queste ultime, a seguito dell’emanazione della specifica regolamentazione da parte della Consob, aumentino in maniera consistente.



Il crowdfunding nell'ordinamento italiano: il decreto "crescita-bis"

La crisi economica e la volontà di rilanciare la crescita del Paese hanno fatto sì che si cercasse di favorire l'imprenditoria, soprattutto giovanile, agevolando l'utilizzo di forme di reperimento del capitale alternative al tradizionale canale bancario, oramai di difficile accesso soprattutto per le imprese di nuova costituzione.

Sulla "spinta" del JOBS-Act adottato negli Stati Uniti d'America nell'aprile 2011, il governo Monti ha costituito un'apposita *task force* presso il Ministero dello Sviluppo Economico, guidato dall'allora Ministro Corrado Passera, al fine di approfondire il fenomeno del *crowdfunding* e presentare delle proposte al Governo italiano "per fare in modo che l'Italia diventi un Paese ospitale per la nascita e la crescita delle startup". Questo è stato lo scopo del rapporto "Restart Italia" presentato dalla citata *task force*, al fine di minimizzare il ruolo diretto dello Stato, riducendo così i rischi di lungaggini e lentezze, tendendo invece a massimizzare il ruolo indiretto dello Stato "quando incentiva comportamenti da parte di privati capaci di contribuire a generare un nuovo ecosistema⁷".

Con specifico riferimento al *crowdfunding*, al fine di rendere tale strumento operativo in Italia, è stato ritenuto essenziale "prevedere una procedura di autorizzazione snella e semplice, basata però su chiare garanzie offerte da parte di chi voglia aprire queste

piattaforme on-line dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza e informazione per rendere chiaro ai cittadini che – come in ogni investimento – corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito”. Infatti, solo assicurando un adeguato livello di informazione e trasparenza, sarà auspicabile una diffusione di tale strumento di finanziamento per le imprese.

Intervenendo sulla semplificazione per l’iscrizione al Registro delle Imprese⁸, riducendo gli oneri e prevedendo una disciplina specifica dei rapporti di lavoro nonché deroghe al diritto societario e fallimentare, si è mirato a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita di nuove start-up. Inoltre, con la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in start-up e per gli incubatori⁹, l’obiettivo del decreto – emanato successivamente al rapporto della *task force* del Ministero – è stato quello di favorire la progressiva crescita delle *start-up* innovative.

**IL DECRETO
CRESCITA-BIS**

La semplificazione amministrativa e normativa auspicata¹⁰ è stata trasposta nelle disposizioni del c.d. “decreto crescita-bis” (d.l. 179/2012 convertito, con modifiche, nella l. 221/2012).

Il problema che la norma primaria ha inteso affrontare è costituito dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento, che incorpora un alto tasso di mortalità ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi.

Mediante la creazione di un “ecosistema” favorevole alle start-up innovative¹¹, il citato decreto intende favorire la crescita, la creazione di occupazione, in particolare quella giovanile, l’attrazione di talenti e capitali dall’estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana¹². In particolare

con il decreto si è inteso “creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up.

Questo quadro dovrebbe anche ispirare e sostenere lo sforzo che negli ultimi anni le regioni e altri attori pubblici e privati hanno profuso a favore delle nuove imprese innovative” (Relazione illustrativa al decreto).

LE MODIFICHE AL TUF

In sintesi, l’art. 30 del decreto modifica il Testo Unico della Finanza (TUF) introducendo:

i) le definizioni di “portale per la raccolta di capitali” tramite piattaforme on-line (art. 5-*novies* del TUF) e di “start-up innovative” (art. 5-*decies* del TUF);

ii) un nuovo capo intitolato alla “gestione di portali per la raccolta di capitali di start-up innovative” (collocato nell’ambito della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio - Parte II, Titolo III, Capo III-quater, nuovo art. 50-*quinquies* del TUF);

iii) una speciale disciplina delle “offerte attraverso portali per la raccolta di capitali” (nell’ambito della disciplina sull’appello al pubblico risparmio – Parte IV, Titolo II, Capo I, sez. III, nuovo art. 100-*ter* del TUF);

iv) l’adeguamento della disciplina sanzionatoria (di cui all’art. 190 del TUF).

Appare opportuno sintetizzare le principali disposizioni del decreto ed i compiti assegnati alla Consob che hanno rappresentato la base per la regolamentazione emanata successivamente.

Con riferimento all’attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, il decreto (introducendo l’art. 50-*quinquies* del TUF) dispone una riserva soggettiva per le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di

investimento. Inoltre, è previsto che possono essere abilitati a svolgere tale attività i soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione, però, che essi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e a imprese di investimento.

IL RUOLO DELLA CONSOB

Ai fini della iscrizione in tale registro, alla Consob è demandata la definizione dei requisiti di:

- onorabilità per coloro che detengono il controllo;
- onorabilità e professionalità per coloro che ivi svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

Inoltre, è espressamente disposto che ai soggetti iscritti in tale registro non si applichino le disposizioni in materia di svolgimento dei servizi di investimento (di cui alla Parte II, Titolo II, Capo II del TUF), nonché di promozione e collocamento a distanza di servizi e di attività di investimento e strumenti finanziari (di cui all'art. 32 del TUF). Tali soggetti, inoltre, non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (art. 50-quinquies, comma 4 del TUF).

Sempre secondo le nuove previsioni del TUF (cfr. art. 50-quinquies, commi 3 e 5), la Consob è inoltre chiamata a definire principi e criteri relativi a:

- la formazione del registro e le forme di pubblicità;
- le eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, le cause di sospensione, radiazione e riammissione e le misure applicabili nei confronti degli iscritti al registro;
- le eventuali ulteriori cause di incompatibilità;
- le regole di condotta che i gestori di

portali debbono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

Il comma 6 del nuovo art. 50-*quinquies* del TUF attribuisce alla Consob la vigilanza sui gestori di portali che a tal fine può chiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini, nonché effettuare ispezioni.

Infine, con riguardo alla disciplina delle offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali (di cui al nuovo art. 100-*ter* del TUF), il decreto delega alla Consob la definizione della disciplina applicabile a tali offerte al fine di:

i) assicurare la sottoscrizione da parte di “investitori professionali, o particolari categorie di investitori” dalla stessa individuate, di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l’offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali;

ii) 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.

EQUITY
CROWDFUNDING
PER START-UP
INNOVATIVE

IL PRIMO
PORTALE
ON LINE
AUTORIZZATO
IN ITALIA

StarsUp 
PROFESSIONAL CROWDFUNDING

StarsUp è il primo **portale on-line** iscritto nel registro istituito presso la Consob per effettuare l'attività di raccolta di capitale di rischio da parte di start-up innovative (c.d. «**equity crowdfunding**»).

Si tratta di un modello di raccolta fondi finalizzato all'investimento da parte di singoli investitori nel capitale sociale ("equity") di una società (una start-up innovativa, a contenuto tecnologico o sociale), condividendo in tal modo il "rischio d'impresa" con il socio o i soci già esistenti.

L'«**equity crowdfunding**» è sempre più diffuso a livello mondiale. In Italia, con anticipo rispetto ad altre legislazioni, è stato recentemente regolamentato ed è sottoposto all'attività di indirizzo e vigilanza effettuata da Consob.

Inizia una nuova era di fare impresa

www.starsup.it



Le attività propedeutiche alla predisposizione del regolamento attuativo del decreto crescita-bis

LA METODOLOGIA

Ai fini dell’emanazione della regolamentazione secondaria delegata dal decreto crescita-bis, la Consob ha adottato una metodologia in linea con le migliori prassi di *better regulation*, con l’obiettivo di stimolare la collaborazione della più ampia platea di soggetti potenzialmente interessati al fenomeno in questione. La metodologia adottata per la consultazione con il mercato è risultata particolarmente apprezzata, alla luce delle risposte pervenute alla Consob.

La citata consultazione è stata preceduta da un’indagine conoscitiva, comprendente la predisposizione di un apposito questionario¹³, atto a valutare la conoscenza del fenomeno del *crowdfunding*: tale questionario, suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari della disciplina (gestori “potenziali”, investitori professionali, investitori *retail* e start-up innovative) è stato indirizzato a tutti i soggetti potenzialmente interessati al tema del *crowdfunding*.

È stato inoltre organizzato un *open-hearing*¹⁴ presso la sede romana della Consob, volto a favorire un maggiore coinvolgimento dei soggetti interessati oltre che a consentire una migliore comprensione del fenomeno ai fini di una corretta regolamentazione dello stesso.

Attraverso tale approccio collaborativo, si è reso possibile che l'apporto degli operatori del mercato si manifestasse già nella fase ascendente della produzione regolamentare, rendendo la partecipazione del mercato ancora più efficace.

Successivamente, il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il documento di consultazione recante la proposta di Regolamento in tema di “Raccolta di Capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*” in attuazione dell'art. 30 del d.l. n. 179/2012 (c.d. “decreto crescita bis”, convertito, con modificazioni, nella l. n. 221 del 17 dicembre 2012). La consultazione si è chiusa il 30 aprile 2013 ed il testo definitivo del regolamento, modificato alla luce della consultazione espletata, è stato adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 12 luglio 2013.



Analisi della regolamentazione adottata dalla Consob: prime valutazioni applicative

ITALIA COME GUIDA

L'Italia è il primo Paese ad aver adottato una regolamentazione specifica per l'*equity crowdfunding* e probabilmente fungerà da "guida" per i futuri interventi che verranno predisposti negli altri Paesi (ad esempio la competente autorità francese dovrebbe a breve intervenire per regolamentare tale fenomeno).

Sarà quindi utile esaminare le disposizioni regolamentari emanate dalla Consob, per meglio analizzare le attività richieste ai gestori di portali per il corretto svolgimento delle attività atte a consentire la raccolta di capitale di rischio delle start-up innovative tramite portali on-line.

Pertanto, metodologicamente, sarà opportuno seguire l'articolato adottato dalla Consob, per approfondire i contenuti del regolamento e chiarire le attività dei gestori dei portali soprattutto nei confronti degli investitori *retail*, nonché i compiti e le attività di vigilanza in capo alla Consob.

Verrà riportato il testo definitivo entrato in vigore (per il testo inizialmente messo in consultazione si rimanda al documento di consultazione pubblicato dalla Consob in data 29 marzo 2013 e disponibile sul sito internet dell'Istituto).

PARTE I – DISPOSIZIONI GENERALI

**IL TESTO DEFINITIVO
ENTRATO IN VIGORE**

Art. 1

(Fonti normative)

1. *Il presente regolamento è adottato ai sensi degli articoli 50-quinquies e 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.*

La regolamentazione in oggetto attua le deleghe attribuite alla Consob dal decreto crescita-bis, il quale ha introdotto nel TUF i nuovi articoli 50-quinquies e 100-ter in tema di raccolta di capitale di rischio di start-up innovative tramite offerte al pubblico effettuate tramite portali on-line.

Si rammenta che, 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.

Inoltre, ai sensi dell'art. 100-ter del TUF, 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.

Nonostante la differente collocazione nel TUF delle citate disposizioni, la Consob ha precisato che 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.

Art. 2 **(Definizioni)**

1. Nel presente regolamento si intendono per:

- a) «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;*
- b) «decreto»: il decreto legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221 recante «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese»;*
- c) «emittente»: la società start-up innovativa, comprese le start-up a vocazione sociale, come definite dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto;*
- 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;*

- e) «gestore»: il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio per le start-up innovative ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob;
- f) «controllo»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, anche tramite patti parasociali, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;
- g) «offerta»: l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio, avente ad oggetto 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;
- h) «strumenti finanziari»: le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start-up innovative oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali;
- i) «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-quinquies del Testo Unico;
- j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, 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.

Nell'articolo in commento sono state adottate alcune definizioni atte a conferire organicità alla disciplina. Tali definizioni devono considerarsi riferibili solo ai fini del regolamento in commento, per le peculiari caratteristiche che lo stesso richiede.

In ossequio a quanto disposto dal decreto crescita-bis, si è ritenuto opportuno chiarire e limitare l'ambito di applicazione del regolamento alle start-up innovative, attraverso una nozione specifica di "emittente",

LA NOZIONE DI CONTROLLO

nonché specificare che l'offerta deve avere ad oggetto la raccolta di capitale di rischio del citato emittente, escludendosi così le obbligazioni e comunque in generale i titoli di debito, i derivati o comunque altri strumenti finanziari diversi dalle azioni o le quote rappresentative del capitale sociale di start-up innovative. Si specifica inoltre che anche ai fini delle agevolazioni fiscali previste dal decreto crescita-bis, le stesse siano riservate alle "somme investite nel capitale sociale di una o più start-up innovative" (cfr. art. 29 D.L. 179/12).

Tralasciando le definizioni meramente ripetitive di quanto sancito dal decreto crescita-bis, si evidenzia l'individuazione di una nozione specifica di "controllo", comprensiva del controllo congiunto, ipotesi che dovrebbe essere facilmente riscontrabile nelle piccole realtà societarie che sono alla base del *crowdfunding*. Le start-up innovative, infatti, nascono per lo più in contesti ristretti, nei quali la presenza di due o tre azionisti dovrebbe essere la regola generale: in tali casi potrebbe sussistere un controllo societario che viene effettuato congiuntamente da due o più soggetti, in possesso di quote paritetiche. Tali soggetti devono essere presi in considerazione nella loro totalità, in quanto esercenti una attività di controllo, anche indiretto, della società, sia ai fini dei requisiti di onorabilità richiesti dal regolamento, sia in merito alla tutela che deve essere assicurata ai soci di minoranza ex art. 100-ter TUF nel caso in cui "i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta".

Per quanto riguarda i "portali" (le piattaforme web), per questi ultimi è previsto un vincolo di finalità esclusiva dell'attività; tale vincolo non sussiste invece per le società che li gestiscono (i.e. gestori dei portali). I gestori, infatti, potranno fornire anche ulteriori

IL REGISTRO DEI GESTORI DI PORTALI

attività - non sulla medesima piattaforma - nonché servizi “ancillari”, che possano magari accrescere la visibilità e l’affidabilità dei portali stessi agli occhi degli investitori e di conseguenza anche la domanda di servizi.

È opportuno chiarire che l’attività di gestione di portali on-line è riservata a due categorie di soggetti: i gestori di portali c.d. “a richiesta”, cui appartengono quei soggetti che posseggono i requisiti prescritti per l’iscrizione al registro tenuto dalla Consob, e le banche e le imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi di investimento (c.d. “gestori di diritto”).

Di conseguenza, con specifico riferimento al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob, lo stesso è diviso in due sezioni, nelle quali verranno rispettivamente iscritti ed annotati i gestori di portali sopra indicati (si rimanda a: http://www.consob.it/main/intermediari/cf_gestori/index.html).

In particolare, i soggetti diversi da banche e imprese di investimento che presenteranno tutta la documentazione prevista dal regolamento ed in possesso dei requisiti ivi prescritti, saranno – a seguito della valutazione da parte della Consob – iscritti nel registro a richiesta.

Le banche e le imprese di investimento non avranno invece necessità di seguire l’iter previsto dal regolamento, ma saranno abilitate *ex lege* all’esercizio dell’attività di gestori di portale. Esse pertanto verranno semplicemente annotate nel registro tenuto dalla Consob e l’unica attività richiesta sarà quella di comunicare alla Consob l’intenzione di prestare l’attività di gestione di portali on-line prima dell’inizio dell’attività stessa. In tal modo viene data la possibilità alla Consob di dare visibilità a tale società, permettendo ai terzi di consultare il registro ed essere così certi della legittima operatività del soggetto in

questione.

Per quanto concerne lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on-line per la raccolta di capitali per le start up innovative, la Consob nella comunicazione n. 0066128 dell'1.08.2013, tenuto conto che l'attività di gestione di portali on line implica la prestazione di servizi di investimento quantomeno di tipo "esecutivo", ha chiarito che i gestori "di diritto" sono chiamati ad osservare le pertinenti disposizioni dettate dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione. Tali gestori di diritto potranno prescegliere le concrete modalità di svolgimento della propria attività, graduando l'applicazione delle regole di condotta in ragione dei tipi di servizi di investimento effettivamente prestati nei confronti della clientela e della tipologia di investitori serviti, prestando particolare attenzione ai presidi di trasparenza nella relazione con la clientela.

Un'ultima notazione in merito alla categoria degli investitori professionali. L'art. 100-ter del TUF delega la Consob ad individuare le regole applicabili alle offerte effettuate tramite portali on-line al fine di "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".

La Consob ha dunque ritenuto necessario predisporre una ulteriore tutela per l'investitore, individuando delle specifiche categorie di investitori che per le particolari caratteristiche, per le attività o le esperienze peculiari possano fungere da ulteriore tutela per l'investitore *retail*, soprattutto in termini di valutazione del progetto presentato dalla start-up e dunque dell'investimento effettuato sullo stesso. È

dunque previsto di far rientrare nella categoria degli 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, e cioè:

1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali:

a) banche;

b) imprese di investimento;

c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati;

d) imprese di assicurazione;

e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi;

f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi;

g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci;

h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals);

i) altri investitori istituzionali;

l) agenti di cambio;

(2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

— totale di bilancio: 20.000.000 EUR.

— fatturato netto: 40.000.000 EUR.

— fondi propri: 2.000.000 EUR.

(3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni

GLI INVESTITORI PROFESSIONALI

finanziarie.

Tali soggetti sono *ex se* considerati di particolare affidamento, in quanto posseggono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono. Non sono stati inclusi i c.d. clienti professionali su richiesta, poiché le valutazioni previste in merito agli stessi non assicurano le stesse garanzie in termini di affidabilità, competenza ed esperienza sopra menzionate¹⁵.

Infine, sono stati inseriti nella definizione di “investitore professionale” 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, e cioè il Governo della Repubblica e la Banca d'Italia.

Probabilmente la categoria degli investitori professionali sarà “allargata”, quanto meno a livello ermeneutico, ad altre categorie di investitori a seguito dell'attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), e per l'applicazione del regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e del regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

Per le particolari categorie di investitori individuati dalla Consob, si rimanda anche al commento relativo all'art. 24.

LE MODALITA' DI COMUNICAZIONE ALLA CONSOB

Art. 3

(Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob)

1. *Le domande, le comunicazioni, gli atti, i documenti e ogni altra informazione prevista dal presente regolamento sono trasmessi mediante l'utilizzo di posta elettronica certificata (PEC) all'indirizzo portalicrowdfunding@pec.consob.it.*

Il fenomeno del *crowdfunding* deve la sua creazione e diffusione alla rete e dunque non sorprende la stretta connessione che lo stesso debba avere col *web* in generale. Di conseguenza, tenuto conto di quanto appena accennato nonché della necessità di rendere l'attività della Consob rapida ed efficiente, nonché affinché gli oneri per i soggetti interessati siano ridotti al massimo, le procedure di autorizzazione e trasmissione dei flussi informativi alla Consob sono state veicolate ad un'apposita casella di posta elettronica certificata (PEC), procedendo in tal modo ad una completa dematerializzazione delle procedure.

Tutto ciò in coerenza con l'attività di riduzione degli oneri amministrativi effettuata dalla Consob conformemente alle disposizioni di cui al D.L. 13 maggio 2011 n. 70, che ha condotto alla predisposizione di un programma di riduzione degli oneri amministrativi per il biennio 2013-2014 nel quale sono state individuate diverse aree che potranno essere oggetto di interventi per razionalizzazione e ridurre gli oneri amministrativi a carico delle imprese e dei soggetti vigilati¹⁶, come nel caso in commento.

PARTE II – REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI

FORMAZIONE DEL REGISTRO

Titolo I – Istituzione del registro

Art. 4 (Formazione del registro)

1. È istituito il registro dei gestori previsto dall'articolo 50-quinquies, comma 2, del Testo Unico.
2. 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, prima dell'avvio

dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato 1.

Nel registro tenuto dalla Consob sono inclusi i c.d. gestori a richiesta¹⁷, nonché – nell'apposita sezione speciale – sono annotate le banche e le imprese di investimento che intendono svolgere l'attività di gestori di portali (c.d. gestori di diritto).

In tal modo vi sarà la possibilità “per la generalità di soggetti” di accedere al registro per avere piena conoscibilità di tutti i soggetti che effettuano legittimamente l'attività di gestione dei portali on-line per la raccolta di capitali di rischio per le start-up innovative.

Va specificato che apposite verifiche per l'iscrizione al registro verranno effettuate solo sui c.d. gestori a richiesta, mentre nessun controllo preliminare verrà effettuato, in sede di annotazione, sui gestori di diritto, per i quali la citata annotazione nella sezione speciale ha una mera efficacia di pubblicità notizia.

La mancata iscrizione al registro da parte di gestori a richiesta che effettuino offerte relative a strumenti finanziari di start-up innovative comporterà la sussistenza di un abusivismo nella prestazione di tale attività, che verrà perseguito ai sensi di legge (cfr. art. 190 TUF).

Per i gestori di diritto è invece prevista – a fini di *moral suasion* – una comunicazione preventiva per “annunciare” l'inizio dell'attività di gestione di portali, così da poter annotare tali soggetti nella sezione speciale del registro, dandone piena conoscibilità al mercato.

È opportuno specificare che 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.

Art. 5
(Contenuto del registro)

1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati:

- a) il numero d'ordine di iscrizione;
- b) la denominazione sociale;
- c) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;
- d) la sede legale e la sede amministrativa;
- e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari;
- f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.

2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:

- a) la denominazione sociale;
- b) l'indirizzo del sito internet del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;
- c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.

Nel registro sono inclusi gli elementi identificativi delle società che effettueranno l'attività di gestione di portali on-line per la raccolta di capitale di rischio delle start-up innovative.

A fini facilitativi sono inclusi anche i link ipertestuali al sito internet del portale, nonché, a tutela degli investitori e del mercato, vengono elencati gli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati nei confronti del gestore da parte della Consob; tali provvedimenti consentiranno all'investitore di effettuare delle necessarie valutazioni sull'affidabilità del gestore.

**Art. 6
(Pubblicità del registro)**

1. Il registro è pubblicato nella parte “Albi ed Elenchi” del Bollettino elettronico della Consob.

Anche tale previsione risulta coerente con la dematerializzazione dei flussi informativi e con una corretta ed efficiente gestione del registro da parte della Consob.

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, consente alla generalità del pubblico di consultare agevolmente tutti i dati relativi ai soggetti iscritti ovvero annotati nel registro stesso.

Titolo II - Iscrizione nel registro

**Art. 7
(Procedimento di iscrizione)**

1. La domanda di iscrizione nel registro è predisposta in conformità a quanto indicato nell'Allegato 1 ed è corredata di una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali, redatta in osservanza di quanto previsto dall'Allegato 2.

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

3. Nel corso dell'istruttoria la Consob può chiedere ulteriori elementi informativi:

- a) alla società richiedente;*
- b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente;*
- c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente.*

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.

4. 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 richiedente 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.

5. La Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni. L'iscrizione è negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-quinquies del Testo Unico e dagli articoli 8 e 9 ovvero quando dalla valutazione dei contenuti della relazione prevista all'Allegato 2 non risulti garantita la capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale.

L'articolo in commento disciplina la domanda da presentare alla Consob per richiedere l'iscrizione al registro dei gestori di portali.

Anche in questo caso è opportuno effettuare una differenziazione tra gestori a richiesta e gestori di diritto.

I primi dovranno presentare alla Consob, a mezzo PEC, la domanda di iscrizione al registro contenente tutti i dati relativi alla società, unitamente ai 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 corredato dei relativi allegati;

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

In tal modo si presenta alla Consob tutto quanto necessario per dimostrare la sussistenza dei requisiti previsti dalla regolamentazione con riferimento ai soggetti controllanti ed agli esponenti aziendali, assi-

curando altresì una piena trasparenza sui dati societari.

Le valutazioni necessarie alla successiva iscrizione nel registro non si applicano ai gestori di diritto per i quali non è prevista nessuna valutazione discrezionale da parte della Consob. Tali soggetti sono infatti abilitati all'esercizio dell'attività di gestione di portali *ex lege*; pertanto, le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento non dovranno presentare alcuna domanda, bensì inviare una mera comunicazione – sempre a mezzo PEC – precedentemente all'avvio dell'attività, indicando di essere in procinto di avviare l'attività in questione, fornendo tutti i dati relativi alla società (denominazione sociale, indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società).

Le domande di iscrizione e le comunicazioni alla Consob devono essere sottoscritte dal legale rappresentante della società.

Ritornando ai gestori a richiesta, su di essi si esercita un controllo accertativo (dei requisiti previsti dal regolamento: onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dei soggetti che esercitano il controllo sulla società richiedente) ed uno valutativo per assicurare una corretta gestione del portale.

Tale ultimo controllo avrà ad oggetto la relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, documenti che devono essere presentati in sede di domanda di iscrizione.

Più in particolare, nella relazione sull'attività d'impresa il gestore sarà tenuto a descrivere in maniera dettagliata le attività che intende svolgere, indicando:

1. le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale e/o l'affidamento di tali attività a terzi;

2. 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;
3. se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle start-up innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e/o dei report periodici sull'andamento degli stessi eventualmente disposti a favore degli investitori delle medesime società;
4. se intende predisporre eventuali meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale ovvero di rilevazione dei prezzi delle eventuali transazioni aventi ad oggetto tali strumenti finanziari;
5. se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra la start-up innovativa e gli investitori o tra gli investitori;
6. altre eventuali attività.

Per quanto concerne la relazione sulla struttura organizzativa, il gestore del portale dovrà fornire in maniera dettagliata quanto meno un set minimo di informazioni stabilite dalla Consob, ed in particolare:

1. una descrizione della struttura aziendale (organigramma, funzionigramma, ecc.) con l'indicazione dell'articolazione delle deleghe in essere all'interno dell'organizzazione aziendale e dei meccanismi di controllo predisposti nonché di ogni altro elemento utile ad illustrare le caratteristiche operative del gestore;
2. l'eventuale piano di assunzione del personale e il relativo stato di attuazione, ovvero l'indicazione del personale in carico da impiegare per lo svolgimento dell'attività. In tale sede, andrà altresì specificata l'eventuale presenza di dipendenti o collaboratori

che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e/o istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero, in materie attinente ai settori della finanza aziendale e/o dell'economia aziendale e/o del diritto societario e/o marketing e/o nuove tecnologie e/o in materie tecnico-scientifiche, con indicazione dei relativi ruoli e funzioni svolti all'interno dell'organizzazione aziendale;

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

4. i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli investitori ed in particolare per assicurare il rispetto delle condizioni di cui all'articolo 17, comma 2, del citato regolamento;

5. le modalità per la trasmissione a banche e imprese di investimento degli ordini raccolti dagli investitori;

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

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

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

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

10. l'eventuale affidamento a terzi:

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

b. di altre attività o servizi;

In particolare, andranno specificate le attività affidate, i soggetti incaricati, il contenuto degli incarichi conferiti e le misure per assicurare il controllo sulle

attività affidate e per mitigarne i rischi connessi.

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

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

Va da sé che da un punto di vista concorrenziale, il gestore di portali che, fornirà al pubblico ulteriori e più ricche informazioni di quelle sopra elencate, dovrebbe avere un maggiore *appeal* nei confronti degli investitori, stimolando così una competitività tra portali che prediligano la massima trasparenza.

Relativamente all'istruttoria della domanda, gli uffici competenti verificheranno la completezza della documentazione presentata dall'istante entro sette giorni dalla presentazione della domanda, comunicando allo stesso la documentazione mancante, che dovrà essere prodotta entro trenta giorni dalla richiesta di integrazione proveniente dalla Consob. Nel caso in cui la documentazione mancata non sia prodotta entro il termine indicato, il procedimento verrà estinto. L'istante potrà però presentare una nuova domanda per l'iscrizione al registro, dovendo necessariamente riprendere l'iter procedimentale dall'inizio.

La Consob, per valutare la capacità di esercizio dell'attività di gestione del portale, può rivolgere richieste di ulteriori elementi informativi anche a soggetti diversi dalla società istante, ed in particolare anche a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo ed alla società controllante dell'istante. Nelle more dell'ottenimento delle informazioni richieste, il termine del procedimento è sospeso, così da non danneggiare la società istante.

Può accadere che durante le valutazioni della Consob (e dunque successivamente al deposito della domanda di iscrizione al registro dei gestori) si verifichino delle modificazioni dei requisiti per l'iscrizione (es. perdita dei requisiti di onorabilità da parte dei sog-

getti controllanti la società), le quali dovranno essere comunicate senza indugio alla Consob: 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 (che deve essere inviata alla Consob entro sette giorni dal verificarsi dell'evento modificativo in questione).

Il termine per le valutazioni in capo alla Consob è di sessanta giorni. Entro tale data l'iscrizione al registro potrà essere concessa o negata alla luce delle valutazioni effettuate – sulla base del set di documentazione presentato con la domanda di iscrizione – con riferimento alla capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale.

Tale valutazione discrezionale è una garanzia nei confronti degli investitori, i quali dovranno poter effettuare i propri investimenti attraverso soggetti affidabili, i quali sono stati considerati idonei in virtù della dimostrazione di possedere una idonea struttura organizzativa, compatibile con le attività che si intendono svolgere. Avverso una delibera della Consob che neghi l'iscrizione al registro dei gestori di portali, sono esperibili i comuni rimedi giurisdizionali dinanzi al competente giudice amministrativo.

**I REQUISITI DEI
SOGGETTI CHE
DETENGONO
IL CONTROLLO**

Art. 8

(Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo)

1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di:

a) non trovarsi in una condizione di interdizione, inabilitazione ovvero di non aver subito una condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi;

b) *non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto. Legislativo 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione;*

c) *non essere stati condannati con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:*

1) *a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento;*

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;*

d) *non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato.*

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 direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche.*

Ai fini dell'iscrizione al registro dei gestori di portali, l'art. 50-*quinquies* del TUF richiede che i soggetti che detengono il controllo della società istante debbano possedere dei requisiti di onorabilità fissati dalla Consob. Tali requisiti devono sussistere per tutto il periodo in cui la società in questione effettui l'attività di gestione dei portali, pena la cancellazione del gestore dal registro, salvo che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi dalla perdita dei requisiti stessa.

I requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo del gestore sono "ricalcati" sulla base di quanto già previsto per le banche e le imprese di

**I REQUISITI DEI
SOGGETTI CHE
AMMINISTRANO E
CONTROLLANO**

investimento (decreto del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dell'11 novembre 1998, n. 469). Essi consistono sostanzialmente nella piena disponibilità dei propri diritti (assenza della condizione di interdizione, inabilitazione ovvero mancanza di condanne che comportino l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi, nonché la mancata soggezione a misure di prevenzione, nonché la mancata condanna definitiva per una serie di reati tra cui quelli in materia bancaria e finanziaria). In virtù della possibilità che il gestore faccia parte di un gruppo societario ovvero sia comunque controllato da una o più persone giuridiche, le verifiche sopra citate dovranno essere estese a tutti i soggetti che intervengono nella catena del controllo societario (e quindi alle persone fisiche che controllano le persone giuridiche a loro volta controllanti della società istante), nonché per gli amministratori e il direttore generale (ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti) della persona giuridica che controlla il gestore del portale.

Art. 9

(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)

1. *Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una società richiedente, devono possedere i requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 8, comma 1.*
2. *I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di:*
 - a) *attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;*
 - b) *attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;*
 - c) *attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche;*

che o economiche;

d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie.

3. Possono far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione anche soggetti, in ruoli non esecutivi, che abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori, purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti previsti dal comma 2.

4. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che le tali società non appartengano al medesimo gruppo.

La legge prescrive che anche coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore debbano possedere requisiti di onorabilità, i quali sono stati equiparati a quelli previsti per i soggetti controllanti la società stessa.

In aggiunta, i soggetti svolgenti le sopra citate funzioni apicali devono possedere anche dei requisiti di professionalità, al fine di assicurare al piccolo investitore che la società sia gestita da soggetti che abbiano le competenze necessarie e l'esperienza per esercitare un tale *business*.

Per dare la possibilità di sviluppo di tali realtà societarie, in un'ottica di semplificazione e di riduzione degli oneri per i soggetti interessati, i requisiti di professionalità sono stati "costruiti" in maniera semplificata rispetto a quanto previsto per le SIM, prevedendo per i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore la necessità di aver accumulato una esperienza di al-

meno due anni nell'ambito del settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo ovvero della ricerca o dell'insegnamento universitario materie giuridiche o economiche. In alternativa, tale esperienza potrà riferirsi sia all'esercizio di attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese (non necessariamente collegate all'ambito di business in questione) ovvero funzioni amministrative o dirigenziali svolte presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché implicino la gestione di risorse economico-finanziarie.

Per agevolare la concorrenza tra gestori e sottolineare l'importanza dell'innovazione e delle competenze tecniche del settore, si è inoltre previsto che gli amministratori senza ruoli esecutivi o deleghe operative possano, in alternativa a quanto sopra descritto, dimostrare semplicemente una esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca in tali settori. Questi requisiti "semplificati" valgono però soltanto con riferimento alla minoranza degli amministratori e solo per coloro che non rivestono ruoli esecutivi; la maggioranza dei componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo dovranno comunque possedere i requisiti "pieni" di professionalità previsti dal comma 2 dell'articolo 9 in commento.

Infine, è stata inserita una previsione analoga al c.d. divieto di interlocking, stabilendosi che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possano assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la medesima attività, salvo il caso in cui tali società appartengano allo stesso gruppo.

**LA PERDITA DEI
REQUISITI DI
ONORABILITÀ:
GLI EFFETTI**

Art. 10

(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)

- 1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore comunicano senza indugio agli organi che svolgono funzioni di amministrazione e di controllo la perdita dei requisiti di onorabilità.*
- 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.*
- 3. Durante il periodo previsto al comma 2 il gestore non pubblica nuove offerte e quelle in corso sono sospese a far data dalla comunicazione prevista al comma 1 e decadono alla scadenza del termine massimo di due mesi, ove non siano ricostituiti i requisiti prescritti.*

La normativa primaria intende assicurare che i soggetti che controllano o amministrano il gestore abbiano una condotta irreprensibile e che dunque assicurino all'investitore di entrare in contatto con soggetti affidabili. I requisiti di onorabilità devono pertanto sussistere per tutta la durata della permanenza del gestore nel registro.

Qualora tali requisiti venissero meno (ad esempio per una intervenuta condanna penale nei confronti dei soggetti citati), non sussisterebbero più le condizioni per la permanenza del gestore nel registro.

Di conseguenza, a seguito di un evento che comporti la perdita dei requisiti di onorabilità stabiliti nel regolamento, il gestore dovrà immediatamente informare la Consob di tale evenienza e provvedere a "sanare" tale vizio sopravvenuto entro il termine di due mesi, provvedendo alla sostituzione del soggetto/dei soggetti che sono incorsi nella perdita dei requisiti di onorabilità.

Tali attività devono essere effettuate entro due mesi, dal verificarsi dell'evento e dovrà fornirsi prova alla Consob di quanto fatto (es. depositando i verbali

di assemblea o del consiglio di amministrazione che hanno deliberato su tali punti); in mancanza la Consob provvederà alla cancellazione del gestore dal registro.

Per non danneggiare gli investitori, durante il periodo necessario (e dunque, come sopra anticipato, massimo due mesi) per sanare il vizio intervenuto, le offerte in corso sul portale sono sospese e non potranno pubblicarsi nuove offerte, finché non si sia provveduto a regolarizzare la posizione della società. Le offerte sospese decadranno allo scadere dei due mesi laddove il gestore non sia stato in grado di provvedere tempestivamente a ristabilire le condizioni di onorabilità per i soggetti stabiliti dalla legge. La stessa offerta potrà però successivamente essere riproposta attraverso un diverso portale.

Si rammenta che anche nel caso descritto dall'articolo in commento, tutte le comunicazioni con la Consob si effettuano tramite PEC, il che peraltro agevola, in termini di tempo, la ripresa delle attività del gestore.

SOSPENSIONE DALLA CARICA

Art. 11

(Sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)

1. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro sono sospesi dalla carica nel caso di:

- a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 8, comma 1, lettera c);*
- b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 8, comma 1, lettera c), con sentenza non definitiva;*
- c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159;*
- d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale.*

2. L'organo che svolge funzioni di amministrazione dichiara la sospensione con apposita delibera entro trenta giorni dall'avvenuta conoscenza di uno degli eventi previsti al comma 1, e iscrive l'eventuale revoca fra le materie da trattare nella prima assemblea

successiva al verificarsi di una delle cause di sospensione indicate al comma 1.

Nelle ipotesi previste dalle lettere c) e d) del comma 1, la sospensione dalla funzione si applica in ogni caso per l'intera durata delle misure contemplate.

Anche per quanto riguarda le cause di sospensione degli esponenti aziendali del gestore, sono state riprodotte le disposizioni previste per banche ed imprese di investimento (decreto del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dell'11 novembre 1998, n. 468).

L'affidabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo è infatti "minata" dall'applicazione di misure che incidono sulla libertà personale degli stessi.

La conoscenza di una delle cause citate dall'articolo in commento obbliga gli amministratori a convocare l'organo amministrativo e deliberare la sospensione del soggetto interessato dalle misure restrittive sopra elencate. Nella stessa riunione verrà iscritta all'ordine del giorno dell'assemblea la revoca dalla carica del soggetto in questione, che dovrà essere deliberata, dunque, nell'assemblea immediatamente successiva e dunque in un arco di tempo comunque limitato.

Si specifica che laddove la misura applicata nei confronti del soggetto in questione sia provvisoria (applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n.159) ovvero applicata con finalità preventivo-cautelari (applicazione di una misura cautelare di tipo personale), comunque dovrà essere deliberata la sospensione dalla funzione esercitata per tutta la durata della misura in questione, con la possibilità di riprendere la propria carica e la propria funzione nel caso di revoca della misura adottata in precedenza.

In caso di mancata comunicazione alla Consob delle delibere di sospensione o di revoca dalla carica relative ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore, si verificherà una violazione delle regole di condotta previste dal regolamento in commento; ciò comporterà – di regola – la sospensione dell’attività (o la radiazione dal registro nel caso di reiterazione di tale comportamento) ai sensi dell’articolo 23.

**CANCELLAZIONE DAL
REGISTRO**

Art. 12

(Cancellazione dal registro)

1. *La cancellazione dal registro è disposta:*

- a) *su richiesta del gestore;*
- b) *a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l’iscrizione;*
- c) *a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob;*
- d) *per effetto dell’adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell’articolo 23, comma 1, lettera b).*

2. *I gestori cancellati dal registro ai sensi del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:*

- a) *nei casi previsti dal comma 1, lettere b) e c), siano rientrati in possesso dei requisiti indicati agli articoli 8 e 9, ovvero abbiano corrisposto il contributo di vigilanza dovuto;*
- b) *nel caso previsto dal comma 1, lettera d), siano decorsi tre anni dalla data della notifica del provvedimento di radiazione.*

Conformemente a quanto disposto dall’articolo 50-*quinquies*, comma 5 lett. b) del TUF, nell’articolo in commento vengono previste le cause di cancellazione dal registro dei gestori. In tali circostanze, si vengono a creare delle situazioni che non consentono più di ritenere il gestore come affidabile per l’esercizio delle attività per il quale è stato iscritto al registro e dunque si necessita l’adozione di un provvedimento che ne impedisca la continuazione dell’attività.

Le cause di cancellazione possono essere “volontarie” (su apposita richiesta del gestore), “decadenziali” (in

conseguenza di perdita dei requisiti e degli obblighi relativi ai requisiti per l'iscrizione ed alla mancata ricostituzione degli stessi nei tempi previsti dal Regolamento, nonché per il mancato pagamento del contributo di vigilanza), e “sanzionatorie” (in conseguenza della radiazione disposta dalla Consob).

A seguito della cancellazione sarà possibile essere re-iscritti al registro ripresentando l'apposita domanda alla Consob: in tali casi laddove la documentazione prevista per l'iscrizione sia già a disposizione della Consob, tale documentazione potrà essere meramente richiamata, con espressa dichiarazione che non sono intervenute modifiche sulla stessa. In caso di modifiche intervenute alla documentazione già depositata presso la Consob, si dovrà provvedere a depositare la documentazione aggiornata, fermo restando che comunque la Consob potrà richiedere espressamente i documenti indicati dal regolamento ovvero ulteriori informazioni ai fini delle valutazioni necessarie per deliberare sull'iscrizione nel registro. Laddove però la cancellazione derivi dal provvedimento di radiazione disposto dalla Consob, la sopra citata domanda per la re-iscrizione al registro non potrà presentarsi prima del termine dilatorio di tre anni, in ragione della gravità delle violazioni riscontrate nell'attività di gestione di portali.

**LE REGOLE DI
CONDOTTA**

Titolo III – Regole di condotta

Art. 13

(Obblighi del gestore)

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 offerte che si trovino in identiche condizioni.

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

3. Il gestore richiama l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime.

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

5. Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine.

L'articolo in commento esplicita i doveri generali di diligenza del gestore di portali. Resta inteso che le informazioni in merito all'offerta presentata sul portale devono provenire dall'emittente, il quale è l'unico responsabile del contenuto delle stesse; il gestore però deve riportarle in maniera chiara, completa e corretta, in modo da consentire all'investitore di effettuare una scelta di investimento consapevole avendo a disposizione un set informativo il più completo possibile.

Il gestore predispone dei processi e dei controlli affinché si eviti l'insorgenza di eventuali conflitti di interesse sia nei confronti degli investitori che degli emittenti, assicurando un accesso paritario ed identiche condizioni a tutti coloro i quali (emittenti ed

investitori) si avvalgono del portale. Le misure predisposte per gestire i conflitti di interesse devono essere divulgate sul portale (cfr. art. 14, comma 1 lett. g). Il gestore inoltre fornisce tutti gli appositi “*warning*” all’investitore facendo in modo che lo stesso possa essere certo di poter sostenere economicamente l’investimento.

Inoltre, il gestore non potrà fornire consulenza finanziaria agli investitori, raccomandando in maniera individuale le migliori possibilità di investimento.

Sempre in un’ottica di correttezza, il gestore non potrà – anche fuori dal portale – diffondere informazioni che siano in contrasto con quanto indicato nel portale stesso.

Le informazioni incluse nel portale devono essere aggiornate periodicamente e disponibili a chiunque ne faccia richiesta anche successivamente alla chiusura dell’offerta per un periodo di cinque anni. Vi è dunque un obbligo di conservazione telematica delle informazioni da parte del gestore, che rientra nei suoi obblighi di diligenza.

La possibilità per il portale di fornire ulteriori servizi accessori (es. *track record* sulle operazioni effettuate) è rimessa alla libera autodeterminazione dei gestori, per stimolarne la competitività sul mercato.

Infine, sempre a tutela del contraente debole, si assicura all’investitore il c.d. diritto al ripensamento, dando la possibilità a quest’ultimo di esercitare il diritto di recesso entro sette giorni dall’adesione all’offerta. Tale diritto è garantito agli investitori diversi da quelli professionali.

Va da sé che alla luce di quanto sopra, il gestore non potrà immediatamente trasmettere l’ordine alla banca o alla SIM, ma dovrà attendere quanto meno tale periodo di “*freezing*” di sette giorni per assicurarsi che non siano stati comunicati dei recessi da parte degli investitori (occorrerà inoltre assicurarsi del perfezio-

namento delle altre condizioni dell'offerta: cfr. art. 24).

Per mera completezza si segnala che oltre al citato diritto di recesso, agli investitori retail è garantito anche il diritto di revoca, in presenza di determinate condizioni (cfr. art. 25). Inoltre, laddove gli investitori non professionali rivestano la qualità di "consumatore", saranno applicabili anche le disposizioni di cui agli artt. 67-*duodecies* e 67-*septiesdecies* del Codice del Consumo (D.Lgs. 6 settembre 2005, n. 206), il che implicherà la necessaria sospensione dell'efficacia del contratto concluso dall'investitore per il termine di 14 giorni.

Art. 14

(Informazioni relative alla gestione del portale)

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

- a) al gestore, ai soggetti che detengono il controllo, ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo;*
- b) alle attività svolte, ivi incluse le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento di tale attività a terzi;*
- c) alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, anche con riferimento alle condizioni previste dall'art. 17, comma 4;*
- d) agli eventuali costi a carico degli investitori;*
- e) alle misure predisposte per ridurre e gestire i rischi di frode;*
- f) alle misure predisposte per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del decreto legislativo 30 giugno 2003 n. 196 e successive modificazioni;*
- g) alle misure predisposte per gestire i conflitti di interessi;*
- h) alle misure predisposte per la trattazione dei reclami e l'indicazione dell'indirizzo cui trasmettere tali reclami;*
- i) ai meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie;*
- j) ai dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;*
- k) alla normativa di riferimento, all'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di investor*

education del sito internet della Consob e alla apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del decreto;

l) agli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob;

m) alle iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale; in caso di mancata predisposizione, l'indicazione che non sussistono tali iniziative.

L'articolo in commento elenca le informazioni atte a far comprendere all'investitore la natura dell'attività esercitata dal gestore del portale.

Dovranno dunque essere rese disponibili all'investitore attraverso il portale (anche a mezzo video tutorial o con l'utilizzo di altre tecniche multimediali) tutte le informazioni ivi riportate, fermo restando che per quanto concerne le attività effettuate, si è lasciato alla libera autodeterminazione dei portali l'individuazione delle stesse, pur tuttavia dettando specifici obblighi di disclosure.

Il profilo dei costi dovrà essere specificamente dettagliato: in particolare, tutti i costi per l'investitore relativi all'offerta dovranno essere specificati, mentre per quanto concerne i costi derivanti dalle eventuali attività accessorie fornite dal portale, l'esplicitazione di tali costi è rimessa alla facoltà dei gestori.

Andranno descritti tutti i presidi organizzativi e le misure predisposte per minimizzare e far fronte ai rischi derivanti dalla gestione del portale, per adempiere alle vigenti disposizioni di legge e per indicare all'investitore i propri diritti con riferimento alla fase patologica del rapporto contrattuale (reclamo da indirizzare al gestore, che dovrà costituire un ufficio o un responsabile per la gestione di tali reclami; soggetto deputato alla risoluzione stragiudiziale delle controversie¹⁸).

Per agevolare l'investitore si prevede inoltre la neces-

saria indicazione del link al registro della Consob ed alla sezione speciale del Registro delle Imprese dai quali poter facilmente acquisire informazioni sul gestore e sull'emittente, nonché alla sezione di investor education appositamente predisposta sul sito internet della Consob per rendere edotto l'investitore delle caratteristiche e dei rischi legali all'investimento in start-up innovative: <http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html>.

Si auspica che tutte queste iniziative e l'ulteriore trasparenza su servizi o presidi o le eventuali tutele addizionali predisposte dai portali possano stimolare la concorrenza tra gli stessi ed indirizzare l'investitore verso i soggetti maggiormente organizzati, trasparenti, strutturati ed affidabili.

**INVESTIMENTI IN
START-UP
INNOVATIVE**

Art. 15

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

1. Il gestore fornisce agli investitori, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari 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'articolo 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) i contenuti tipici di un business plan;
- g) il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5 e le relative modalità di esercizio.

2. 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:

- a) *preso visione delle informazioni di investor education previste dall'articolo 14, comma 1, lett. k) e delle informazioni indicate al comma 1;*
- b) *risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali, e dei rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative per il tramite di portali;*
- c) *dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.*

Con tale articolo si rafforza ulteriormente la tutela dell'investitore rendendolo pienamente edotto – prima che manifesti la propria adesione all'offerta – dei rischi derivanti dall'investimento nel capitale sociale delle start-up innovative. La scelta effettuata infatti privilegia gli obblighi informativi nei confronti degli investitori, mentre negli Stati Uniti d'America si è preferito adottare un sistema che prevede dei limiti quantitativi all'investimento.

La assenza di liquidità¹⁹ e l'impossibilità di distribuzione di utili (nonché i principali diritti ed agevolazioni previste dalla legge) dovranno essere messe in risalto nel portale in una fase precedente all'adesione dell'investitore.

Alcune informazioni standard dovranno dunque essere predisposte per agevolare la confrontabilità delle offerte proposte attraverso i portali. Eventuali contenuti extra potranno essere forniti liberamente.

Detto ciò, un particolare “percorso” deve essere seguito dall'investitore che vuole perfezionare la propria adesione all'offerta.

Lo stesso dovrà in primis registrarsi sul sito internet del portale, fornendo i propri dati in modo da poter accedere ad una apposita sezione del portale, atta a perfezionare l'adesione all'offerta, soltanto laddove siano stati completati alcuni steps obbligatori.

In particolare, l'investitore dovrà dichiarare di aver

preso visione delle informazioni di investor education sul sito della Consob, nonché di tutte le informazioni in merito alla rischiosità ed alle caratteristiche dell'investimento elencate al comma 1.

Lo step successivo è il completamento delle risposte di un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative per il tramite di portali. Tale questionario dovrà essere predisposto dal gestore e sarà molto probabilmente ripetitivo di quanto sopra evidenziato; ciò servirà comunque a rafforzare la consapevolezza dell'investitore, il quale non potrà proseguire e finalizzare la propria adesione all'offerta laddove non abbia risposto al questionario positivamente, dimostrando dunque di averne pienamente compreso i contenuti.

Infine, l'investitore dovrà dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intende effettuare.

Solo dopo il completamento del percorso sopra delineato, l'investitore avrà accesso all'area riservata del portale attraverso la quale sarà possibile aderire alle offerte degli emittenti.

LE SINGOLE OFFERTE

Art. 16

(Informazioni relative alle singole offerte)

1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:

a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 ed i relativi aggiornamenti forniti dall'emittente, anche in caso di significative variazioni intervenute o errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta;

b) gli elementi identificativi delle banche o delle imprese di investimento che curano il perfezionamento degli ordini nonché gli estremi identificativi del conto previsto dall'articolo 17, comma 6;

c) le informazioni e le modalità di esercizio del diritto di revoca previsto dall'articolo 25, comma 2;

d) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e

il numero di aderenti.

2. Le informazioni indicate al comma 1 possono essere altresì fornite mediante l'utilizzo di tecniche multimediali. Il gestore consente l'acquisizione delle informazioni elencate al comma 1, lettera a), su supporto durevole.

Tale articolo completa la tutela garantita all'investitore attraverso le informazioni sull'offerta che devono essere obbligatoriamente fornite dal gestore, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali.

Si sottolinea la necessità di fornire informazioni in merito alla possibilità di revocare l'adesione all'offerta laddove si verificano gli eventi di cui all'art. 25, nonché le informazioni che periodicamente dovranno aggiornare gli investitori sullo stato dell'offerta e delle adesioni pervenute.

L'investitore deve inoltre essere edotto della banca o della SIM alla quale/alle quali il gestore trasmetterà gli ordini pervenuti tramite il portale, nonché del conto corrente presso il quale verrà veicolato il denaro degli investitori, che – si rammenta – non può essere detenuto dal gestore (per espresso divieto imposto dalla normativa primaria).

Di seguito si elencano le informazioni relative alle offerte che devono essere pubblicate sul portale e per le quali devono comunicarsi anche i relativi aggiornamenti:

- 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 eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o delle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, con indicazione della relativa identità di questi ultimi;
- c) indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, ivi incluse le eventu-

ali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento;

d) descrizione delle modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali o alle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, nonché delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta;

e) indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi, nonché della sussistenza di eventuali conflitti di interesse in capo a tali banche e imprese di investimento;

f) informazioni in merito al conto indisponibile acceso ai sensi dell'articolo 17, comma 6, alla data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori;

g) informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta;

h) termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;

i) informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'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 o le altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, che hanno eventualmente già sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;

j) informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto

su altri portali;

k) la legge applicabile e il foro competente;

l) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.

Il gestore dovrà inoltre informare – attraverso il portale – in merito alla periodicità con cui lo stesso intenda fornire informazioni in merito allo stato delle adesioni, nonché in merito ai dettagli relativi agli aderenti ed al capitale sottoscritto (informazioni molto rilevanti ad esempio in caso di offerta “all or nothing”).

Ogni offerta deve essere preceduta sul proprio frontespizio da un apposito warning che recita:

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”.

Con le informazioni sopra elencate si vuole ancora una volta consentire una piena comprensibilità all’investitore, che deve essere messo nelle condizioni migliori per aderire consapevolmente all’offerta. Ecco perché le informazioni relative all’offerta devono essere non eccessivamente prolisse (massimo 5 pagine) e scritte adottando una terminologia non tecnica e dunque agevolmente comprensibile dall’investitore medio.

Responsabile per i contenuti delle informazioni sull’offerta rimarrà esclusivamente l’emittente; il gestore sarà responsabile solo per l’integrità, la chiarezza e la correttezza delle informazioni messe a disposizione degli investitori sul portale.

Art. 17

(Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori)

1. Il gestore adotta misure volte ad assicurare che gli ordini di adesione alle offerte ricevuti dagli investitori siano:
 - a) trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente;
 - b) registrati in modo pronto e accurato;
 - c) trasmessi indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.
2. Le banche e le imprese di investimento curano il perfezionamento degli ordini che ricevono per il tramite di un gestore e tengono informato quest'ultimo sui relativi esiti, assicurando il rispetto di quanto previsto al comma 6.
3. Le banche e le imprese di investimento che ricevono gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili della Parte II del Testo Unico e della relativa disciplina di attuazione.
4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando ricorrano le seguenti condizioni:
 - a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine ed a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;
 - b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquemila euro per singolo ordine ed a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.
5. Il gestore acquisisce dall'investitore, con modalità che ne consentano la conservazione, un'attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell'anno solare di riferimento, le soglie di cui alle lettere a) e b) del comma 4. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali.
6. Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, previsto dall'articolo 25.

L'articolo in commento specifica l'obbligo di invio degli ordini – separato per ogni investitore – ad un intermediario autorizzato ai servizi di investimento (istituto bancario o SIM) per l'effettivo perfezionamento degli stessi.

Al fine di incentivare il fenomeno del *crowdfunding* e ridurre gli oneri che si riverserebbero sull'investitore, sono state previste delle soglie dimensionali (euro 500 per singola offerta/1.000 complessivi annui per gli investitori-persone fisiche ed euro 5.000 per singola offerta/10.000 complessivi annui, per gli investitori-persone giuridiche) entro le quali non si applicano le disposizioni della Parte II del TUF: in sostanza non si effettuerà la profilatura del cliente da parte dell'intermediario.

Il mancato superamento delle citate soglie dovrà essere autocertificato dall'investitore: il gestore dovrà infatti acquisire – e conservare – dall'investitore una dichiarazione con la quale quest'ultimo attesti di non aver superato le sopra citate soglie di investimento annuale sui portali on-line (una bozza della quale sarà auspicabilmente disponibile sul portale).

Nel caso di investimenti superiori alla soglia, sarà necessario l'ausilio degli intermediari, che potrebbero già avere un rapporto negoziale con gli investitori (che si presume siano già stati "profilati" dalle proprie banche). Per le operazioni sopra soglia gli intermediari cureranno la parte esecutiva, applicando le regole previste dall'attuazione della direttiva MiFID²⁰, nonché le ulteriori disposizioni di legge applicabili (es. normativa antiriciclaggio²¹).

Si auspica che attraverso specifici accordi tra intermediari, sarà possibile garantire il rispetto delle previsioni del TUF in materia di profilatura del cliente ed appropriatezza e consentire un agevole scambio di informazioni tra gli stessi, evitando di aggravare la procedura e, di conseguenza, i costi per la clientela.

È infine previsto che le somme per l'acquisto degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta siano veicolate in un conto corrente acceso a nome dell'emittente, che "bloccherà" tali somme fino all'effettivo perfezionamento dell'offerta; in caso contrario le somme rientreranno nella disponibilità degli investitori.

**OBBLIGHI DI TUTELA
DEGLI INVESTITORI**

Art. 18

(Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi)

1. Il gestore assicura l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri.

2. Ai fini dell'adempimento di quanto previsto dal comma 1 il gestore:

a) individua le fonti di rischio operativo e le gestisce predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative;

b) predispone appositi dispositivi di backup.

Il gestore dovrà dotarsi di un sistema informatico affidabile e di una struttura organizzativa idonea per l'attività effettuata. I dati relativi alle offerte ed agli investitori che transitano attraverso il portale devono dunque risultare sicuri e non modificabili e/o alterabili da soggetti terzi.

A livello organizzativo dovranno predisporre delle procedure per la gestione degli ordini e la trasmissione degli stessi a banche e SIM, nonché controlli al fine di garantire la continuità delle operazioni. Sviluppandosi il *business* interamente sul *web* è cruciale assicurare una continua accessibilità del sito e la possibilità di effettuare gli ordini senza discontinuità operative.

Con specifico riferimento ai presidi di controllo per la riduzione dei relativi rischi operativi, si applicherà, in sede di vigilanza, il principio di proporzionalità, tenendo conto della natura, delle dimensioni e delle

caratteristiche del gestore.

Infine, soprattutto per evitare inadempimenti contrattuali relativamente alla conservazione della documentazione attinente agli ordini degli investitori, andranno approntate apposite procedure di backup periodico dei dati, per assicurare che questi ultimi non vengano dispersi in caso di problematiche di natura informatica.

**GLI OBBLIGHI DI
RISERVATEZZA**

Art. 19
(Obblighi di riservatezza)

1. Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente 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.

Gli obblighi di riservatezza sono enfatizzati nell'articolo in commento, il quale è meramente ricognitivo degli obblighi cui il gestore è soggetto alla luce della normativa vigente.

Il gestore infatti si troverà a dover “trattare” diversi tipi di dati personali, per i quali dovrà conformarsi a quanto previsto dal D. Lgs. 196/2003 e successive modifiche. Ciò al fine di tutelare gli investitori, consentendo il trattamento dei relativi dati soltanto con riferimento al perfezionamento dell'adesione all'offerta presentata sul portale, evitando la divulgazione dei dati per altri fini.

A livello generale, il gestore dovrà dunque mantenere riservate le informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente, delle banche o delle SIM alle quali dovrà essere trasferito l'ordine per l'esecuzione, ed in tutti gli altri casi stabiliti dall'ordinamento (es. provvedimenti/ordini del giudice).

Analoga disciplina è prevista in capo ai promotori finanziari.

Art. 20

(Obblighi di conservazione della documentazione)

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:

- a) a ricezione degli ordini di adesione alle offerte svolte tramite il portale e l'esercizio dei diritti di recesso e di revoca;*
- b) la trasmissione degli ordini alle banche e alle imprese di investimento ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;*
- c) la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;*
- d) l'attestazione prevista dall'articolo 17, comma 5.*

Gli obblighi in capo al gestore per la conservazione – anche in formato elettronico – della documentazione attinente all'offerta ed alle adesioni degli investitori, sono anch'essi dettati a tutela degli investitori stessi e sono ricalcati sulla base di quanto previsto attualmente a carico dei promotori finanziari.

L'elencazione prevista dall'articolo in commento è meramente esemplificativa e non esaustiva, potendo il gestore provvedere alla conservazione di un set di documenti più ampio. In generale, lo scopo della disposizione *de qua* è assicurare la conservazione di tutta la contrattualistica del gestore e di tutte le comunicazioni, attestazioni o dichiarazioni fornite dall'investitore.

Quanto sopra sia a tutela dell'investitore stesso sia del gestore, in quanto laddove vi siano richieste da parte della Consob a fini di vigilanza ovvero strascichi giudiziari relativi alle offerte condotte attraverso i portali, il gestore potrà essere perfettamente in grado di fornire ogni documento al riguardo e di ottemperare ad ogni richiesta che dovesse pervenire da parte dell'Autorità di vigilanza o dell'autorità giudiziaria.

Art. 21
(Comunicazioni alla Consob)

1. Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle:

- 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 8;
- c) variazioni relative ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo, con l'indicazione dei relativi poteri e delle eventuali deleghe assegnate, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dall'articolo 9;
- d) comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 10, comma 1;
- e) delibere di sospensione e di revoca dalla carica adottate ai sensi dell'articolo 11, comma 2.

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

Per agevolare l'attività di vigilanza della Consob ed

in attuazione dell'articolo 50-*quinquies*, comma 6, del TUF, sono stati concepiti appositi obblighi informativi del gestore nei confronti dell'Autorità di vigilanza. Si prevedono obblighi di comunicazione “ad evento” (commi 1 e 2) e “periodici” (comma 3).

Si vogliono includere in tal modo tutte le variazioni rilevanti intervenute con riferimento alla compagine sociale ed alle attività del gestore che possano essere di interesse per valutare la permanenza dei requisiti previsti dalla legge ed dal regolamento in commento, nonché la persistente idoneità del gestore all'effettuazione delle attività relative alle offerte di strumenti finanziari di start-up innovative tramite portali on-line.

Allo stesso fine, per quanto concerne le comunicazioni periodiche, si prevede la trasmissione annuale (entro il 31 marzo di ciascun anno) di documentazione riguardante informazioni e dati sulla attività, le informazioni aggregate (e dunque non particolareggiate ed analitiche) relative alle offerte effettuate sul portale annualmente, la struttura organizzativa, l'operatività del gestore, i casi di discontinuità operativa ed i reclami ricevuti, per valutare complessivamente il *modus operandi* del gestore.

Poiché i gestori “di diritto” sono sottratti dall'ambito di applicazione delle disposizioni attuative dell'art. 50-*quinquies* del TUF (mentre sono inclusi nelle disposizioni che – in attuazione dell'articolo 100-*ter* del TUF – disciplinano le regole applicabili alle offerte in generale, effettuate da ogni tipo di gestore), le informazioni relative alla struttura organizzativa dovranno essere inserite nella Relazione sulle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento disciplinata dalla delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010.

Art. 22

(Provvedimenti cautelari)

1. La Consob, in caso necessità e urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a 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.

In attuazione dell'articolo 50-*quinquies*, comma 5, lettera d), del TUF, vengono disciplinati i provvedimenti sanzionatori e cautelari che la Consob ha il potere di adottare nei confronti dei soggetti iscritti al registro.

Con specifico riferimento ai poteri di natura cautelare, si prevede la possibilità di una sospensione limitata nel tempo (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. In tal modo si consente alla Consob di approfondire le proprie valutazioni in merito a tali violazioni e nel frattempo si proteggono gli investitori che non sarebbero tutelati se si consentisse al gestore in questione di continuare le attività.

Resta fermo che in caso di violazioni perpetrate dal gestore che abbiano provocato dei danni agli investitori, gli stessi potranno adire le vie giudiziali laddove subiscano conseguenze in maniera direttamente riconducibile ai comportamenti *contra legem* del gestore.

Art. 23
(Sanzioni)

1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 50-quinquies, comma 7, primo periodo, del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:

- a) la sospensione dell'attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;
- b) la radiazione dal registro in caso di:
 - 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di società diverse dalle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale, come definite dall'articolo 25, commi 2 e 4 del decreto;
 - 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 autorizzati dall'investitore;
 - 6) mancata comunicazione a banche e imprese di investimento dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25;
 - 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a);
 - 8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.

In attuazione dell'articolo 50-quinquies, comma 7, del TUF sono state previste delle ipotesi di provvedimenti sanzionatori che si basano sulla gravità dei comportamenti perpetrati e delle violazioni regolamentari poste in essere dal gestore. In via generale si è optato per ritenere adeguata l'applicazione della misura della sospensione dalle attività, a meno che non si tratti di violazioni di particolare gravità ovvero di

comportamenti che manifestano reiterate violazioni delle disposizioni che hanno dato luogo alla sospensione del gestore.

In particolare, vengono sanzionate con la radiazione dal registro le violazioni delle disposizioni fondanti la normativa primaria in materia di *crowdfunding* nonché le violazioni degli obblighi dei gestori di portali (es. raccolta di capitale di rischio di società che non sono start-up innovative, detenzione di denaro o strumenti finanziari di terzi) ovvero gravi violazioni dei generali obblighi di correttezza per l'esercizio di tale *business* (contraffazione di documenti, trasmissione di ordini non autorizzati dagli investitori, comunicazioni non veritiere ovvero mancate comunicazioni relative all'esercizio di legittimi diritti degli investitori come quelli di revoca e recesso).

Infine, appare opportuno rammentare che laddove un gestore venga radiato dal registro, le offerte in corso sul portale gestito da tale soggetto sono sospese e le somme vincolate nel conto corrente acceso a nome dell'emittente verranno di norma restituite agli investitori stessi. Va da sé che l'emittente potrà successivamente pubblicare la stessa offerta anche su differenti portali on-line iscritti o annotati nel registro (i quali dovranno coordinarsi per quanto attiene ai profili di comunicazioni da effettuare nonché dei controlli sugli investitori).

**CONDIZIONI
RELATIVE ALLE
OFFERTE SUL PORTALE**

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

Art. 24

(Condizioni relative alle offerte sul portale)

1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda

a) *il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi, in favore degli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate al comma 2 che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale. Tali diritti sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti previsti dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;*

b) *la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente.*

2. *Ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore verifica che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto.*

Le disposizioni della Parte III del regolamento sono attuative dell'art. 100-ter del TUF e dunque sono volte a disciplinare le regole delle offerte di strumenti finanziari da espletarsi tramite portali on-line.

Tali regole si rivolgono, a differenza delle disposizioni attuative dell'articolo 50-quinquies del TUF, a tutti i tipi di gestori e dunque sia a quelli c.d. "a richiesta" che a quelli "di diritto" (banche e SIM).

Per potere avere accesso al portale, il gestore dovrà controllare che l'emittente abbia inserito nel proprio statuto apposite clausole che tutelino gli investitori *retail* nel caso di cambio del socio di maggioranza. In altre parole, laddove quest'ultimo ceda le proprie quote di controllo, i soggetti che hanno aderito all'offerta confidando nel controllo di quello specifico soggetto, dovranno poter "uscire" dalla società ovvero partecipare – proporzionalmente – al c.d. premio di maggioranza che l'acquirente ha corrisposto per ottenere il controllo della società.

Il gestore avrà dunque l'onere di controllare, attraverso i pubblici documenti pubblicati presso il Registro

delle Imprese, la sussistenza di clausole di recesso o di *tag along* negli statuti societari dei soggetti che intendono utilizzare il portale per raccogliere capitale di rischio²². Questi diritti sono assicurati per il periodo in cui l'emittente può considerarsi *ex lege* una start-up innovativa (dunque per massimo quattro anni), ma in ogni caso per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta, anche se durante tale periodo l'emittente perda la qualifica di start-up innovativa descritta dall'articolo 25 del decreto crescita-bis.

Gli statuti sociali possono prevedere un termine superiore.

Non saranno necessarie le verifiche sulle clausole sopra descritte nel caso di successione *mortis causa* e di cessione intra-familiare, laddove non sussistono le stesse esigenze di tutela.

Andranno effettuate poi delle verifiche in merito alla pubblicazione di patti parasociali ed alla comunicazione degli stessi alla Consob.

Ulteriori controlli andranno effettuati per il corretto perfezionamento dell'offerta²³.

Le offerte ammesse al portale infatti dovranno infatti ottenere una sottoscrizione di almeno il 5% del capitale dell'emittente da parte degli investitori professionali (privati di diritto o pubblici; cfr. commento all'art. 2 sopra riportato) ovvero da parte di fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative, che per professionalità e caratteristiche, sono stati considerati quali soggetti affidabili, la cui partecipazione al capitale sociale delle start-up innovative e le cui valutazioni effettuate sui progetti presentati sul portale, possono rappresentare una ulteriore garanzia per gli investitori *retail*.

L'offerta può comunque essere ammessa sul portale liberamente, ma per il perfezionamento della stessa si dovrà attendere la sottoscrizione dei soggetti sopra elencati, altrimenti l'offerta decadrà allo spirare del termine previsto dalle condizioni dell'offerta stessa.

In tal modo si consente di dare visibilità anche alle offerte (e dunque ai progetti alla base delle stesse) che non sono precedute da accordi tra l'emittente e gli investitori professionali, attraverso i quali si combina una partecipazione minima degli stessi nel capitale sociale della start-up innovativa in questione.

Resta inteso che differenti tipi di accordi potranno negozialmente essere richiesti ed essere considerati quali condizioni dell'offerta oppure essere sottoscritti fra le parti anche in un secondo momento.

Potranno ad esempio essere previste delle offerte riservate ai soli investitori professionali.

Nel caso di offerte promosse su più portali, si dovrà predisporre un sistema informatico che consenta di verificare la sottoscrizione della quota complessiva (su tutti i gestori che presentano l'offerta *de qua*) minima del 5% da sottoscrivere da parte di investitori professionali.

Nel caso offerte c.d. "*all or nothing*" (che si perfezionano solo al raggiungimento di un *target* di raccolta prefissato all'inizio dell'offerta stessa), quale ultimo controllo, il gestore dovrà verificare se l'obiettivo di investimento è stato raggiunto ed in mancanza l'offerta decadrà; in caso contrario, il gestore potrà procedere alla trasmissione degli ordini alla banca o la SIM prescelta.

Si rammenta infine che, per il mantenimento delle quote sottoscritte, sono previsti degli specifici incentivi fiscali dall'articolo 29 del decreto crescita-bis.

**PROVVISTA E DIRITTO
DI REVOCA**

Art. 25***(Costituzione della provvista e diritto di revoca)***

1. *La provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte è costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini. La valuta di effettivo addebito non può essere anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori.*

2. *Gli investitori diversi dagli investitori 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.*

3. *Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta, i fondi relativi alla provvista di cui al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.*

Alla luce dell'impossibilità per il gestore di portali di detenere somme di denaro versate dagli investitori, le stesse sono "veicolate" in un conto corrente che l'emittente dovrà accendere presso un intermediario. L'indicazione di tale conto corrente dovrà essere previamente indicata sul portale stesso.

Per evitare disparità di trattamento e vantaggi/svantaggi effettivi tra soggetti che aderiscano all'offerta in date diverse durante il periodo di offerta, si è stabilito che la valuta di addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori non debba comunque essere anteriore alla data di effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti.

Viene inoltre sancito, a completamento della tutela per l'investitore *retail*, il diritto di revoca dalle adesioni effettuate sul portale.

Attraverso il diritto di revoca – assicurato soltanto agli investitori diversi da quelli professionali – si mira infatti a fornire una ulteriore garanzia all'investitore, il quale potrà revocare la propria adesione al sopraggiungere di fatti nuovi rilevanti che abbiano mutato le informazioni/condizioni inizialmente portate a conoscenza del pubblico, e che possano dunque incide-

re sulla scelta di investimento effettuata.

Il gestore dunque non potrà trasmettere subito l'ordine all'intermediario, ma dovrà attendere sette giorni entro i quali l'investitore potrà esercitare tale diritto.

In caso di legittimo esercizio del diritto di revoca o di recesso (cfr. art. 13, comma 5), così come in tutti i casi in cui l'offerta non si perfezioni per il mancato verificarsi di una delle condizioni previste dalla stessa, i fondi verranno ritrasferiti all'investitore, presumibilmente attraverso un bonifico sul conto corrente da quest'ultimo indicato. Altre eventuali ipotesi di revocabilità delle adesioni potranno essere previste negozialmente, fermo restando che debbano essere indicate nella scheda relativa alle informazioni sull'offerta.

Allegati

ALLEGATO 1

Istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori e per la comunicazione ai fini 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 riportato 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, prima dell'avvio dell'attività, lo svolgimento del servizio di gestione di portale indicando la denominazione sociale, l'indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società. La comunicazione è sottoscritta dal legale rappresentante della società.

ALLEGATO 2

Relazione sull'attività 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:

1. le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale;
2. 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;
3. se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle start-up innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale e/ o report periodici sull'andamento delle medesime società;
4. se intende predisporre eventuali meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale ovvero di rilevazione dei prezzi delle eventuali transazioni aventi ad oggetto tali strumenti finanziari;
5. se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra la start-up innovativa e gli investitori o tra gli investitori;
6. altre eventuali attività.

B. Struttura organizzativa

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

1. una descrizione della struttura aziendale (organigramma, funzionigramma ecc.) con l'indicazione dell'articolazione delle deleghe in essere all'interno dell'organizzazione aziendale e dei meccanismi di controllo predisposti nonché di ogni altro elemento utile ad illustrare le caratteristiche operative del gestore;
2. l'eventuale piano di assunzione del personale e il relativo stato di attuazione, ovvero l'indicazione del personale in carico da impiegare per lo svolgimento dell'attività. In tale sede, andrà altresì specificata l'eventuale presenza di dipendenti o collaboratori che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e/o istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero, in materie attinenti ai settori della finanza aziendale e/o dell'economia aziendale e/o del diritto societario e/o marketing e/o nuove tecnologie e/o in materie tecnico-scientifiche, con indicazione dei relativi ruoli e funzioni svolti all'interno dell'organizzazione aziendale;
3. le modalità, anche informatiche, per assicurare il rispetto degli obblighi di cui agli articoli 13, 14, 15 e 16 del presente regolamento;
4. i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli investitori ed in particolare per assicurare il rispetto delle condizioni previsti all'articolo 17, comma 2, del presente regolamento;
5. le modalità per la trasmissione a banche e imprese di investimento degli ordini raccolti dagli investitori;
6. una descrizione della infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori (affidabilità del sistema, security, integrity, privacy ecc.);

7. il luogo e le modalità di conservazione della documentazione;
8. la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse;
9. la politica per la prevenzione delle frodi e per la tutela della privacy;
10. l'eventuale affidamento a terzi:
 - a. della strategia di selezione delle offerte da presentare sul portale, specificando l'ampiezza e il contenuto dell'incarico;
 - b. di altre attività o servizi.

In particolare, andranno specificate le attività affidate, i soggetti incaricati, il contenuto degli incarichi conferiti e le misure per assicurare il controllo sulle attività affidate e per mitigarne i rischi connessi;

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

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

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

ALLEGATO 3

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

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) descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio;

d) 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 di quanto previsto dall'articolo 24.

4. Informazioni sull'offerta

a) condizioni generali dell'offerta, ivi inclusa l'indicazione dei destinatari, di eventuali clausole di efficacia e di revocabilità delle adesioni;

b) informazioni sulla quota eventualmente già sottoscritta da parte degli investitori professionali o

delle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, con indicazione della relativa identità di questi ultimi;

c) indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, ivi incluse le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento;

d) descrizione delle modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali o alle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, nonché delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta;

e) indicazione 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, nonché della sussistenza di eventuali conflitti di interesse in capo a tali banche e imprese di investimento;

f) informazioni in merito al conto indisponibile acceso ai sensi dell'articolo 17, comma 6, alla data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori;

g) informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta;

h) termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;

i) informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'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 o le altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, che hanno eventualmente già sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;

j) informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali;

k) la legge applicabile e il foro competente;

l) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.

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

Descrizione delle attività connesse all'offerta svolte dal gestore del portale.

[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.

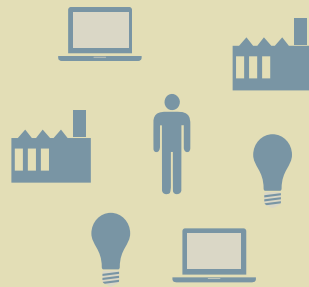
Idee, e persone per realizzarle.



UTENTI

INVESTITORI

START-UP



RICHIESTA INFORMAZIONI
E SOTTOSCRIZIONI



PREDISPOSIZIONE
PROGETTO E OFFERTA



Autorizzato CONSOB



Professionalità e competenza



Fondi raccolti vincolati presso un istituto di credito

StarsUp 
PROFESSIONAL CROWDFUNDING

Inizia una nuova era di fare impresa

www.starsup.it

Note

Le opinioni espresse nel presente lavoro sono da considerarsi esclusivamente a titolo personale dell'autore e non impegnano in nessun modo l'Istituto di appartenenza.

¹ In Australia la Commissione ASIC (*Australian Securities Investment Commission*) ha pubblicato una comunicazione in cui evidenzia i principali rischi correlati all'attività di raccolta di *equity crowdfunding*; mentre in Canada (in assenza di una legge e di una Autorità Federale) il tema è gestito dalle Autorità delle singole provincie.

² Il 26 novembre 2012 si è poi tenuto a Bruxelles un *workshop* organizzato dalle direzioni generali "Connect" e "Enterprise & Industry" della Commissione Europea dal titolo "*Crowdfunding: State of Play*". Con tale incontro le direzioni generali della Commissione hanno inteso avviare una prima ricognizione del fenomeno del *crowdfunding* e della sua diffusione in Europa. La Commissione Europea ha poi organizzato a Bruxelles il 3 giugno 2013 un apposito workshop sul *crowdfunding*, dove si sono confrontati istituzioni ed operatori dei maggiori Paesi europei.

³ Si rimanda ai seguenti documenti consultabili on-line:

http://www.fsa.gov.uk/consumerinformation/product_news/saving_investments/crowdfunding;

http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/fa_bj_2012_09_crowdfunding_en.html;

http://www.fsma.be/fr/Article/press/div/2012/2012-07-12_crowdfunding.aspx.

⁴ Vedasi: http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_-_it_0.pdf.

⁵ Consultation by the European Commission on Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action, disponibile al seguente indirizzo:

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm.

⁶ Castrataro, Pais, *Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane* – Aprile 2013.

⁷ Il Consiglio dei Ministri dell'Unione europea del 10 luglio 2012 ha adottato le raccomandazioni rivolte all'Italia per il periodo 2012-2013: la raccomandazione n. 3, più specifica, con la quale, affrontando il tema della lotta alla disoccupazione giovanile, il Consiglio dei Ministri dell'Unione europea ha incoraggiato l'Italia ad adottare misure tra cui incentivi per l'avvio di startup. E la raccomandazione n. 6, più generale, con la quale l'Italia è stata invitata a "semplificare ulteriormente il quadro normativo per le imprese e rafforzare la capacità amministrativa [e a] migliorare l'accesso agli strumenti finanziari, in particolare al capitale, per finanziare le imprese in crescita e l'innovazione".

⁸ Alla data del 6 gennaio 2014 risultavano iscritte presso la sezione speciale prevista nel Registro delle imprese 1508 start-up innovative (e il numero di queste ultime risulta in costante ascesa).

⁹ L'incubatore di imprese start-up innovative è il soggetto che spesso ne accompagna il processo di avvio e di crescita, nella fase che va dal concepimento dell'idea imprenditoriale fino ai primi anni di vita, e lavora allo sviluppo della start-up innovativa, formando e affiancando i fondatori sui temi salienti della gestione di una società e del ciclo di business, fornendo sostegno operativo, strumenti di lavoro e sede nonché segnalando l'impresa agli investitori ed eventualmente investendovi esso stesso. Alla data del 6 gennaio 2014 risultavano iscritte 16 società iscritte alla sezione degli incubatori certificati nel Registro delle Imprese.

¹⁰ L'obiettivo esplicitato dalla *task force* era quello di "permettere la partecipazione di un elevato numero di soggetti al finanziamento di una startup attraverso piattaforme on-line specializzate per raccogliere il capitale, onde evitare oneri autorizzativi e requisiti patrimoniali fuori dalla portata degli operatori diversi da quelli bancari e finanziari [...]".

¹¹ Si rammenta che l'ambito di applicazione di questa disciplina è, tuttavia, limitato alle start-up innovative, la cui definizione si caratterizza per un forte ancoraggio all'innovazione tecnologica determinata da una determinata incidenza delle spese in ricerca e sviluppo ovvero dall'impiego di personale dotato di dottorato di ricerca o comunque altamente qualificato, ovvero dallo sfruttamento di una privativa su un brevetto (art. 25 del decreto crescita-bis).

Si specifica inoltre che ai fini del citato decreto, sono considerate "start-up a vocazione sociale" le start-up innovative (di cui all'art. 25, commi 2 e 3, del decreto) che operano in via esclusiva nei settori indicati all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 24 marzo 2006, n. 155.

Il decreto stabilisce che la start-up innovativa deve possedere i seguenti requisiti:

"[a] abrogato]

b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi;

c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;

d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;

e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili;

f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;

g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda;

h) possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:

1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del business plan, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d'uso. Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite

dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa;

2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270;

3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa”.

Non si esclude che il Governo possa valutare – come soventemente ipotizzato – l'estensione soggettiva delle agevolazioni e delle disposizioni previste per le start-up innovative, anche ad altre categorie di soggetti.

¹² Le raccomandazioni, che il 10 luglio 2012 il Consiglio dei Ministri dell'Unione Europea, sulla base del Programma Nazionale di Riforma presentato dal Governo, ha rivolto all'Italia per il periodo 2012-2013, testimoniano come le istituzioni comunitarie condividano la rilevanza dell'innovazione e delle *start-up* come fattore centrale per lo sviluppo economico e l'occupazione, in particolare giovanile, nel nostro Paese.

¹³ Il questionario è stato pubblicato in data 21 gennaio 2013 e la consultazione preliminare si è chiusa in data 8 febbraio 2013: sono pervenute all'Istituto n. 51 risposte, oltre a 7 contributi di sistema, inviati senza utilizzare il format del questionario predisposto.

¹⁴ Tale *open-hearing* si è svolto a Roma il 1° febbraio 2013.

¹⁵ Nel corso della predetta valutazione devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:
— il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
— il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;
— il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

¹⁶ Misurazione degli oneri amministrativi – Aree di intervento biennio 2013-2014, disponibile al seguente indirizzo: http://www.consob.it/main/consob/oneri_amministrativi/index.html.

¹⁷ “Alla data del 6 gennaio 2014 risultava iscritta nella sezione ordinaria del registro una sola società (la STARS UP S.r.l., con sede a Livorno) ed annotata nella sezione speciale del registro la sola Unicasim Società di Intermediazione Mobiliare S.p.A. Si rammenta che il citato registro è consultabile attraverso il sito internet istituzionale della Consob.”.

¹⁸ Camera di Conciliazione ed Arbitrato presso la Consob: <http://www.camera-consob.it/>.

¹⁹ Per quanto concerne i titoli illiquidi vedasi pure la comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009.

²⁰ *Markets in Financial Instruments Directive*: direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004.

²¹ Sul punto appare opportuno sottolineare che l'identificazione della clientela verrà effettuata dall'intermediario anche nel caso di operazioni sotto soglia, nel momento in cui transitano presso il conto corrente bancario acceso a nome dell'emittente.

²² Per la legittimità di tali clausole negli statuti sociali si rimanda alle massime numeri 77 e 88 del Consiglio Notarile di Milano, Commissione Società.

²³ Si rammenta che l'efficacia deve essere ricondotta ad esempio alla scadenza del periodo entro il quale gli investitori possono esercitare il proprio diritto di recesso (cfr. art. 13).

²⁴ Per evitare tali conseguenze si potrebbe prevedere ad esempio un sistema che possa accettare anche delle offerte, quale sorta di prenotazione anche al superamento del target prefissato in modo da consentire a tali soggetti di aderire all'offerta laddove altri abbiano revocato le proprie adesioni entro i termini di legge.

