

Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali *on-line*.

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

3 DICEMBRE 2015

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno 11 Gennaio 2016, *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito internet della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. PREMESSA

Il 19 Giugno 2015 è stato pubblicato il Documento di Consultazione Preliminare contenente le linee guida per la *revisione del Regolamento in materia di “Raccolta di Capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”*, una prima valutazione d’impatto basata sugli indicatori di risultato evidenziati nella Relazione di Analisi di Impatto della Regolamentazione¹ e un *questionario* rivolto a tutti i soggetti interessati affinché fornissero evidenze in merito alla concreta applicazione della regolamentazione in esame, in particolare con riferimento alla proporzionalità degli obblighi dalla stessa istituiti.

La necessità di modificare il Regolamento è stata determinata dalle *novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3* convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, che ha esteso alle PMI innovative (oltreché a OICR e a società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative) la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on-line*.

Tale necessità, inoltre, ha rappresentato l’occasione, da un lato, per avviare un confronto ed un approfondimento sulle novità normative introdotte dal legislatore primario, e dall’altro, per condurre, più in generale, un’ampia riflessione sull’impianto regolamentare a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore, raccogliendo a tal fine anche le considerazioni da parte degli operatori del settore

¹ <http://webint/main/trasversale/risparmiatori/investor/crowdfunding/index.html> Relazione AIR

(gestori di portali, *start-up* innovative, PMI innovative, risparmiatori, investitori professionali, incubatori, ecc.).

2. SINTESI DELLE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE

I 35 contributi pervenuti nel corso del periodo di consultazione possono essere così ripartiti sulla base della matrice di *stakeholder mapping*²:

ALTA INFLUENZA, BASSO INTERESSE: Assonime, Confindustria, Zitiello e Associati, *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, AIAF, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;

BASSA INFLUENZA, BASSO INTERESSE: Ordine dei Commercialisti di Milano, Errelegal, Il Punto *Real Estate*, PINET, Corradini, Gargari, Zanchi, Bava;

BASSA INFLUENZA, ALTO INTERESSE: Altroconsumo, Roma *Venture Consult*, Custodi di Successo TV, *D-Namic*, YP OP – Roberto Maviglia, inPOSTE, Zanaboni;

ALTA INFLUENZA, ALTO INTERESSE: ABI, ANASF, AISCRIS, *Crowd Advisors*, ASCOMFIDI Piemonte, Frigiolini & *Partners*, Muum Lab, Assogestioni, AIEC³, Siamo Soci, Italia *Start-Up*, Lerro & *Partners*, Piattelli *Osborne & Clarke*, più un Rispondente che ha richiesto di rimanere anonimo.

La maggior parte degli intervenuti ha rispettato la struttura dell'indagine così come impostata dall'Istituto, proponendo le proprie **valutazioni sulla proporzionalità delle norme di attuazione della disciplina** e rappresentando **specifiche istanze** in relazione ai nodi ritenuti più critici. Inoltre, la previsione finale di uno spazio lasciato alla libera espressione degli intervenuti ha permesso di acquisire **proposte concrete** per la risoluzione di tali criticità.

Le principali istanze rappresentate in sede di consultazione preliminare sono riportate nei successivi paragrafi, mentre per una sintesi compiuta delle stesse si rinvia all'**Allegato 1**.

² La *Stakeholder mapping matrix* costituisce uno degli strumenti essenziali della strategia di consultazione e consente un migliore inquadramento dei risultati. Per un'analisi tecnica dello strumento si rinvia alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_50_en.htm

³ Associazione Italiana dell'*Equity Crowdfunding*, costituita nel 2015, alla quale sono associati i seguenti (10) gestori autorizzati: *Assiteca Crowd s.r.l.* *CrowdfundMe s.r.l.* *Ecomill s.r.l.* *Equinvest s.r.l.* *Fundera s.r.l.* - *Next Equity crowdfunding Marche s.r.l.* - *Stars Up s.r.l.* - *Startzai s.r.l.* - *The ING Project s.r.l.* - *WeAreStarting s.r.l.*

3. LE PROPOSTE DI REVISIONE REGOLAMENTARE

In primo luogo il testo regolamentare è stato rivisto per **garantire l'adeguamento** dello stesso **alle modifiche introdotte a livello legislativo**. Tale adeguamento ha riguardato principalmente **l'ambito definitorio** e la disciplina relativa alle **informazioni da rendere al pubblico**, tenendo conto delle **specificità dei nuovi emittenti** inclusi nell'ambito normativo soggettivo: quote o azioni di PMI innovative, di OICR e di società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative.

Per le ulteriori modifiche, sono state effettuate valutazioni relative **all'evoluzione del quadro giuridico di riferimento** e alla **proporzionalità degli obblighi** previsti dal Regolamento, con particolare riferimento a quelli relativi **all'esecuzione degli ordini** e alla **sottoscrizione da parte degli investitori professionali** di una quota dell'offerta.

Come evidenziato nel Documento di Consultazione Preliminare, il **contesto normativo** nel quale si sta sviluppando **l'equity crowdfunding** è **fisiologicamente mutevole e incerto**. Il fenomeno è in continua e rapida evoluzione e sussiste una forte incertezza normativa e applicativa con particolare riguardo all'operatività transfrontaliera. Di recente è stata modificata la disciplina delle esenzioni facoltative prevista dalla MiFID II (Direttiva 2004/65/UE), ai sensi della quale sono autorizzati ad operare i gestori di portali *on-line*.

In particolare, con riferimento alla regolamentazione nazionale dei gestori dei portali *on-line*, la principale novità legata alla necessità di integrare la legislazione in sede di recepimento della MiFID II riguarderà, per i gestori che operano "in esenzione", **l'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo o di stipula di un'assicurazione sui rischi professionali**.

Ciò premesso, è necessario evidenziare che **la Commissione Europea sta valutando diversi possibili strumenti di intervento** tra cui quello diretto. L'Italia rappresenta un *benchmark* dal punto di vista regolamentare e, sulla base dell'esperienza nazionale, può fornire un contributo rilevante nella fase ascendente della regolamentazione settoriale.

Con riferimento alla regolamentazione attualmente in vigore, la consultazione preliminare, avviata in data 19 Giugno e conclusa il 10 Luglio 2015, ha consentito di evidenziare una **valutazione sostanzialmente proporzionale degli oneri imposti dal Regolamento da parte degli operatori**. Gli obblighi considerati eccessivamente onerosi sono quelli legati alla sottoscrizione da parte di **investitori professionali** e alle **modalità di esecuzione degli ordini**.

Per quanto riguarda il **primo aspetto**, è stata valutata positivamente la possibilità di estendere il novero dei soggetti rientranti in tale categoria **anche agli investitori professionali su richiesta**, classificati ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti (cfr. art. 2, comma 4, lett. j e art. 24, comma 2-*bis* della Proposta di Regolamento riportata nel successivo paragrafo 5). L'inclusione di soggetti che rientrano in tale categoria ai fini della disciplina MiFID è stata valutata l'unica opzione che garantisce **l'aumento dei benefici**, rendendo **meno onerosa** la ricerca di un soggetto professionale in grado di fornire garanzie sulla corretta valutazione dell'operazione. Ulteriori estensioni, pur richieste in sede di consultazione, sono risultate meno percorribili per la difficoltà di qualificare correttamente tali soggetti (ad esempio i *business angels*) dal punto di vista giuridico, che avrebbe comportato un aumento della rischiosità associata alla capacità dello strumento regolamentare di ottenere il beneficio per il quale è stato istituito.

Per quanto riguarda il **secondo aspetto**, si precisa che la regolamentazione attualmente vigente richiede:

- a) al gestore di somministrare agli investitori un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento, e
- b) all'intermediario che riceve gli ordini dal portale per la loro esecuzione di valutare anche l'appropriatezza dell'operazione ovvero l'adeguatezza della stessa operazione qualora l'intermediario effettui anche una raccomandazione personalizzata allo stesso investitore con riferimento all'investimento sul portale.

Le conseguenze di tali obblighi *sono state considerate particolarmente significative* in quanto gli investitori, in relazione alle modalità attualmente prescelte dagli intermediari per la stipula dei contratti di investimento, *non possono concludere l'operazione completamente on-line*: per ricevere il giudizio sulla propria esperienza e conoscenza devono farsi "profilare" dalla banca previa la stipula di un contratto di investimento in forma scritta (che, in taluni casi, richiede la presenza fisica dell'investitore) al fine di ricevere un eventuale "avvertimento" circa la non appropriatezza dell'operazione.

Quanto alla profondità del giudizio di appropriatezza, si ricorda che esso è fondato su una valutazione retrospettiva dell'esperienza e della conoscenza del potenziale investitore, mentre non contempla elementi complessi e prospettici quali obiettivi di investimento e profilo di rischio, propri del giudizio di adeguatezza, associato alla prestazione di servizi di investimento (consulenza e gestione di portafogli) il cui svolgimento è precluso ai gestori di portali che operano in regime di esenzione facoltativa. Si ricorda altresì che comunque la valutazione di appropriatezza deve essere effettuata da soggetti necessariamente *dotati di requisiti organizzativi proporzionati* al tipo di attività da svolgere.

Con riferimento alla rilevanza dei rischi connessi alle finalità di vigilanza, si rappresenta che gli strumenti finanziari oggetto di offerta *on-line* su piattaforme di *crowdfunding* sono inquadrabili quanto al profilo di rischio oggettivo come "*molto rischiosi*" e quest'avvertenza è riportata su tutte le schede di offerta e nell'*Investor education* predisposta dalla Consob. Si rappresenta altresì che l'elevata rischiosità degli strumenti in parola rende estremamente probabile la circostanza che, qualora si determini un sostanziale afflusso di investitori al dettaglio alle offerte pubblicate tramite le piattaforme *on-line*, una significativa percentuale degli ordini impartiti ai gestori di portali risulti, ad esito delle valutazioni effettuate, non appropriata.

Secondo quanto sostenuto dagli operatori in consultazione la modalità di esecuzione descritta in precedenza ha evidenziato un *costo sproporzionato al beneficio*, anche alla luce della tipologia di investitori che concretamente si sono avvicinati, in questa prima fase di sviluppo, all'*equity crowdfunding*, caratterizzati da un importo offerto in media pari a 10.000 euro. Le valutazioni effettuate consentono di supportare tale rappresentazione e di rivedere il Regolamento semplificando la procedura e riducendo i costi di transazione in modo da rendere possibile la conclusione delle operazioni integralmente *on-line*, ove i gestori fossero concretamente attrezzati a sostenere le verifiche necessarie per valutare l'appropriatezza dell'operazione.

D'altra parte, coerentemente con il processo di revisione della MiFID II, in seguito alle modifiche prospettate, dovrà necessariamente essere *rafforzata l'attività di vigilanza sui gestori di portali* che operano in esenzione, la cui attività assumerà caratteristiche più simili, sotto il profilo del rapporto con i clienti, a quelle degli intermediari autorizzati (SIM e banche), fermo restando che gli stessi non sono autorizzati a maneggiare fondi e strumenti finanziari per conto dei clienti medesimi. In tal modo, parte degli oneri della modifica saranno assorbiti dalla Consob, attraverso la propria attività di vigilanza.

In sintesi, la modifica alla disciplina dell'esecuzione degli ordini prevede:

- che i gestori potranno (*opt-in*) **effettuare la verifica di appropriatezza** dotandosi dei **requisiti necessari** a tal fine, estendendo le tutele a tutte le operazioni in ragione del regime proporzionato che **consentirà agli investitori di concludere l'operazione integralmente on-line**;
- ove i gestori non intendano effettuare tale verifica (*default*), l'applicazione delle **regole MiFID** da parte delle banche e delle imprese di investimento che ricevono gli ordini **non più in aggiunta ma in sostituzione del "questionario"** da compilare sul sito.

Resta inteso che la scelta del gestore di effettuare la verifica in proprio o attraverso la banca o impresa di investimento a cui viene trasferito l'ordine, che potrà essere effettuata in occasione della domanda di autorizzazione o in un successivo momento, dovrà avere applicazione generale con riferimento a tutte le offerte pubblicate sul portale. Al fine di consentire ai gestori già autorizzati di adeguare le proprie procedure per effettuare la profilatura dei clienti, è previsto che gli stessi comunichino alla Consob l'intenzione di svolgere direttamente tale attività 60 giorni prima di avviarla, unitamente alla descrizione delle relative procedure (art. 21, comma 1-*bis*).

Per completezza, vengono illustrate di seguito le modifiche nel complesso apportate al Regolamento oggetto del presente Documento di Consultazione con l'obiettivo di:

- **recepire i cambiamenti della normativa primaria** intervenuta in data 24 gennaio 2015, che riguardano l'estensione del novero degli offerenti e gli obblighi di informativa (artt. 2, 13, 15, 16 e relativo allegato n. 3, 19, 23, 24, 25);
- **tenere conto di alcune esigenze emerse in sede di vigilanza** relative al procedimento di autorizzazione (artt. 5, 7, 8, 10, 11-bis, 14 e allegato n. 1);
- **accogliere le principali esigenze emerse in sede di consultazione**:
 - estensione del novero degli investitori professionali (artt. 2, 20 e 24)
 - modifica della disciplina di esecuzione degli ordini (artt. 13, 15, 17, 21 e allegato n. 2).

In particolare, per **recepire i cambiamenti della normativa primaria**:

- è stato **modificato il titolo** stesso del Regolamento, eliminando il riferimento alle *start-up* innovative, facendo riferimento più genericamente di "Raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*";
- **la definizione di "emittente"** [attualmente presente nell'art. 2, comma 1, lett. c)] è stata **sostituita con quella di "offerente"**, in grado di ricomprendere al suo interno, oltre alle *start-up* innovative anche i nuovi soggetti introdotti nell'art. 50-*quinquies* del TUF e, in particolare, gli OICR e le altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative; conseguentemente, nelle **definizioni di "portale" e di "gestore"** [rispettivamente art. 2, comma, 1, lett. d) ed e)] il riferimento alle "*start-up* innovative" è stato sostituito con il **riferimento agli "offerenti"**; analoghe modifiche sono state apportate negli artt. 13, comma 2, 16, comma 1, lett. a), 17, comma 6, 19, comma 1, 25, comma 1 e nell'art. 23, comma 1, lett. b), n. 1, nonché nell'allegato 3;
- **la definizione di "strumenti finanziari"** e, conseguentemente, quella di "offerta" [rispettivamente contenute nell'art. 1, comma 2, lett. h) e g)] sono state modificate al fine di **ricompredervi gli strumenti finanziari** offerti dalle nuove categorie di soggetti;
- l'art. 15 è stato modificato per **estendere il regime informativo** attualmente previsto per gli

investimenti in *start-up* innovative anche agli investimenti in strumenti finanziari offerti da PMI, OICR e altre società di capitali; inoltre, nell'art. 15, comma 1, lett. f), è stato sancito l'obbligo di fornire informazioni riguardanti non soltanto i contenuti tipici di un *business plan* ma anche, nel caso di OICR, del regolamento o dello statuto;

- nell'art. 24, comma 1, è stato ***esteso anche alle PMI innovative*** l'obbligo, attualmente vigente per le *start-up* innovative che intendono svolgere offerte di proprio capitale di rischio tramite portali, di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una ***way out nel caso di successivo trasferimento del controllo a terzi da parte dei soci di controllo***;

- nell'Allegato 3 al Regolamento "Informazioni sulla singola offerta" sono state apportate le seguenti modifiche:

a) l'***"Avvertenza" circa l'illiquidità e l'alta rischiosità*** dell'investimento deve ***referirsi anche agli investimenti in PMI innovative e agli investimenti indiretti*** mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative e PMI innovative;

b) nella sezione 3. si è proceduto, a ***individuare le informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari*** oggetto dell'offerta che il gestore è tenuto a mettere a disposizione degli investitori. Pertanto: i) come già attualmente previsto per le *start-up* innovative, anche le PMI innovative devono fornire la descrizione del progetto industriale, del relativo *business plan* nonché la descrizione delle clausole predisposte con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta; ii) nel delineare gli obblighi informativi a cui sono tenuti gli OICR, si è tenuto conto della disciplina a loro già applicabile in quanto soggetti che prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio e pertanto è stato previsto che essi debbano fornire il collegamento ipertestuale al loro regolamento o al loro statuto e al documento di offerta contenente le informazioni messe a disposizione degli investitori, redatto in conformità all'allegato 1-bis del Regolamento approvato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni; iii) per le società di capitali, è stato sancito l'obbligo di fornire all'investitore la politica di investimento e l'indicazione delle società nelle quali detengono partecipazioni con indicazione del collegamento ipertestuale ai rispettivi siti *internet*.

Con riferimento al procedimento di autorizzazione è stato chiarito che il procedimento di iscrizione si configura giuridicamente come un vero e proprio ***procedimento amministrativo di autorizzazione all'esercizio dell'attività di gestore*** [attraverso una modifica degli artt. 5, comma 1, lett. a), 7, rubrica e commi 1 e 5, 10, comma 2, e dell'Allegato 1 al Regolamento (rinominato "Istruzioni per la presentazione della domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel Registro dei gestori e per la comunicazione ai fini dell'annotazione nella sezione speciale"). Al riguardo, infatti, si precisa che l'attività di raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, svolta dai soggetti diversi dalle banche e dalle imprese di investimento, ***è inquadrabile nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione di ordini in virtù dell'esenzione facoltativa prevista dall'art. 3 della MiFID I e confermata dal nuovo articolo 3 della MiFID II***, la quale sul punto afferma esplicitamente la necessità che le attività facoltativamente esentate siano soggette ad apposita autorizzazione.

Per ***tenere conto di talune esigenze emerse in sede di vigilanza***, ulteriori modifiche sono state apportate all'articolato al fine di:

- chiarire che la ***documentazione mancante*** richiesta alla società ad esito della verifica di completezza dell'istanza, ***deve essere trasmessa entro il termine previsto "a pena di improcedibilità"*** del procedimento stesso (art. 7, comma 2);

- prevedere la facoltà per la Consob di richiedere, nel corso dell'istruttoria finalizzata all'iscrizione nel Registro, **elementi informativi ad altri soggetti, anche esteri**, con conseguente sospensione del termine di conclusione del procedimento (art. 7, comma 3). Tale previsione risponde, ad esempio, all'esigenza di garantire all'Autorità la possibilità di effettuare, presso soggetti terzi, i controlli necessari al fine di verificare che coloro svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano maturato l'esperienza professionale richiesta ai fini del possesso dei requisiti di professionalità previsti dal Regolamento, senza incorrere nella scadenza del termine previsto per il rilascio dell'autorizzazione;

- prevedere **l'interruzione del termine del procedimento di autorizzazione**, oltre che nell'ipotesi di modifiche concernenti i requisiti per l'autorizzazione, anche nell'ipotesi in cui nel corso dell'istruttoria intervengano rilevanti modifiche alla relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo quanto previsto dall'Allegato 2 e allegata alla domanda di autorizzazione (art. 7, comma 4). Tale modifica risponde all'esigenza di garantire alla Consob un congruo lasso temporale per esaminare le modifiche apportate a tale documento, dovendo i suoi contenuti essere valutati al fine di verificare la capacità della società richiedente di esercitare correttamente la gestione di un portale. Il mancato riscontro da parte della Consob di tale capacità comporta un diniego di autorizzazione;

- al fine di riconoscere alla Consob un congruo lasso temporale per lo svolgimento dell'istruttoria finalizzata all'iscrizione nel Registro, è stato specificato che i **60 giorni** previsti nel Regolamento per deliberare sulla domanda di autorizzazione **sono lavorativi** (art. 7, comma 5);

- è stata prevista la **decadenza dall'autorizzazione** rilasciata dalla Consob nei casi in cui: i) i gestori non abbiano iniziato l'attività nei sei mesi successivi all'iscrizione nel Registro; ii) i gestori abbiano interrotto l'attività e non la abbiano ripresa entro sei mesi (nuovo art. 11-bis). La decadenza comporta la cancellazione dal Registro [art. 12, lett. d-bis)]. Attraverso tali previsioni si è inteso garantire che si iscrivano nel Registro solamente i soggetti concretamente interessati a dare avvio all'operatività entro un termine ragionevole e che l'attività non venga interrotta per tempi eccessivamente prolungati.

- con riguardo ai soci della società di gestione del portale, la possibilità di effettuare la verifica dei requisiti di onorabilità, nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo, è stata estesa ai soci che detengono una partecipazione qualificata, almeno pari al venti per cento del capitale della società.

Al fine di **accogliere le principali esigenze emerse in sede di consultazione**, è stato previsto di:

- **estendere il novero degli investitori professionali** modificando la relativa definizione (art. 2), prevedendo la trasmissione al gestore dell'attestazione da cui risulta la classificazione quale cliente professionale su richiesta, rilasciata all'investitore dall'intermediario di cui è cliente (art. 24), nonché l'obbligo di conservazione di tali attestazioni in capo al gestore (art. 20);

- **modificare la disciplina dell'esecuzione degli ordini** prevedendo la possibilità per il gestore di effettuare la verifica di appropriatezza (art. 13, comma 5-bis, 15, 17, 21, comma 1-bis e allegato n. 2), per tutte le operazioni, a prescindere dal loro ammontare. Nel caso in cui il gestore non intenda esercitare tale opzione, la verifica continuerà ad essere svolta dalle banche e dalle imprese di investimento alle quali saranno trasmessi gli ordini secondo le soglie attualmente vigenti, ma verrà eliminato l'obbligo per il gestore di effettuare il questionario comprovante le caratteristiche e i rischi principali degli strumenti finanziari.

Regolamento in materia di "~~Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line~~"

PARTE I DISPOSIZIONI GENERALI

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.

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»~~ **«offerente»**:
 - 1) la società *start-up* innovativa, compresa la *start-up* a vocazione sociale, come definite dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto e la ***start-up* turismo prevista dall'articolo 11-bis del decreto legge 31 maggio 2014, n. 83, convertito con modificazioni dalla legge 29 luglio 2014 n. 106;**
 - 2) la **piccola e media impresa innovativa ("PMI innovativa")**, come definita dall'articolo 4, comma 1, del decreto legge 24 gennaio 2015 n. 3, convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015 n. 33;
 - 3) l'**organismo di investimento collettivo del risparmio ("OICR") che investe prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative, come definito dall'articolo 1, comma 2, lettera e) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014;**
 - 4) le **società di capitali che investono prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative, come definite dall'articolo 1, comma 2, lettera f) del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014;**
- 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~~ **degli offerenti;**
- 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~~ **per gli offerenti** 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~~, e le quote rappresentative del capitale sociale **o degli OICR 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 **e i clienti professionali privati su richiesta**, individuati nell'Allegato 3, **rispettivamente ai punti I e II**, 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 **e i clienti professionali pubblici su richiesta** ~~previsti~~ **individuati rispettivamente dall'articolo dagli articoli 2 e 3** del decreto ministeriale 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 **portalicrowdfunding@pec.consob.it**.

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. 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.

Art. 5

(Contenuto del registro)

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

- a) **la delibera di autorizzazione** e 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-.

Art. 6

(Pubblicità del registro)

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

Titolo II **Iscrizione nel registro**

Art. 7

*(Procedimento di **autorizzazione per l'iscrizione**)*

1. La domanda di **autorizzazione per l'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 la completezza della domanda e comunica alla società richiedente la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione, **a pena di improcedibilità**.

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.
- d) a qualunque soggetto, anche estero.**

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, **ovvero in caso di rilevanti modifiche apportate alla relazione prevista dall'Allegato 2**, 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 **lavorativi**. **L'autorizzazione** 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.

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 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 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;

e) di non aver riportato in Stati esteri condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità.

1-bis. Nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo, il comma 1 si applica ai soci che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale della società.

2. Ove il controllo ovvero la partecipazione di cui al comma 1-bis siano detenuti 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.

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 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 tali società non appartengano al medesimo gruppo.

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 **decadenza dall'autorizzazione**, 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.

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.

Art. 11-bis

(Decadenza dall'autorizzazione)

1. I gestori danno inizio allo svolgimento dell'attività entro il termine di sei mesi dalla data della relativa autorizzazione, a pena di decadenza dell'autorizzazione medesima.

2. I gestori che abbiano interrotto lo svolgimento dell'attività lo riprendono entro il termine di sei mesi, a pena di decadenza della relativa autorizzazione.

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);

e) per effetto della decadenza dall'autorizzazione;

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.

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~~**offerente** 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.

5-bis. Il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i

rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell'articolo 15, comma 2, lettera b). Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione.

5-ter. Qualora il gestore non effettui direttamente la verifica prevista dal comma 5-bis, si applica l'articolo 17, comma 3.

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, **ivi compresi i recapiti telefonici e di posta elettronica**, ai soggetti che detengono il controllo **ovvero, in mancanza, ai soggetti che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale sociale**, 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;

b-bis) alla data di inizio, interruzione o riavvio dell'attività;

c) alle modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale; ~~anche con riferimento alle condizioni previste dall'articolo 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 modifiche;

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.

(Informazioni relative all'investimento in ~~start-up innovative~~ **strumenti finanziari tramite portali**)

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 **tramite portali** ~~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 **previsto per le start-up innovative** ~~ai sensi dell'~~ **dall'**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) **per le start-up innovative** le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto;

e-bis) per le PMI innovative le deroghe al diritto societario previste dall'articolo 26 del decreto;

f) i contenuti tipici di un *business plan* **e del regolamento o statuto di un OICR;**

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, lettera 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~~ **fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano, ove il gestore effettui direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis. Tali informazioni fanno riferimento almeno:**

i) ai tipi di servizi, operazioni, effettuate anche tramite portali on-line, e strumenti finanziari con i quali l'investitore ha dimestichezza;

ii) alla natura, al volume e alla frequenza delle operazioni, effettuate anche tramite portali on-line, su strumenti finanziari, realizzate dall'investitore e al periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;

iii) al livello di istruzione, alla professione, o se rilevante, alla precedente professione dell'investitore;

c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.

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~~ **offerente**, 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~~ 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-;

d-bis) l'indicazione dell'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote rappresentative del capitale di *start-up* innovative e di PMI innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata previsto dall'articolo 100-ter, comma 2-bis, del Testo Unico e le relative modalità per esercitare l'opzione di scelta del regime da applicare.

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.

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~~ **informano tempestivamente** 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 contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, **qualora ricorrano le seguenti condizioni :**

a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;

b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.

4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando **il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis**. ricorrono le seguenti condizioni:

~~a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine e 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 e 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 previste al comma 3. 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~~**offerente** acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, previsto dall'articolo 25.

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 al 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*.

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~~**offerente** 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.

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) la 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) **le attestazioni previste dall'articolo 17, comma 5 e le attestazioni dalle quali risulta la classificazione di cliente professionale ricevute ai sensi dell'articolo 24, comma 2-bis.**

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.

1-bis Nel caso in cui il gestore intenda effettuare direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis, lo comunica alla Consob 60 giorni prima di avviare tale attività, unitamente alla descrizione delle procedure interne predisposte.

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, **secondo lo schema predisposto dalla Consob**, 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.

Titolo IV **Provvedimenti sanzionatori e cautelari**

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 fondati 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.

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 **grave** 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~~ **dagli offerenti;**

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.

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 **della start-up innovativa o della PMI innovativa** 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 **direttamente o indirettamente** 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 nel sito internet della **società 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 previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto.

2-bis. Ai fini del comma 2, il cliente professionale su richiesta trasmette al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale.

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 **offerente** 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 prevista al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.

ALLEGATO 1

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

A. Domanda di autorizzazione per l'iscrizione nel registro

1. La domanda di **autorizzazione per l'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, **l'indirizzo del sito internet del portale**, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati.

2. La domanda di **autorizzazione per l'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 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 11 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 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'ATTIVITA' D'IMPRESA E SULLA STRUTTURA ORGANIZZATIVA

A. Attività d'impresa

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

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;

5-bis. la descrizione delle procedure interne finalizzate alla verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis, qualora intenda effettuarla per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto.

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 previste all'articolo 17, comma 2 1, 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'emittenteofferente 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, anche indiretto, mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da start-up innovative e PMI innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto."

2. Informazioni sui rischi

Descrizione dei rischi specifici dell'emittenteofferente e dell'offerta.

3. Informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta

a) descrizione dell'emittenteofferente:

- per le *start-up innovative* e *PMI innovative*, la descrizione del progetto industriale, con indicazione del settore di utilità sociale in caso di *start-up innovative* a vocazione sociale, del relativo *business plan*; e l'indicazione del collegamento ipertestuale al sito *internet* dell'offerenteemittente ove reperire le informazioni richieste **rispettivamente** dall'articolo 25, commi 11 e 12, del decreto e dall'articolo 4, comma 3, del decreto legge 24 gennaio 2015 n. 3, convertito con modificazioni dalla legge 24 marzo 2015 n. 33. Con riferimento all'informativa contabile, ove disponibile, dovranno essere riportati i dati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta relativi al fatturato, al margine operativo lordo e netto, all'utile d'esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo, la posizione finanziaria netta, nonché il giudizio del revisore. Per l'informativa contabile completa dovrà essere espressamente indicato il collegamento ipertestuale diretto;

- per gli OICR che investono prevalentemente in *start-up innovative* e in *PMI innovative*, il collegamento ipertestuale al regolamento o statuto dell'OICR e al documento di offerta contenente le informazioni messe a disposizione degli investitori, redatto in conformità all'allegato 1-bis del Regolamento approvato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni.

- per le società che investono prevalentemente in *start-up* innovative e in PMI innovative, la politica di investimento e l'indicazione delle società nelle quali detengono partecipazioni con indicazione del collegamento ipertestuale ai rispettivi siti *internet*;

b) descrizione degli organi sociali e del *curriculum vitae* degli amministratori;

c) descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, **della percentuale che essi rappresentano rispetto al capitale sociale dell'offerente**, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio;

d) descrizione delle clausole predisposte dalle ~~emittente~~ ***start-up* innovative o dalle PMI innovative** 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;

c-bis) indicazione di ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore in relazione all'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote previsto dall'art. 100-ter, comma 2-bis, del TUF;

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'**emittenteofferente** 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'**emittenteofferente** 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.

Nota:

1. La delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e l'allegato regolamento sono pubblicati nella Gazzetta Ufficiale n. 162 del 12 luglio 2013.

ALLEGATO 1

1. SINTESI DELLE RISPOSTE ALLA CONSULTAZIONE PRELIMINARE

1.1 La mappatura dei rispondenti

I 35 contributi pervenuti nel corso del periodo di consultazione possono essere così ripartiti sulla base della matrice di *stakeholder mapping*⁴:

ALTA INFLUENZA, BASSO INTERESSE: Assonime, Confindustria, Zitiello e Associati, *Cleary Gottlieb Steen & Hamilton*, AIAF, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;

BASSA INFLUENZA, BASSO INTERESSE: Ordine dei Commercialisti di Milano, Errelegal, Il Punto *Real Estate*, PINET, Corradini, Gargari, Zanchi, Bava;

BASSA INFLUENZA, ALTO INTERESSE: Altroconsumo, Roma *Venture Consult*, Custodi di Successo TV, *D-Namic*, YP OP – Roberto Maviglia, inPOSTE, Zanaboni;

ALTA INFLUENZA, ALTO INTERESSE: ABI, ANASF, AISCRIS, *Crowd Advisors*, ASCOMFIDI Piemonte, Frigiolini & *Partners*, Muum Lab, Assogestioni, AIEC⁵, Siamo Soci, Italia *Start-Up*, Lerro & *Partners*, *Piattelli Osborne & Clarke*, più un Rispondente che ha richiesto di rimanere anonimo.

La maggior parte degli intervenuti ha rispettato la struttura dell'indagine così come impostata dall'Istituto, proponendo le proprie valutazioni sulla proporzionalità delle norme di attuazione della disciplina e rappresentando specifiche istanze in relazione ai nodi ritenuti più critici. Inoltre, la previsione finale di uno spazio lasciato alla libera espressione degli intervenuti ha permesso di acquisire proposte concrete per la risoluzione di tali criticità.

1.2 Le risposte al questionario e le principali criticità rilevate

Nello specifico, i rispondenti hanno ritenuto che il Regolamento in oggetto abbia contribuito alla **creazione di un ambiente affidabile**, evidenziando **alcuni elementi di criticità** che hanno ostacolato la creazione di un canale di finanziamento alternativo per il capitale di rischio delle *start-up* innovative, obiettivo esplicito del legislatore.

I freni allo sviluppo vengono associati a diverse cause. I principali responsabili dell'impatto limitato dell'*equity crowdfunding* sono, secondo la maggior parte degli intervenuti, la **scarsa cultura e consapevolezza dello strumento fra il pubblico**, gli elementi di **rigidità** presenti nella **normativa primaria**, soprattutto con riferimento all'ambito delle società e degli strumenti inclusi nell'ambito oggettivo e al ruolo degli investitori professionali, nonché nella **normativa**

⁴ La *Stakeholder mapping matrix* costituisce uno degli strumenti essenziali della strategia di consultazione e consente un migliore inquadramento dei risultati. Per un'analisi tecnica dello strumento si rinvia alla pagina http://ec.europa.eu/smart-regulation/guidelines/tool_50_en.htm

⁵ Associazione Italiana dell'*Equity Crowdfunding*, costituita nel 2015, alla quale sono associati i seguenti (10) gestori autorizzati: *Assiteca Crowd s.r.l.* *CrowdfundMe s.r.l.* *Ecomill s.r.l.* *Equinvest s.r.l.* *Fundera s.r.l.* - *Next Equity crowdfunding Marche s.r.l.* - *Stars Up s.r.l.* - *Startzai s.r.l.* - *The ING Project s.r.l.* - *WeAreStarting s.r.l.*

secondaria approvata dalla Consob, di cui si darà conto compiutamente nei prossimi capoversi.

A livello legislativo viene lamentata anche l'impossibilità per i portali di ricorrere ai **promotori finanziari** come veicolo di diffusione dello strumento, possibilità ad oggi riconducibile al solo operatore di diritto attivo e non agli operatori autorizzati. Dai soggetti più prossimi agli interessi degli investitori viene invece segnalata la mancanza, in questo contesto, di una *policy* che favorisca la diffusione di **analisi finanziarie indipendenti** sulle offerte *on-line*.

Il **Registro dei portali** è stato ritenuto generalmente uno **strumento efficace** ma alcuni rispondenti hanno proposto una **integrazione** degli elementi pubblicati volte a migliorarne il potere informativo.

La maggioranza degli interventi valuta che i **requisiti di onorabilità e professionalità**, nonché i requisiti **organizzativi** definiti dalla Consob costituiscano **presidi proporzionati** rispetto all'obiettivo di garantire un ambiente affidabile.

Poco più della metà dei rispondenti ha espresso **parere negativo** rispetto alla necessità di **integrare le regole di condotta** alla luce delle novità introdotte a livello legislativo, ma una quota significativa degli stessi ha invece segnalato la necessità di introdurre delle modifiche (soprattutto per quanto riguarda la natura delle informazioni da fornire agli investitori potenziali), in particolare in riferimento alle specificità delle nuove società incluse nell'ambito soggettivo dei potenziali offerenti (PMI innovative, OICR e altre società che investono prevalentemente in *start-up* e PMI innovative).

Per quanto riguarda la **gestione delle frodi**, è stato ampiamente confermato l'impianto regolamentare originario che non prevedeva regole di dettaglio, sulla scorta di una impostazione secondo cui il più efficace disincentivo alle condotte fraudolente risiede nella "**sanzione reputazionale rafforzata**", considerando il margine di fiducia ancora più sottile che viene concesso ai soggetti che operano su internet rispetto agli intermediari tradizionali.

Gli **obblighi informativi** e i conseguenti **oneri amministrativi** verso la Consob, sono stati generalmente **considerati proporzionati** dai rispondenti, fra i quali rientrano operatori del settore in grado di esprimere una valutazione significativa, pur priva di indicazioni quantitative. Il contenimento degli oneri ha costituito una delle linee strategiche fondamentali in sede di definizione del Regolamento e i risultati della consultazione consentono di evidenziare che **le soluzioni normative adottate hanno raggiunto il proprio obiettivo in termini di semplificazione e contenimento degli oneri**. In ottica evolutiva, è stato comunque proposto di comunicare le informazioni attraverso un sistema **applicativo standardizzato** piuttosto che attraverso la posta elettronica, canale attualmente in uso, modalità che potrebbe consentire di ridurre ulteriormente i costi di raccolta delle informazioni, incrementando l'efficienza nella loro elaborazione e, più in generale, nel loro utilizzo ai fini di vigilanza.

I contributi più controversi hanno riguardato gli **obblighi in materia di esecuzione degli ordini**, gli **strumenti informativi e di valutazione** definiti dal Regolamento per supportare il livello di conoscenza e consapevolezza degli investitori nella scelta d'investimento, nonché l'obbligo di **sottoscrizione da parte di investitori professionali** di una quota dell'offerta.

Buona parte dei rispondenti ha evidenziato la **mancanza di proporzionalità relativa agli adempimenti connessi alla fase conclusiva dell'operazione**, nella quale l'ordine viene trasmesso per la sua finalizzazione ad un intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento il quale, nel caso siano superate le soglie stabilite nel regolamento (500 € per

persone fisiche e 5.000 € per persone giuridiche) devono procedere all'esecuzione dell'ordine previa "profilatura" del cliente, che presuppone la sottoscrizione di un contratto di investimento in forma scritta.

Da una parte, è stato rappresentato che le **valutazioni richieste dalla MiFID** non dovrebbero trovare applicazione, coerentemente con la natura di attività in esenzione, a valle della quale gli intermediari autorizzati svolgono un ruolo complementare di mera esecuzione, che non configurerebbe la prestazione autonoma di un servizio di investimento. Le valutazioni effettuate a valle da parte degli intermediari costituirebbero una duplicazione di quanto già imposto dal Regolamento ai gestori (questionario), trasformando tali presidi da elementi di tutela in disincentivi all'investimento. Dall'altra, viene lamentata la **mancata definizione di processi in deroga alle modalità cartacee** per la stipula dei contratti, che **impedisce di concludere on-line il percorso di investimento**, con la necessità di successivi passaggi che snaturano le caratteristiche dell'*investment crowdfunding*. Tale criticità viene aggravata dalla mancanza di una previsione che identifichi *univocamente* il servizio di investimento nell'ambito del quale si inquadra l'operazione. L'incertezza ha origine a livello legislativo, laddove si fa riferimento ai "*relativi servizi di investimento*", senza ulteriori specificazioni ma viene richiesto alla Consob di prendere posizione chiarendo i confini di tale sintagma a livello regolamentare.

Gli **strumenti informativi e cognitivi predisposti** (il cosiddetto "*percorso consapevole*" i cui strumenti sono le schede emittente-prodotto, l'*investor education* e il questionario) risultano secondo buona parte dei rispondenti eccessivi per il profilo dell'investitore medio finora intervenuto sulle piattaforme, che risulta piuttosto sofisticato. L'utilità del questionario viene messa in discussione sostenendo che costituisce un'inutile formalità amministrativa che non conduce l'investitore ad accrescere la consapevolezza della propria scelta. Va tuttavia evidenziato, sulla base dello *stakeholder mapping*, che i giudizi più severi provengono dai soggetti per i quali tali presidi costituiscono un onere e non un beneficio, mentre i soggetti più vicini agli interessi degli investitori, pur evidenziando talune criticità, testimoniano in favore dell'utilità di tali strumenti.

Per quanto riguarda la **sottoscrizione da parte degli investitori professionali** di una quota dell'offerta, vi è un'ampia convergenza sulla necessità di estendere il novero dei soggetti ricompresi in tale ambito ovvero di ridurre la quota ad essi riservata.

2. LE PROPOSTE DI MODIFICA DEI SOGGETTI CHE HANNO PARTECIPATO ALLA CONSULTAZIONE

2.1 Le proposte di modifica regolamentare

Ai fini del buon esito della consultazione è fondamentale che le istanze degli operatori contengano proposte volte a superare le criticità evidenziate. Di seguito vengono rappresentate le proposte caratterizzate da un ampio sostegno fra i rispondenti.

Con riferimento agli obblighi relativi all'esecuzione degli ordini:

- **Eliminare la soglia** coerentemente con la natura di attività in esenzione, a valle della quale gli intermediari autorizzati svolgono un ruolo di mera esecuzione (con "profilatura" dei clienti in capo ai gestori);
- **Elevare la soglia** per l'applicazione della MiFID (fino a 5 o a 10 o a 15.000 €) **eliminando il limite annuale** (affidato ad una autodichiarazione di fatto non verificabile) e la **differenziazione fra persone fisiche e giuridiche**;
- Rendere **obbligatoria la trasmissione della profilatura** cliente da parte degli intermediari che già detengono il rapporto con il cliente agli intermediari che

ricevono gli ordini.

Con riferimento alla sottoscrizione da parte di investitori professionali:

- **Ridurre la quota** riservata agli investitori professionali al 2-2,5%;
- **Estendere il novero dei soggetti titolati a sottoscrivere** la quota in qualità di investitori professionali (professionali su richiesta, business angel, grandi imprese, holding di partecipazione...).

Con riferimento alla conclusione dei contratti:

- **Derogare alla forma scritta** del contratto, per i contratti relativi alle offerte *on-line*;
- Prevedere la **firma elettronica** dei contratti di investimento legati all'*equity crowdfunding*.

Con riferimento alle regole di condotta:

- **Integrare il set informativo** in ragione delle specificità dell'emittente (PMI, OICR) e prevedere il suo **aggiornamento** successivamente alla chiusura dell'offerta.

Tali mozioni spiccano significativamente per il **grado di condivisione** rilevato. Di seguito vengono invece rappresentate le altre proposte che non sono espressione della maggioranza dei rispondenti:

- **Integrare il Registro on-line**: evidenziare se il portale è attivo o meno, riportare la data di aggiornamento delle informazioni, i recapiti *e-mail* e telefonici, l'atto costitutivo della società di gestione e l'ultimo bilancio disponibile della società, le persone fisiche e giuridiche presenti nella compagine sociale (dichiarando l'eventuale esistenza di un titolare effettivo);
- Prevedere uno **standard per il questionario** inserito nel «percorso consapevole»;
- **Eliminare il questionario** dal «percorso consapevole» e sostituirlo con un'**autodichiarazione** di «comprensione» delle caratteristiche e rischi essenziali e di poter sopportare le perdite eventuali;
- **Applicare i requisiti di onorabilità ai soci che detengono una partecipazione qualificata**; non irrigidire i requisiti di professionalità per non limitare il fenomeno (essendo esplicitamente prevista anche la possibilità di ricorrere a professionalità «esterne»); **distinguere i requisiti** di professionalità richiesti in capo ad Amministratori ed Alta Dirigenza rispetto a quelli richiesti all'Organo di Controllo;
- Favorire la **standardizzazione delle informazioni** sugli emittenti e sull'offerta;
- Prevedere uno **standard di verifiche** e accertamenti da eseguire sull'emittente, da rendere pubbliche sul portale;
- Attribuire un **codice ISIN** a tutti gli strumenti offerti tramite portali di *equity crowdfunding*;
- Prevedere **iniziative per sostenere la liquidità** dei titoli offerti;
- Prevedere **l'obbligo di far transitare nell'area riservata** dedicate alla singola Emissione tutte le **domande e tutte le relative risposte** formulate dagli utenti all'Emittente;
- Ridurre al minimo le comunicazioni alla Consob e **sostituire la relazione annuale con un questionario standardizzato**;

- ***Favorire nel campo dell'equity crowdfunding il ruolo dell'analista finanziario indipendente*** che è capace di specifica analisi e valutazione di opportunità, appetibilità e valutazione economica di impresa;
- ***Semplificare il procedimento di autorizzazione*** in linea con il dettato della normativa primaria;
- ***Incentivare l'accessibilità delle offerte sui portali senza necessità di una registrazione***, che dovrebbe essere rimandata alla fase di concretizzazione dell'interesse;
- ***Escludere la possibilità per il gestore di effettuare consulenza verso le società*** esposte sul portale nell'ottica di limitare situazioni di conflitto di interessi;
- Introdurre ***presidi validi a escludere qualsiasi azione*** (es. pignoramento) ***da parte dei creditori dell'emittente*** sui fondi giacenti sul conto per il periodo in cui vale la condizione sospensiva della disponibilità dei fondi;
- Prevedere ***l'OPA indiretta*** sulla *start-up* innovativa.

2.2 Le proposte di modifica legislativa

Nell'ambito dei contributi pervenuti gli operatori hanno espresso delle valutazioni che vanno oltre i confini delle regole di diretta competenza della Consob.

Con riferimento all'ambito più strettamente legislativo sono state evidenziate le seguenti proposte di modifica necessariamente di natura legislativa:

- ***Estendere ulteriormente l'ambito soggettivo (emittenti) e oggettivo (strumenti di debito)***;
- ***Eliminare l'obbligo di sottoscrizione da parte di un investitore professionale***;
- ***Riconoscere alle SGR la possibilità di svolgere l'attività di gestione di portali*** (per quote o azioni OICR); consentire di trasmettere gli ordini relativi a tali offerte a SGR;
- ***Disapplicare il 100-ter per le offerte relative a OICR*** (limite dei 5 milioni e obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali);
- Accordare a tutti gli intermediari la ***possibilità di avvalersi di promotori finanziari*** sia per la raccolta delle proposte da parte del gestore del portale, sia per la promozione delle medesime;
- Prevedere ***l'obbligo di predisporre un business plan*** soggetto alla validazione da parte di un commercialista regolarmente iscritto all'Albo;
- Prevedere che la ***start-up si doti obbligatoriamente di un organo di controllo di gestione*** e che gli amministratori siano soggetti a requisiti di onorabilità