BAKER & McKENZIE

Studio Professionale Associato
a Baker & McKenzie

Piazza Filippo Meda, 3
20121 Milano
Tel: +39 02 762311
Fax: +39 02 76231620
milan.info@bakermckenzie.com

Viale di Villa Massimo, 57
00161 Roma
Tel: +39 06 440631
Fax: +39 06 44063306
rome.info@bakermckenzie.com

Asia Pacific
Bangkok
Beijing
Hanoi
Ho Chi Minh City
Hong Kong
Jakarta
Kuala Lumpur
Manila
Melbourne
Shanghai
Singapore
Sydney
Taipei
Tokyo

Europe & Middle East
Abu Dhabi
Almaty
Amsterdam
Antwerp
Bahrain
Baku
Barcelona
Berlin
Brussels
Budapest
Cairo
Casablanca
Doha
Dusseldorf
Frankfurt / Main
Geneva
Istanbul
Johannesburg
Kyiv
London
Luxembourg
Madrid
Milan
Moscow
Munich
Paris
Prague
Riyadh
Rome
St. Petersburg
Stockholm
Vienna
Warsaw
Zurich

Latin America
Bogota
Brasilia*
Buenos Aires
Caracas
Guadalajara
Juarez
Lima
Mexico City
Monterrey
Porto Alegre*
Rio de Janeiro*
Santiago
Sao Paulo*
Tijuana
Valencia

North America
Chicago
Dallas
Houston
Miami
New York
Palo Alto
San Francisco
Toronto
Washington, DC

*Associated Firm

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n. 3
00198, Roma

VIA SIPE

Milano, 30 aprile 2013

Oggetto: **Osservazioni al documento di consultazione del 29 marzo 2013 ("Documento di Consultazione") in relazione alla bozza di regolamento in materia di "*Raccolta di Capitali di Rischio da parte di Start-up innovative tramite portali on-line*" da adottarsi al fine di dare attuazione agli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del D. Lgs. 58/1998 ("Bozza di Regolamento").**

Spett.le Commissione

Nel ringraziare per l'opportunità offerta, illustriamo nel documento qui allegato sub 1 le nostre osservazioni al Documento di Consultazione.

Nel restare a disposizione per qualsiasi opportuno chiarimento o delucidazione, si porgono

i migliori saluti

Avv. Ludovico R.E. Rusconi

cc: Avv. Alberto M. Fornari

Avv. Claudio Camilli
Avv. G. Franco Macconi
Avv. Gerardo M. Boniello
Avv. Gianfranco Di Garbo
Avv. Aurelio Giovannelli
Avv. Fabio Brembati
Avv. Pierfrancesco Federici
Avv. Alberto Semeria
Avv. Alberto Fornari
Avv. Raffaele Giarda
Avv. Andrea Cicala
Avv. Alfredo Lucente
Avv. Lorenzo de Martinis
Dott. Comm. Massimo Giaconia
Avv. Gianluca Benedetti
Avv. Pietro Bernasconi
Avv. Uberto Percivalle
Avv. Massimiliano Biolchini
Dott. Comm. Francesco Pisciotta
Dott. Comm. Carlo Gnetti
Avv. Guido Brocchieri
Avv. Paola Colarossi
Avv. Nicola Crispino
Avv. Roberto Cursano
Avv. Mario D'Avossa
Prof. Avv. Eugenio della Valle
Avv. Barbara Faini
Avv. Pietro de Libero
Avv. Francesco Florenzano
Avv. Francesca Rubina Gaudino
Avv. Gaetano Iorio Fiorelli
Prof. Avv. Francesco Goisis
Avv. Rodolfo Gherardo La Rosa
Avv. Enrico Maria Mancuso
Avv. Luigi Maniscalco
Avv. Rita Marchetti
Avv. Raffaella Marzi
Avv. Filippo Palmieri
Avv. Domenico Mino Palumbo
Avv. Giovanni Parrillo
Avv. Riccardo Pennisi
Avv. Andrea Perotti
Avv. Silvia Picchetti
Avv. Giuliana Polacco
Avv. Ludovico Erasmo Rusconi
Avv. Valerio Salce
Dott. Comm. Michele Santocchini
Avv. Marco Marazzi

Studio Professionale Associato a Baker & McKenzie is a member of Baker & McKenzie International, a Swiss Verein.

Allegato 1

Commenti al Documento di Consultazione

PARTE I – DISPOSIZIONI GENERALI	**Commenti**
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.	Nessun commento di rilevo
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 come definita 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 come definite dall'art. 1, comma 5-*novies,* del Testo Unico; *e)* «gestore»: il soggetto definito dall'art. 50-*quinquies*, comma 1 del Testo Unico; *f)* «controllo»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti congiuntamente, dispongono, direttamente o indirettamente, della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; *g)* «offerta»: l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, avente ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 34-*ter*, comma	Al fine di assicurare coerenza ed univocità tra le definizioni utilizzate si ritiene opportuno introdurre una definizione puntuale di *startup*, che rinvii alla corrispondente definizione contenuta nel Decreto 179, adattando di conseguenza le definizioni di "emittente" e "portale". Sulla definizione di controllo, al fine di evitare dubbi interpretativi si ritiene opportuno precisare che, al pari del controllo diretto, il controllo congiunto può sussistere anche tra soggetti persone fisiche e/o giuridiche e che, per "controllo indiretto" si intende quanto a questo proposito previsto dall'articolo 2359, commi 2 e 3, c.c. Sulla definizione di strumenti finanziari, posto che la disciplina prevista dall'art. 100-ter del TUF fa riferimento unicamente a OPS (dovendosi pertanto escludere che siano ricomprese nel campo di applicazione della disciplina in discorso OPV), si ritiene opportuno precisare, per maggior chiarezza, che le azioni oggetto di offerta tramite portale debbono essere azioni di nuova emissione. **MODIFICHE PROPOSTE** *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*

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; *l)* «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.	*"Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese";* ***c) «startup innovativa»: si intende la società definita dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto;*** ***d) «emittente»: la startup innovativa che raccoglie capitali di rischio mediante un portale in conformità alle disposizione del presente Regolamento;*** *e) «portale»: la piattaforma on line che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up innovative;* *f) «gestore»: il soggetto definito dall'art. 50-quinquies, comma 1 del Testo Unico;* *g) «controllo»: l'ipotesi in cui un soggetto, persona fisica o giuridica, ovvero più soggetti,* ***siano essi persone fisiche e/o giuridiche*** *congiuntamente, dispongono,* ***anche indirettamente ai sensi dell'articolo 2359, comma 2 c.c.,*** *della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;* *h) «offerta»: l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, avente ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da start-up innovative per un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell'articolo 34-ter, comma 1, lettera c) del regolamento Consob in materia di emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche;* *i) «strumenti finanziari»: le azioni o le quote* ***di nuova emissione*** *rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle start-up innovative oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali;* *l) «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-quinquies del Testo Unico;* *m) «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.
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 ********.	Nessun commento di rilevo
PARTE II – REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI **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. Nel registro sono iscritti i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-*quinquies* del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 del presente Regolamento. 3. Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotate le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato 1.	Sull'annotazione dei cd. "gestori di diritto" nella sezione speciale del Registro si osserva quanto segue. Se da un lato si concorda sulla scelta di prevedere un meccanismo di pubblicità notizia che consenta agli investitori di conoscere i dettagli dei soggetti di diritto che gestiscono portali, per contro si osserva che l'attuale formulazione dell'articolo 4, comma 2 e delle disposizioni di dettaglio contenute nell'Allegato 1 non prescrivono alcun termine per l'effettuazione della relativa comunicazione a Consob né alcuna conseguenza laddove tale comunicazione non sia effettuata. Al fine di dare piena e concreta attuazione al regime di pubblicità notizia si ritiene opportuno prevedere che al gestore di diritto è inibito lo svolgimento dell'attività di gestione di portali fino a che non abbia effettuato la prescritta comunicazione. **MODIFICHE PROPOSTE** *[Omissis]* *3. Al registro è annessa una sezione speciale ove sono annotate le imprese di investimento e le banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che comunicano alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale secondo quanto previsto dall'Allegato*

	1. Lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale da parte di imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento non è consentito fino a quando non sia stata effettuata la predetta comunicazione.
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.	Nessun commento di rilievo
Art. 6 (*Pubblicità del registro*) 1 Il registro è pubblicato nella parte "Albi ed Elenchi" del Bollettino elettronico della Consob.	Nessun commento di rilievo
Titolo II - Procedimento di iscrizione	
Art. 7 (*Domanda di iscrizione*) 1. La domanda di iscrizione nel registro è redatta in conformità a quanto previsto dall'Allegato 1. Alla domanda è allegato un programma concernente l'attività iniziale, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa, ivi compresa	Con riferimento al comma 2, si ritiene opportuno precisare, analogamente a quanto previsto nel Regolamento Intermediari in materia di autorizzazione delle SIM che il termine di 30 giorni per l'integrazione della domanda di iscrizione è perentorio.

l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali redatto secondo quanto previsto dall'Allegato 2. 2. La Consob, entro sette giorni dal ricevimento, verifica la regolarità e completezza della domanda e comunica alla società la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione.	**MODIFICHE PROPOSTE** *[Omissis]* *2. La Consob, entro sette giorni dal ricevimento, verifica la regolarità e completezza della domanda e comunica alla società la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob,* ***a pena di inammissibilità della domanda,*** *entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione.*
Art. 8 (*Procedimento per l'iscrizione*) 1. La Consob accerta il possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-*quinquies* del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 e delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni. L'iscrizione è negata quando dalla verifica delle suddette condizioni non risulta garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione di un portale. 2. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni dal verificarsi dell'evento, la società trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione. 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; *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.	Con riferimento al comma 1, occorrerebbe precisare che il termine di 60 giorni decorre dalla data di ricevimento della domanda, ovvero dalla data di ricevimento della documentazione integrativa richiesta da Consob ai sensi dell'articolo 7, comma 2. Inoltre, analogamente a quanto previsto nel Regolamento Intermediari, anche in tale sede dovrebbe introdursi il principio del silenzio-assenso. Con riferimento al comma 2, può apparire incerto quale sia l'"evento" che fa scattare il termine di 7 giorni per la produzione della documentazione integrativa come pure non sono del tutto chiare le modalità con cui deve essere fornita l'informativa sulle modificazioni sopravvenute. Dalla formulazione della disposizione sembra potersi ricavare che la scansione temporale degli adempimenti richiesti sia la seguente: (i) verificarsi della modificazione dei requisiti di iscrizione; (ii) comunicazione "senza indugio" della predetta circostanza a Consob; (iii) entro 7 giorni dalla comunicazione, il richiedente fornisce la relativa documentazione. Sempre con riferimento al comma 2, ci si chiede se, per assicurare maggior speditezza al procedimento, in luogo dell'interruzione (che comporterebbe il decorso *ex novo* del termine di 60 giorni), non sarebbe più opportuno prevedere - come peraltro previsto nel caso di cui al comma 3 - la mera "sospensione" dei termini dell'istruttoria. Con riferimento al comma 3, analogamente a

	quanto previsto nel Regolamento Intermediari, si reputa opportuno precisare un termine (che sia non solo congruo ma anche perentorio) entro il quale gli elementi informativi ulteriori debbono essere forniti. **MODIFICHE PROPOSTE** *1. La Consob accerta il possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-quinquies del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 e delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni,* ***che decorrono dalla data di ricevimento della domanda, ovvero dalla data di ricevimento della documentazione integrativa richiesta da Consob ai sensi dell'articolo 7, comma 2.*** *L'iscrizione è negata quando dalla verifica delle suddette condizioni non risulta garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione di un portale..* ***Trascorso il termine di sessanta giorni senza che la Consob abbia deliberato sulla domanda, la domanda stessa deve intendersi accolta.*** *2. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è* ***comunicata per iscritto*** *senza indugio alla Consob. Entro* ***il termine perentorio di*** *sette giorni* ***dalla data di ricevimento predetta comunicazione****, la società trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è* ***sospeso*** *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.* *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;* *c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente.* ***I soggetti richiesti forniscono a Consob gli ulteriori elementi informativi entro il termine perentorio di 30 giorni dalla data di ricevimento della relativa richiesta.*** *In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi* ***ulteriori*** *fino alla data di ricezione degli*

	stessi ***da parte della Consob.***
Art. 9 (*Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo*) 1. Ai fini dell'iscrizione nel registro coloro che detengono il controllo della società dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di: *a)* non trovarsi in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'articolo 2382 del codice civile; *b)* non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione; *c)* non essere stati condannati con sentenza anche non definitiva: 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento; 2) a pena detentiva per uno dei reati previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto del 16 marzo 1942, n. 267; 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; *d)* non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera *c*) con sentenza anche non definitiva che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato. 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.	Nessun commento di rilievo
Art. 10	

(*Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo*) 1. Ai fini dell'iscrizione nel registro coloro che volgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore iscritto nel registro sono in possesso dei requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 9, comma 1. 2. I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di: *a)* attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; *b)* attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; *c)* attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; *d)* funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie. 3. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che le società non appartengano al medesimo gruppo.	Con riferimento al comma 1, vertendosi in tema di requisiti degli esponenti aziendali di un soggetto che non è ancora iscritto, sembrerebbe formalmente più corretto fare riferimento agli esponenti aziendali della "società richiedente" **MODIFICHE PROPOSTE** *1. Ai fini dell'iscrizione nel registro coloro che volgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo* ***della società richiedente*** *sono in possesso dei requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 9, comma 1.* *[Omissis]*
Art. 11 (*Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità*) 1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo comunicano senza indugio all'organo che svolge funzioni di amministrazione la perdita dei requisiti di onorabilità. 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	Con riferimento al comma 1, a scopo di chiarezza andrebbe precisato che la comunicazione di cui si tratta va fatta all'organo amministrativo del gestore. **MODIFICHE PROPOSTE** *1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo* ***del gestore*** *comunicano senza indugio all'organo che svolge funzioni di amministrazione* ***dello stesso*** *la perdita dei requisiti di onorabilità.*

ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.	*[Omissis]*
Art. 12 (*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 9, comma 1, lettera *c*); *b)* applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 9, comma 1, lettera *c*), con sentenza non definitiva; *c*) applicazione provvisoria di una delle misure 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 nel comma 1. Nelle ipotesi previste dalle lettere *c*) e *d*) del comma 1, la sospensione dalla funzione si applica in ogni caso per l'intera durata delle misure contemplate.	Con riferimento al comma 2, non è chiaro l'iscrizione della proposta di revoca nell'odg della prima assemblea utile assuma la preventiva delibera del CDA sulla sospensione, ovvero se l'iscrizione nell'odg e la delibera consiliare costituiscano due momenti indipendenti l'uno dall'altro. In ogni caso, ai fini dell'iscrizione nell'odg andrebbe chiarito se tale adempimento sia dovuto solo nel caso di assemblee ancora da convocarsi ovvero anche di assemblee già convocate
Art. 13 (*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 25, comma 1 lettera b); *e)* per effetto dell'inattività protratta per un	Con riferimento al comma 1, lettera b), al fine di assicurare un agevole coordinamento tra le norme, si ritiene utile richiamare espressamente quanto previsto dall'articolo 11, comma 2. Con riferimento al comma 2, non è chiaro se la re-iscrizione richieda la presentazione della domanda completa ovvero se la domanda si sostanzi in una istanza a cui vanno allegati i soli documenti comprovanti il rispetto di quanto previsto alla lettera (a).

periodo superiore a ventiquattro mesi. 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 richiamati dagli articoli 9 e 10, 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.	Con specifico riferimento alla lettera (a) del comma 2, si rileva che i requisiti di cui agli articoli 9 e 10 non sono propriamente del gestore bensì dei propri partecipanti al capitale ed esponenti aziendali. A questo riguardo sembra pertanto preferibile utilizzare la formulazione dell'articolo 11, comma 2. **MODIFICHE PROPOSTE** *1. La cancellazione dal registro è disposta:* *a) su richiesta del gestore;* *b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione,* ***fatto salvo quanto previsto dall'articolo 11, comma 2****;* *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 25, comma 1 lettera b);* *e) per effetto dell'inattività protratta per un periodo superiore a ventiquattro mesi.* *2. I gestori cancellati dal registro ai sensi del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:* *a)* ***nel caso previsto*** *dal comma 1, lettera b),* ***siano ricostituiti i*** *requisiti richiamati dagli articoli 9 e 10, ovvero* ***nel caso previsto dal comma 1, lettera c),*** *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.*
Titolo III – Regole di condotta	
Art. 14 (*Obblighi di correttezza*) 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 fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e	Poiché il presente articolo sintetizza i principali obblighi del gestore (di cui gli obblighi di correttezza rappresentano sono solo una parte, - comma 1) si ritiene più opportuno modificare il titolo dell'articolo in "Obblighi del Gestore". Con riferimento al comma 4, non è chiaro se con l'utilizzo del termine "garantisce" si intenda porre a carico del gestore una obbligazione di garanzia in proprio (obbligazione di risultato) o più genericamente una obbligazione di "*facere*"

non fuorvianti in merito all'offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. 3. Il gestore richiama altresì l'attenzione degli investitori diversi dai clienti professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non diffonde notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale e si astiene dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle singole offerte. 4. Il gestore garantisce che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta.	(obbligazione di mezzi), nel qual caso, sarebbe forse più opportuno utilizzare l'espressione "assicura". **MODIFICHE PROPOSTE** *Art. 14* ***(Obblighi del gestore)*** *[Omissis]* *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.*
Art. 15 (*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: *a)* il gestore, i soggetti che detengono il controllo, i soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo; *b)* le attività svolte; *c)* le modalità per la trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti tramite il portale alle banche o alle imprese di investimento autorizzate ovvero di esecuzione dei medesimi nel caso in cui l'attività di gestione del portale sia svolta da una banca o un'impresa di investimento annotata nella sezione speciale del registro; *d)* gli eventuali costi a carico degli investitori; *e)* le misure adottate per ridurre e gestire i rischi di frode; *f)* le misure adottate per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del d.lgs. 30 giugno 2003 n. 196 e successive modificazioni;	Nessun commento di rilievo

g) le misure adottate per gestire i conflitti di interessi; *h)* le misure predisposte per la trattazione dei reclami; *i)* i meccanismi previsti per la risoluzione stragiudiziale delle controversie; *j)* le informazioni aggregate sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti; *k)* la normativa di riferimento, il collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito *internet* della Consob; *l)* gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob; *m)* ove predisposte, le iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.	
Art. 16 (*Informazioni relative all'investimento in start-up innovative*) 1. Il gestore fornisce agli investitori diversi dagli investitori professionali, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di *start-up* innovative, riguardanti almeno: *a)* il rischio di perdita dell'intero capitale investito; *b)* il rischio di illiquidità; *c)* il divieto di distribuzione di utili ai sensi dell'art. 25 del decreto; *d)* il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi); *e)* le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto; *f)* le modalità di presentazione delle informazioni relative alle offerte tramite il portale; *g)* l'illustrazione dei contenuti tipici di un *business plan*. 2. Il gestore rende noto che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale sono trasmessi a una	Con riferimento al comma 2, dal commento specifico contenuto nel Documento di Consultazione, sembra emergere che con il termine "perfezionamento" non si intende propriamente il momento in cui gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale vengono eseguiti bensì un momento precedente ossia quando le adesioni raccolte tramite si "perfezionano" in ordini di sottoscrizione; il che avviene quando le adesioni, dopo essere state trasmesse dal gestore all'intermediario incaricato, sono da quest'ultimo accettate previa sottoscrizione di un contratto per la prestazione di servizi di investimento tra l'investitore e l'intermediario e positiva conclusione delle procedure Mifid in tema di profilazione dell'investitore e verifica dei requisiti di appropriatezza/adeguatezza. La precisazione non è di poco conto perché fino al momento del suo "perfezionamento", l'adesione ad un offerta tramite portale dovrebbe qualificarsi come una mera manifestazione di interesse come tale non ancora giuridicamente vincolante. Per le relative implicazioni si veda in particolare il commento all'articolo 26 in tema di revoca. Questa lettura peraltro appare coerente con l'impostazione generale della disciplina in esame che esenta espressamente i gestori dall'applicazione delle regole Mifid in sede di

banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione. 3. Il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano dichiarato di avere preso visione delle informazioni indicate alle lettere da a) a e) del comma 1 e di aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative per il tramite di portali.	raccolta delle adesioni. Infatti se tali adesioni non si configurano tecnicamente come ordini ma al più come manifestazioni di interesse si comprende bene la ragione per cui il legislatore abbia ritenuto di non considerare la loro raccolta e trasmissione come prestazione di un servizio di investimento. Sotto questo profilo, per le finalità di cui al comma 2, si ritiene preferibile utilizzare il termine "adesioni" in luogo di ordini (come peraltro avviene nell'articolo 22, lettera (a)). **MODIFICHE PROPOSTE** *[Omissis]* *2. Il gestore rende noto che* ***le adesioni raccolte*** *tramite il portale sono trasmesse a una banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento* ***in ordini di sottoscrizione*** *sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.* *[Omissis]*
Art. 17 (*Informazioni relative alle singole offerte*) 1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica: *a)* le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3; *b)* le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso; *c)* la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti; *d)* le commissioni e i costi posti a carico degli investitori; *e)* la legge applicabile e il foro competente; *f)* la lingua o le lingue in cui sono comunicate	Con riferimento alla lettera (a) del comma 1, posto che si parla di "errori materiali", ci si chiede se l'intendimento sia quello di imporre l'obbligo di aggiornamento in presenza di qualsiasi errore rilevato ovvero se, alla stregua di quanto previsto nell'articolo 26 in tema di revoca, si possa prevedere che debba trattarsi di errori che quantomeno "siano atti ad influire sulla decisione di investimento". Con riferimento alla lettera (c) del comma 1, non è chiaro se per "numero di aderenti" si intenda il numero di: (i) coloro che, tramite il portale, hanno manifestato il proprio interesse ad aderire all'offerta; (ii) coloro, le cui adesioni tramite il portale sono state accettate dall'intermediario incaricato (qualificandosi pertanto come effettivi ordini di sottoscrizione); ovvero (iii) il numero di coloro che hanno effettivamente sottoscritto gli strumenti finanziari offerti. Indubbiamente la categoria sub (iii) dovrebbe formare oggetto di *disclosure* (anche alla luce degli obblighi di cui all'articolo 22, lettera

le informazioni relative all'offerta. 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 su supporto durevole.	(c)). Quanto alla prime due categorie, si ritiene che dovrebbero essere fornite informazioni unicamente sul numero di coloro le cui adesioni sono state accettate dall'intermediario incaricato. Infatti, se le adesioni si perfezionano in ordini solo dopo il vaglio (positivo) dell'intermediario incaricato, ben può accadere che determinate adesioni non possano assurgere al rango di ordini proprio perché valutate inadeguate o inappropriate. Ove si verifichi tale evenienza, tali adesioni dovrebbero ritenersi automaticamente "ritirate" dall'offerta, non potendo l'aderente, il cui investimento è stato giudicato inappropriato o inadeguato, essere legalmente "tenuto" a darvi corso. Sotto questo profilo, pertanto, la pubblicazione di informazioni sul mero numero di adesioni raccolte tramite il portale potrebbe risultare fuorviante per gli investitori laddove andasse ad includere adesioni che non potrebbero avere esecuzione, falsando per tale via la percezione dell'effettivo livello di adesione all'offerta. **MODIFICHE PROPOSTE** *1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:* *a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di variazioni intervenute o di errori rilevanti rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3;* *b) le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso;* *c) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni* ***perfezionate in ordini di sottoscrizione****, l'ammontare sottoscritto e il numero* ***dei sottoscrittori****;* *d) le commissioni e i costi posti a carico degli investitori;* *e) la legge applicabile e il foro competente;*

	f) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta. *[Omissis]*
Art. 18 *(Gestione degli ordini degli investitori)* 1. Il gestore raccoglie gli ordini relativi agli strumenti finanziari, trasmettendoli a banche ed imprese di investimento autorizzate ai servizi ed attività di investimento. 2. Ai fini di cui al comma 1, il gestore adotta misure che assicurino le seguenti condizioni: *a)* gli ordini devono essere trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente; *b)* gli ordini devono essere registrati in modo pronto e accurato; *c)* gli ordini devono essere trasmessi secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.	In generale, per le ragioni illustrare nella nota di commento all'articolo 17, si ritiene tecnicamente più preciso utilizzare in tutto l'articolo il termine "adesioni" in luogo di "ordini". **MODIFICHE PROPOSTE** *Art. 18* *(Gestione **delle adesioni** degli investitori)* *1. Il gestore raccoglie **le adesioni** relative agli strumenti finanziari **offerti**, trasmettendoli a banche ed imprese di investimento autorizzate ai servizi ed attività di investimento.* *2. Ai fini di cui al comma 1, il gestore adotta misure che assicurino le seguenti condizioni:* *a) **le adesioni** devono essere trattate in maniera rapida, corretta ed efficiente;* *b) **le adesioni** devono essere registrate in modo pronto e accurato;* *c) **le adesioni** devono essere trasmesse secondo la sequenza temporale con la quale sono state ricevute.*
Art. 19 *(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)* 1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore. 2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione. 3. Le banche e le imprese di investimento	In generale, per le ragioni illustrare nella nota di commento all'articolo 17, si ritiene tecnicamente più preciso utilizzare in tutto l'articolo il termine "adesioni" in luogo di "ordini". Con riferimento al comma 1, non risulta di immediata comprensione l'espressione "ne curano il perfezionamento". Ad opinione di chi scrive, con tale espressione si dovrebbe intendere che gli intermediari incaricati sono tenuti a fare in modo che le adesioni ricevute dal gestore siano trattate in modo tale da poter assurgere ad effettivi ordini di sottoscrizione (il che si realizza attraverso la sottoscrizione di un contratto per la prestazione di servizi di investimento e, segnatamente, nel positivo svolgimento delle attività di profilazione e verifica prescritte dalla Mifid).

mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi.	Con riferimento al comma 3, il termine "esito" andrebbe specificato. A giudizio di chi scrive, anche al fine di assicurare una informativa coerente e corretta sull'effettivo livello di adesione all'offerta (si veda in proposito l'articolo 17, lettera (c) e la relativa nota di commento) l'obbligo informativo in discorso dovrebbe comprendere (ed esplicitare) due momenti ossia il perfezionamento delle adesioni in ordini di sottoscrizione e la loro effettiva esecuzione. **MODIFICHE PROPOSTE** *Art. 19* *(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono **le adesioni** dal gestore)* *1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore **le adesioni** di un investitore relative **alla sottoscrizione** degli strumenti finanziari **offerti** ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.* *2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi o attività di investimento effettivamente prestati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.* *3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore **sul perfezionamento delle adesioni** dal medesimo trasmesse in **ordini di sottoscrizione e sulla loro esecuzione**.*
Art. 20 (*Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi*) 1. Il gestore garantisce 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 lo gestisce predisponendo procedure e controlli	Con riferimento al comma 1, non è chiaro se con l'utilizzo del termine "garantisce" si intenda porre a carico del gestore una obbligazione di garanzia in proprio (obbligazione di risultato) o più genericamente una obbligazione di "*facere*" (obbligazione di mezzi), nel qual caso, sarebbe forse più opportuno utilizzare l'espressione "assicura" (come peraltro usata nell'articolo 21).

adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative; b) predispone altresì appositi dispositivi di *backup*. 3. In caso di discontinuità operativa che abbia una durata superiore a ventiquattro ore, il gestore su richiesta dell'emittente attua un corrispondente prolungamento dell'offerta.	Con riferimento al comma 2, lettera b) si ritiene opportuno rafforzare l'obbligo del gestore in tema di adozione di dispositivi di back-up specificando che tali dispositivi debbano essere "adeguati" agli standard utilizzati dalle SIM. **MODIFICHE PROPOSTE** *[Omissis]* *2. Ai fini dell'adempimento di quanto previsto dal comma 1 il gestore:* *a) individua le fonti di rischio operativo e lo gestisce predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative;* *b) predispone altresì appositi dispositivi di backup,* ***adeguati secondo gli standard di mercato utilizzati dagli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi di investimento.*** *[Omissis]*
Art. 21 (*Obblighi di ris*ervatezza) 1. Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori di cui comunque disponga in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente i cui strumenti finanziari sono stati oggetto dell'adesione e per le finalità connesse con il perfezionamento dell'offerta, nonché in ogni altro caso in cui l'ordinamento ne imponga o ne consenta la rivelazione.	Con riferimento al comma 1, non è chiaro se per "perfezionamento dell'offerta" debba intendersi la sua conclusione con l'effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti.
Art. 22 (*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)* la ricezione delle adesioni alle offerte svolte tramite il portale; *b)* la trasmissione delle istruzioni alle banche e alle imprese di investimento ai fini della	Con riferimento alla lettera (b) del comma 1 per coerenza con la terminologia altrove utilizzata, si ritiene più opportuno utilizzare il termine "adesioni" in luogo di "istruzioni". Inoltre, tra la documentazione oggetto di obbligo di conservazione, dovrebbero includersi le eventuali comunicazioni di revoca delle adesioni degli investitori come pure, se si aderisce alla tesi secondo cui gli intermediari incaricati debbono comunicare al gestore il "perfezionamento" delle adesioni in ordini di sottoscrizione (si veda in proposito la nota di commento all'articolo 19), tali

sottoscrizione degli strumenti finanziari; *c)* la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.	comunicazioni. **MODIFICHE PROPOSTE** *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) la ricezione delle adesioni alle offerte svolte tramite il portale;* *b) la trasmissione* ***delle adesioni*** *alle banche e alle imprese di investimento ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari;* ***c) la ricezione delle comunicazioni di avvenuto perfezionamento delle adesioni in ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;*** ***d)*** *la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.* ***e) la ricezione delle comunicazioni di revoca ai sensi dell'articolo 27.***
Art. 23 (*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 9; *c)* variazioni relative ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo, con l'indicazione dei relativi poteri e delle eventuali deleghe assegnate, unitamente alla dichiarazione relativa al possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità previsti dall'articolo 10; *d)* delibere di sospensione dalla carica adottate ai sensi del comma 2 dell'articolo 12. 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:	Con riferimento alla lettera (c) del comma 1, si osserva che l'Allegato 1 non prevede alcun obbligo di fornire una lista puntuale dei poteri e delle deleghe degli esponenti aziendali. Con riferimento alle lettere (b), (c) e (d) del comma 3, andrebbe specificato di quali dati ed informazioni aggregate si tratta (numerici, qualitativi).

a) la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa secondo lo schema riportato nell'Allegato 2 evidenziando le variazioni intervenute rispetto alle informazioni già comunicate. Qualora non siano intervenute variazioni la relazione può non essere inviata, fermo restando che dovrà essere comunicata tale circostanza; *b)* dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse; *c)* dati sui casi di discontinuità operativa e sulla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale; *d)* dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate.	
Titolo IV - Provvedimenti sanzionatori e cautelari	
Art. 24 (*Provvedimenti cautelari*) 1. La Consob, in caso necessità e urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo massimo di novanta giorni qualora sussistano elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob atte a dar luogo alla radiazione dal registro	Nessun commento di rilievo
Art. 25 (*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	Con riferimento alla lettera b), n. 5) del comma 1, per coerenza con la terminologia altrove utilizzata, si ritiene più opportuno utilizzare il termine "adesioni" in luogo di "ordini". Sempre con riferimento alla lettera b), n. 5), il riferimento all'ipotesi di recesso non sembra corretto, dal momento che l'esercizio del recesso postula che l'offerta si sia conclusa (si veda l'art. 26).

raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'articolo 26 ovvero per conto di società diverse dalle *start-up* innovative indicate dall'articolo 1, comma 5-*decies* del Testo Unico; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzata dall'investitore o per i quali il medesimo investitore ha esercitato legittimamente il diritto di recesso ovvero il diritto di revoca ai sensi dell'articolo 27; 6) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 7) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.	**MODIFICHE PROPOSTE** *[Omissis]* *5) trasmissione a banche e imprese di investimento* ***delle adesioni*** *riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzata dall'investitore o per i quali il medesimo investitore* ***ha esercitato legittimamente il diritto di revoca ai sensi dell'articolo 27****;* *[Omissis]*
PARTE III - DISCIPLINA DELLE OFFERTE TRAMITE PORTALI	
Art. 26 (*Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale*) 1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica: a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di *start-up* innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto. A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali; (b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore degli	Con riferimento alla lettera a) del comma 1, occorrerebbe prevedere un *lock-up* a carico degli investitori qualificati di durata pari a quello per gli azionisti di controllo. Infatti, ancorché gli strumenti di cui si tratta - non essendo quotati - sono a circolazione più limitata, nondimeno si ritiene che, a maggior garanzia degli investitori, la effettiva permanenza degli investitori qualificati debba essere assicurata per un ragionevole lasso di tempo. Con riferimento alla lettera (b) del comma 1, il riferimento a strumenti "acquistati" sembra fuorviante dal momento che sembra alludere al fatto che tramite portate possano essere condotte anche OPV (il che la normativa in discorso non consente).

investitori che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla lettera a), almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi.	**MODIFICHE PROPOSTE** *1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:* *a) che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto* ***e che tale quota sia soggetta a vincoli di indisponibilità almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto.*** *A tali fini, l'emittente fornisce al gestore la documentazione relativa alla sottoscrizione della quota riservata agli investitori professionali* ***ed ai vincoli di indisponibilità****;* *(b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda, in favore degli investitori che* ***abbiano sottoscritto*** *strumenti finanziari offerti tramite portale diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla lettera a), almeno per il periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente* ***alla conclusione dell'****offerta, trasferiscano il controllo a terzi.*
Art. 27 (*Diritto di revoca*) 1 Gli investitori diversi dai professionali che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono	Se l'adesione si "perfeziona" in ordine solo nel momento cui è ricevuta e validata dall'intermediario incaricato, la revoca dovrebbe essere esercitabile solo da quel momento (e non dalla data dell'adesione). Fino a quel momento, coerentemente con i rilievi svolti nella nota a commento dell'articolo 17, l'adesione dovrebbe poter essere ritirata quantomeno nel caso in cui non sia positivamente validata dall'intermediario incaricato. Inoltre, con riferimento all'offerta non è chiara la portata dell'espressione "definitivamente chiusa". Ad opinione di

state portate a conoscenza degli investitori.	scrive, tale espressione sembrerebbe alludere ad un'ipotesi in cui l'offerta ancorché formalmente chiusa non lo sia sostanzialmente. Sennonché quale possa essere tale ipotesi risulta di difficile individuazione. Infine, sul termine per l'esercizio del recesso, occorrerebbe precisare se il decorso di detto termine implichi una corrispondente (ed automatica) estensione del termine di durata dell'offerta ovvero sia indipendente da tale termine (per cui potrebbe verificarsi l'ipotesi in cui il termine per la revoca inizia a decorre l'ultimo giorno di validità dell'offerta e prosegue per i 6 giorni successivi, ad offerta comunque chiusa).

Da ultimo si rileva che, in base alla definizione contenuta nell'articolo 2-bis del Regolamento Emittenti, non sembra potersi escludere che un start-up innovativa, a seguito di un'offerta pubblica condotta tramite portale, possa qualificarsi come "emittente diffuso" e, come tale, essere assoggettata alla relativa disciplina. A questo proposito, al fine di salvaguardare lo spirito di semplificazione che informa la normativa sulle startup innovative, si riterrebbe opportuno specificare nell'adottando regolamento che tali società, almeno fintanto che soddisfano i requisiti del Decreto 179/2012, non sono soggette alla normativa sugli emittenti diffusi.

* * * * *