

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

ESITI DELLA CONSULTAZIONE

12 luglio 2013

PREMESSA

Il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il documento di consultazione recante la proposta di Regolamento in tema di “Raccolta di Capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*” in attuazione dell’art. 30 del d.l. n. 179/2012 (c.d. “decreto crescita *bis*”, convertito, con modificazioni, nella l. n. 221 del 17 dicembre 2012). La consultazione si è chiusa il 30 aprile 2013.

Relativamente al menzionato documento di consultazione sono pervenute osservazioni da parte dei soggetti di seguito elencati:

1. ABI (Associazione Bancaria Italiana)
2. AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)
3. Alezio.Net Consulting S.r.l. (Fabrizio Tedeschi)
4. ANASF (Associazione Nazionale Promotori Finanziari)
5. ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanza)
6. ASSIOM FOREX (The Financial Market Association of Italy)
7. ASSONIME (Associazione fra le Società italiane per Azioni)
8. ASSOSIM (Associazione Italiana Intermediari Mobiliari)
9. Bava Marco
10. Centro Studi Informatica Giuridica
11. CFA Society
12. Cineama Cugia di Sant’Orsola Terenzio
13. Club Italia Investimenti
14. Confindustria (Confederazione Generale dell’Industria Italiana)
15. Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza – CCIAA Milano (coordinatori: Denise Di Dio, Gianmarco Paglietti – gruppo di lavoro: Marco Bicchieri, Corrado Bottoli,

Gianluca Dettori, Pietro Fioruzzi, Marco Luigi Gabaglio, Massimo Imperiali, Valentina Lanfranchi, Lucia Marchegiani, Tomaso Marzotto Caotorta, Renato Montalbetti, Andrea Muti, Marco Ottolini, Ivana Pais, Fabio Saccone, Roberto Valente);

16. De Luca Domenico
17. Federcasse (Federazione Italiana delle Banche di Credito Cooperativo-Casse Rurali ed Artigiane)
18. IBAN (Associazione Italiana degli investitori Informali in Rete)
19. INOXSAIL
20. Mattioli Alessandro
21. Nicotra Gualtiero
22. Ortolani Massimo (libero professionista)
23. Pinet di Finesso Giancarlo
24. Prestiamoci (operatore di social lending)
25. Pucci Riccardo (imprenditore)
26. Siamo Soci (piattaforma on-line creata per raccogliere capitali di rischio di imprese innovative)
27. Studio De Mari
28. Studio Legale Angeloni
29. Studio Legale Baker & McKenzie
30. Studio Legale Baragatti
31. Studio Legale Cleary Gottlieb
32. Studio Legale DLA Piper
33. Studio Legale Hogan Lovells
34. Studio Legale Michela Cocchi
35. Studio Legale Osborne Clarke
36. Studio Legale Pedersoli
37. Studio Legale Portolano Cavallo
38. Studio Legale Raynaud and Partners
39. Studio Legale Simmons & Simmons
40. Studio Legale Watson, Farley & Williams - Il Punto Real Estate Advisors S.r.l.
41. Studio Legale Zitiello
42. Unicasim
43. WeAreStarting s.r.l. (gestore di portali)
44. Youkali (associazione culturale)
45. Zabban Lorenzo

Le osservazioni inviate dai predetti soggetti sono pubblicate integralmente nel sito internet della Consob.

Hanno partecipato inoltre alla consultazione altri due soggetti che hanno chiesto di mantenere l'anonimato; pertanto le loro osservazioni, pur formando oggetto di valutazione, non sono state pubblicate.

Il presente documento si articola in 2 Parti, nelle quali vengono distintamente rappresentate:

- A. una esposizione delle principali osservazioni di carattere generale pervenute alla Consob (Parte I);
- B. le valutazioni effettuate in merito al testo del Regolamento posto in consultazione (Parte II). Lo schema *sub* Parte II, in particolare, contiene una tabella nella quale sono riportate le seguenti informazioni:
 - 1) il testo dell'articolato posto in consultazione con indicazione degli emendamenti riportati alla luce degli esiti della consultazione;
 - 2) la sintesi delle osservazioni dei partecipanti alla consultazione;
 - 3) le valutazioni formulate dalla Consob in merito alle suddette osservazioni.

Si rinvia, infine, al documento di Analisi d'Impatto della Regolamentazione contenente le principali valutazioni sottostanti alle opzioni regolamentari prescelte, pubblicato unitamente al presente documento.

* * *

PARTE I - CONSIDERAZIONI GENERALI

Il regolamento in commento è stato oggetto di un'ampia consultazione in applicazione delle migliori prassi in tema di *open public consultation* e in coerenza coi dettami della *better regulation*.

Tale consultazione pubblica si è articolata in due fasi. La prima è consistita nell'avvio di una indagine conoscitiva sul fenomeno dell'*equity crowdfunding* nel suo insieme (mediante la predisposizione di un apposito questionario e l'organizzazione di un *open-hearing*), con l'obiettivo di stimolare la collaborazione della più ampia platea di potenziali interessati al fenomeno in questione, necessaria alla ideazione e predisposizione delle soluzioni regolamentari rimesse alla determinazione dell'Istituto in attuazione delle inerenti disposizioni del d.l. 179/2012. A tale fase hanno partecipato 59 soggetti.

La seconda fase si è concretizzata nella sottoposizione a pubblica consultazione, conformemente all'articolo 23 della legge n. 262/2005, di un apposito schema di regolamento di esecuzione ed attuazione degli articoli 50-*bis* e 100-*ter* del TUF, redatto tenendo anche conto delle sollecitazioni provenienti dai partecipanti all'indagine conoscitiva sopra menzionata.

A questa fase di consultazione pubblica hanno partecipato attivamente, con la presentazione di osservazioni e commenti, 47 soggetti di provenienza diversificata. In particolare, oltre a quelli dei diversi organismi rappresentativi dei soggetti vigilati e dei prestatori di servizi finanziari, sono pervenuti alla Consob commenti e osservazioni di associazioni che si occupano di *crowdfunding*, di esperti del settore, di importanti studi legali.

Sul piano dei contenuti, i contributi dei rispondenti hanno avuto riguardo, nel loro complesso, alla metodologia praticata dalla Consob per la consultazione degli *stakeholders* (metodologia utilizzata

nella fase di consultazione degli operatori del mercato), all'impianto disciplinare delineato dalla normativa primaria e, infine, alle scelte di merito effettuate dalla Consob nell'ambito dell'attività regolamentare attuativa della disciplina primaria.

Quanto al primo profilo, i rispondenti hanno espresso complessivamente un forte apprezzamento per la metodologia utilizzata in questa occasione dalla Consob. L'approccio seguito ha infatti reso possibile che l'apporto collaborativo degli operatori del mercato si manifestasse non solo nella fase realizzativa dell'intervento regolatore - come è di prassi - ma anche nella fase ideativa dello stesso, attuando in tal modo, in maniera ancora più efficace, la *ratio* sottesa alla prevista partecipazione dei privati alla funzione normativa della Consob.

In ordine, invece, all'impianto della disciplina di rango primario dell'*equity crowdfunding*, un cospicuo numero di rispondenti ha dichiarato di non condividerne l'impostazione sotto vari aspetti. In estrema sintesi, in primo luogo è risultata non del tutto persuasiva la scelta del legislatore di limitare l'ambito applicativo della disciplina *de qua* alle start-up innovative - giacché ciò potrebbe ingenerare una ingiustificata discriminazione tra società di pari dimensione e svolgenti attività analoghe nel reperimento sul mercato di capitali di rischio - e di prevedere, nell'offerta al pubblico di sottoscrizione di capitale di rischio delle suddette società, la partecipazione necessaria di investitori professionali - poiché in tal modo il buon esito dell'offerta potrebbe essere oltremodo condizionato senza tuttavia comportare un apprezzabile "rafforzamento" della tutela degli investitori al dettaglio.

Inoltre, parte dei rispondenti hanno evidenziato come nella normativa primaria sia del tutto negletto il problema della compatibilità della dimensione e la struttura societaria delle start-up innovative con una potenzialmente molto ampia platea di sottoscrittori (azionisti/partecipanti) di capitale di rischio di tali società. Le conseguenze che ne potrebbero derivare sul governo societario potrebbero infatti rappresentare un disincentivo per le *start-up* innovative ad aprirsi al mercato e comunque comportare un aggravio di costi per le società stesse e per gli investitori.

Con riguardo, infine, alle scelte di merito effettuate dalla Consob, nel complesso i rispondenti hanno sollevato perplessità principalmente sull'approccio sostanzialmente "paternalistico" seguito nella predisposizione del testo regolamentare.

Ad avviso degli stessi, infatti, l'emanando regolamento sarebbe caratterizzato da disposizioni prescrittive eccessivamente "gravose" tanto per la neo istituita figura del gestore di portali on-line (segnatamente, in punto di disciplina dei requisiti degli esponenti aziendali, della struttura societaria, degli obblighi di condotta), quanto per gli stessi investitori al dettaglio, ai quali tale disciplina dovrebbe assicurare sì una protezione efficace ma non particolarmente onerosa (segnatamente, in punto di disciplina dei rapporti tra investitori e intermediari che curano il perfezionamento delle adesioni alle offerte). Inoltre, la medesima obiezione di fondo è stata mossa nei confronti di alcuni aspetti della disciplina dell'offerta (segnatamente, rispetto alla previsione secondo cui la sottoscrizione del 5% del capitale di rischio da parte di investitori professionali si attegga a condizione di ammissibilità dell'offerta stessa sul portale *on-line*).

Le perplessità sopra indicate sono state oggetto di approfondite valutazioni e, in parte, possono considerarsi superate. Infatti, impregiudicato l'elevato livello di protezione degli investitori che l'emanando regolamento continuerebbe ad assicurare, il criticato approccio paternalistico sopra

sinteticamente descritto può ritenersi ora privo di significativi riscontri - o quantomeno risulta ampiamente “ridimensionato”- in ragione dell'accoglimento nell'articolato di alcuni pertinenti suggerimenti e proposte di modifica espressi dai rispondenti.

Sul lato della disciplina del gestore di portali on-line, sono stati mitigati taluni oneri originariamente previsti per ottenere l'iscrizione nel registro. Segnatamente, in tema di requisiti di professionalità è stato ampliato il novero dei profili professionali degli esponenti non esecutivi del consiglio di amministrazione - fermo restando che la maggioranza degli esponenti dell'organo direttivo deve essere in possesso dei requisiti di professionalità più rigorosi già previsti - mentre per quel che attiene alla struttura aziendale è stata eliminata la prevista allegazione di taluni documenti previsionali e programmatori inerenti all'attività della società che richiede l'iscrizione.

Per quel che riguarda invece i profili di disciplina che interessano gli investitori al dettaglio, il lamentato “eccesso” di protezione ha condotto all'introduzione - e ciò rappresenta un'innovazione rispetto al testo regolamentare posto in consultazione - di una “soglia di significatività” delle operazioni condotte sui portali *on-line*, tale da determinare un regime differenziato a seconda che l'investitore intenda impiegare in questo tipo di operazioni, oggettivamente “ad alto rischio”, una somma inferiore o superiore a un determinato ammontare. In una logica di proporzionalità si è pertanto previsto che qualora l'ammontare finanziario dell'investimento sia pari o inferiore a determinate soglie (euro 500 per ciascuna offerta /euro 1.000 su base complessiva annuale, per gli investitori persona fisica; euro 5.000 per ciascuna offerta/euro 10.000 annui su base complessiva annuale, per investitore persona giuridica) non trovi applicazione la disciplina prevista nelle pertinenti disposizioni del regolamento che regolano i rapporti tra investitori e le banche e gli intermediari che ricevono dal gestore del portale gli ordini di sottoscrizione.

Con riferimento, infine, alla disciplina dell'offerta, l'argomentato rilievo secondo cui la prevista condizione di ammissibilità dell'offerta sul portale *on-line* introdurrebbe, in contrasto con la *ratio* del decreto e con il principio di proporzionalità, una barriera all'utilizzo da parte delle *start-up* innovative dello strumento (la piattaforma *on-line*) appositamente ideato per esse dal legislatore, senza peraltro determinare significativi benefici, in termini di protezione, per gli investitori al dettaglio, ha indotto a modificare la corrispondente disposizione, configurando la quota di sottoscrizione “riservata” agli investitori professionali quale condizione non già di ammissione, bensì di perfezionamento dell'offerta. Peraltro, tale modifica avrebbe il pregio di realizzare un equilibrato contemperamento tra l'esigenza di assicurare un elevato livello di tutela degli investitori “deboli” e quella di favorire in maniera ampia l'accesso degli emittenti (*start-up* innovative) al mercato dei capitali di rischio e di mantenere egualmente soddisfatta la finalità posta dal legislatore all'articolo 100-ter, comma 2, del TUF.

Per una analisi esaustiva dei contributi pervenuti in risposta alla consultazione, si rimanda al dettaglio delle osservazioni sotto riportate nella parte II che segue.

PARTE II – OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI RELATIVE ALL’ARTICOLATO

Articolato	Osservazioni pervenute	Valutazioni
<p>PARTE I – DISPOSIZIONI GENERALI <u>Art. 1</u> <i>(Fonti normative)</i></p> <p>1. Il presente regolamento è adottato ai sensi degli articoli 50-<i>quinquies</i> e 100-<i>ter</i> del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.</p>		
<p><u>Art. 2</u> <i>(Definizioni)</i></p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p>a) «Testo Unico»: il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;</p> <p>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”;</p> <p>c) «emittente»: la società <i>start-up</i> innovativa, comprese le <i>start-up</i> a vocazione sociale, come definita dall’articolo 25, commi 2 e 4, del decreto;</p>	<p>Alcuni rispondenti propongono di inserire le definizioni di <i>crowdfunding</i>, di “start-up a vocazione sociale”, di “tecniche multimediali” e di “funzioni operative essenziali” (Csig di Ivrea-Torino, Federcasse), lamentandosi del ristretto ambito applicativo della riforma, che esclude le start-up non innovative (AssoSIM, Riccardo Pucci).</p> <p>Viene altresì richiesto di chiarire le definizioni di “facilitazione”, “portale” e “offerte”, non essendo chiaro se queste ultime possano avere ad oggetto la sola sottoscrizione delle partecipazioni ovvero anche la compravendita. Al riguardo si suggerisce altresì di prevedere una</p>	<p>Non si ritiene necessario introdurre in via regolamentare una definizione di <i>crowdfunding</i> né specificare nozioni tecniche che trovano opportuna disciplina nel regolamento.</p> <p>Si sottolinea peraltro che la nozione di “portale” e quella di “start-up a vocazione sociale” sono già contenute nel D.L. 179/12.</p> <p>Lo stesso dicasi per la delimitazione dell’ambito soggettivo di applicazione della normativa alle “start-up innovative”, non derogabile in via regolamentare.</p> <p>Per quanto riguarda i dubbi interpretativi in merito alla nozione di “offerta”, si specifica che l’art. 100-<i>ter</i> del Testo Unico prevede che la stessa possa avere ad oggetto solo la sottoscrizione di strumenti</p>

<p>d) «portale»: la piattaforma <i>on line</i> che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle <i>start-up</i> innovative, comprese le <i>start-up</i> a vocazione sociale come definite dall'art. 1, comma 5 <i>novies</i>, del Testo Unico;</p> <p>e) «gestore»: il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio per le <i>start-up</i> innovative ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob definite dall'art. 50 <i>quinquies</i>, comma 1 del Testo Unico;</p> <p>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;</p> <p>g) «offerta»: l'offerta al pubblico condotta esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali di rischio, avente ad oggetto la sottoscrizione di strumenti finanziari</p>	<p>regolamentazione aggiuntiva relativa alle modalità di successiva compravendita delle partecipazioni e ai compiti e doveri del gestore del portale nell'ambito di tale attività (Studio legale Osborne Clarke e Studio legale DLA Piper, Studio legale Simons&Simmons, WeAreStarting).</p> <p>Viene inoltre richiesta un'elencazione delle attività accessorie che il gestore del portale può svolgere (Studio legale Hogan Lovells, AssoSIM, Prestiamoci).</p> <p>In particolare, AssoSIM sottolinea l'opportunità che sia specificato se il gestore del portale (anche quello c.d. di diritto) debba avere una struttura organizzativa <i>ad hoc</i> per la gestione di tutte le attività connesse al ruolo di gestore e debba dotarsi di una funzione "dedicata" alla analisi e selezione dei progetti lanciati dalle <i>start-up</i> innovative.</p>	<p>finanziari emessi da <i>start-up</i> innovative, non comprendendo anche la compravendita degli stessi. Esula dunque dalla delega conferita alla Consob la definizione delle attività di "facilitazione" effettuabili dal gestore. Appare tuttavia opportuno chiarire che le attività volte ad agevolare la compravendita tra investitori degli strumenti finanziari oggetto di offerta possono rientrare tra le attività accessorie esercitabili dal gestore.</p> <p>Non appare opportuno inserire una elencazione delle attività connesse e strumentali che il gestore di portali può svolgere, per non limitare l'evoluzione dell'attività e lo stimolo alla concorrenza tra portali.</p> <p>Inoltre, è bene chiarire come una regolamentazione aggiuntiva relativa alle modalità di compravendita delle partecipazioni, o all'eventuale instaurazione di un mercato secondario degli strumenti finanziari offerti, esuli dalla potestà regolamentare delegata alla Consob. Detto regolamento non può inoltre riguardare profili attinenti all'operatività anche nei confronti di società diverse dalle <i>start-up</i> innovative, ovvero le trattative private tra emittenti e potenziali investitori. Lo stesso dicasi per disposizioni regolamentari che non riguardino esclusivamente l'<i>equity</i> (altre forme di</p>
--	---	---

<p>emessi da <i>start-up</i> 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;</p> <p>h) «strumenti finanziari»: le azioni o le quote rappresentative del capitale sociale previste dal decreto, emesse dalle <i>start-up</i> innovative oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali;</p> <p>i) «registro»: il registro tenuto dalla Consob ai sensi dell'articolo 50-quinquies del Testo Unico;</p> <p>j) «investitori professionali»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell'Allegato n. 3, al punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto di cui all'art. 2 del D.M. 11 novembre 2011 n. 236 emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.</p>	<p>Alcuni rispondenti chiedono di raccordare la disciplina delle <i>start-up</i> innovative con quella inerente agli emittenti diffusi, in quanto le <i>start-up</i> innovative, a seguito delle operazioni di aumento di capitale mediante <i>equity crowdfunding</i>, potrebbero superare i parametri di diffusione di cui al Regolamento Emittenti (art. 2-bis). In alternativa, viene proposto che tali emittenti, fintanto che si avvalgono del regime previsto per le <i>start-up</i> innovative siano sottratti dall'applicazione della disciplina dettata per gli emittenti diffusi (Studio legale DLA Piper, studio legale Baker & McKenzie).</p>	<p><i>crowdfunding</i> quali ad esempio il c.d. “<i>reward-based</i>”).</p> <p>In merito alla richiesta di un raccordo tra la regolamentazione in commento e le disposizioni previste in tema di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, si sottolinea innanzitutto che l'eventualità per le <i>start-up</i> innovative di essere assoggettate a tali disposizioni sarebbe circoscritta a quelle aventi forma sociale di S.p.A., in quanto la disciplina prevista per le società che fanno ricorso al capitale di rischio (cfr. art. 2325-bis c.c.) è indirizzata alle società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante (come specificato nel Regolamento Emittenti della Consob, all'art. 2-bis). Sono sottratte a tali considerazioni, quindi, le <i>start-up</i> innovative costituite in forma di S.r.l., che rappresentano la quasi totalità delle società iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese.</p> <p>Ad ogni modo, allo stato non si ritiene di intervenire con norme di raccordo riferite ai c.d. “emittenti diffusi”, ritenendosi necessaria una più ampia valutazione degli sviluppi del fenomeno dell'<i>equity crowdfunding</i>, che sarà effettuata solo successivamente all'attuazione del presente</p>
--	---	---

	<p>Viene proposto di modificare la definizione di “strumenti finanziari” aggiungendo la possibilità che siano inclusi anche titoli di debito, eventualmente convertibili, e negoziabili in un mercato secondario di cui si auspica la creazione (Inoxsail, Studio legale Pedersoli e associati e Domenico De Luca).</p> <p>Con riferimento al “controllo congiunto” viene richiesto di specificare che lo stesso può sussistere anche tra persone fisiche e/o giuridiche, nonché che per “controllo indiretto” si intende quanto disposto dall’art. 2359, commi 2 e 3, c.c.. Si richiede infine di specificare se sia ricompreso il controllo tramite accordi negoziali (Studi legali Baker & McKenzie DLA Piper e Zitiello e associati).</p> <p>Molti rispondenti auspicano l’allargamento della definizione di investitori professionali estendendola agli investitori professionali</p>	<p>regolamento.</p> <p>All’esito delle prime applicazioni del presente regolamento e dell’evoluzione del citato fenomeno, si valuterà in ogni caso ogni possibile modifica “evolutiva” della regolamentazione in oggetto.</p> <p>In merito all’inserimento dei titoli di debito nella definizione di “strumenti finanziari” oggetto dell’offerta, il decreto sembra escludere tale possibilità laddove specifica che la raccolta faccia riferimento al “capitale di rischio” delle start-up innovative (cfr. art. 1, comma 5-<i>novies</i>, del Testo Unico). <i>Ad adiuvandum</i>, si evidenzia inoltre come anche le agevolazioni di natura fiscale facciano riferimento a “somme investite nel capitale sociale di una o più start-up innovative” (cfr. art. 29 D.L. 179/12).</p> <p>Con riferimento alla nozione di “controllo” si ritiene opportuno e sufficiente chiarire, nella relativa definizione, che sono ricomprese le situazioni che originano da patti parasociali, specificando altresì che gli stessi debbano essere oggetto di pubblicità (cfr. art. 24).</p>
--	--	---

	<p>su richiesta di cui all'Allegato 3, punto II del Regolamento Intermediari, nonché l'estensione della categoria degli altri investitori ai <i>business angels</i> ed ai <i>venture capitalist</i>, ovvero allo stesso gestore del portale (Studio legale Osborne Clarke, Assonime, un esperto del settore, Consorzio camerale per il credito e la finanza-CCIAA Milano, Hogan Lovells, Cleary Gottlieb, ABI, Associazione IBAN, Club Italia Investimenti Zabban Lorenzo, AIFI, Gualtiero Nicotra, Riccardo Pucci, Prestiamoci).</p>	<p>Si ritiene di non accogliere le richieste di allargamento della categoria degli investitori professionali, inserendo anche la categoria dei clienti professionali privati su richiesta di cui al punto II dell'Allegato 3 del Regolamento Intermediari della Consob, sia in quanto le caratteristiche di tali soggetti non risultano attinenti al ruolo richiesto per gli investitori professionali nelle operazioni di <i>crowdfunding</i> sia perché l'accertamento dello <i>status</i> dichiarato dall'investitore potrebbe essere rimesso a soggetti diversi dagli intermediari (i gestori di portali iscritti nel registro della Consob o le start-up innovative).</p> <p>Per quanto riguarda i <i>business angels</i> e i <i>venture capitalist</i> non si è ritenuto, anche in questo caso, di aggiungere tali soggetti fra le "particolari categorie di investitori" da individuarsi a cura della Consob, in quanto per tali categorie di soggetti non esiste una riconosciuta definizione nell'ordinamento giuridico domestico.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 3</u> (<i>Modalità per la comunicazione e la trasmissione alla Consob</i>)</p> <p>1. Le domande, le comunicazioni, gli atti, i documenti e ogni altra informazione prevista</p>	<p>E' stata chiesta l'introduzione della modalità alternativa di trasmissione cartacea (un esperto del settore, Studio legale Cocchi, Csig di Ivrea-Torino).</p>	<p>Non si ritiene di accogliere le osservazioni pervenute in merito ad una possibile modalità alternativa di trasmissione cartacea. Le peculiarità del fenomeno del <i>crowdfunding</i> presuppongono che gli operatori interessati non abbiano alcuna difficoltà nell'invio digitale di documentazione.</p>

<p>dal presente regolamento sono trasmessi mediante l'utilizzo di posta elettronica certificata (PEC) all'indirizzo portalicrowdfunding@pec.consob.it.</p>		
<p>PARTE II – REGISTRO E DISCIPLINA DEI GESTORI DI PORTALI Titolo I – Istituzione del registro Art. 4 <i>(Formazione del registro)</i></p> <p>1. È istituito il registro dei gestori previsto dall'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 2, del Testo Unico.</p> <p>2. Nel registro sono iscritti i soggetti in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 del presente Regolamento.</p> <p>3. 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.</p>	<p>Si ritiene opportuno prevedere che al gestore di diritto sia inibito lo svolgimento di attività di gestione di portali fino a che non abbia effettuato la prescritta comunicazione alla Consob (Studio legale Baker & McKenzie).</p> <p>Per altro verso, vengono espressi dubbi interpretativi sulla obbligatorietà per banche e SIM di comunicare alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale e viene sottolineata la natura anticoncorrenziale della creazione di due sezioni separate nello stesso registro. (Federcasse, Alessandro Mattioli).</p> <p>Ulteriori dubbi sono manifestati con specifico riferimento alla obbligatorietà della richiesta di iscrizione al registro da parte di portali già operanti nell'<i>equity crowdfunding</i> ed alle conseguenze della operatività in mancanza di iscrizione al registro (Alezio.net Consulting S.r.l.).</p>	<p>Con riferimento alla richiesta di specificare l'inibizione allo svolgimento dell'attività di gestione di portali – per i gestori di diritto – fino all'invio della prescritta comunicazione alla Consob, non disponendo di poteri di intervento diretto su tali gestori di diritto, si è modificato l'articolo in commento prevedendo l'invio di una comunicazione alla Consob da parte degli intermediari, da effettuarsi prima dell'inizio dell'attività del gestore in questione.</p> <p>Tale comunicazione appare peraltro necessaria al fine di alimentare il registro, il quale svolge alcune insostituibili funzioni: a) conoscibilità dei portali nei confronti dei terzi; b) possibilità di riscontro, da parte dei terzi, della legittimazione dei gestori a prestare l'attività; c) certezza dell'insieme dei gestori sottoposti alla vigilanza della Consob.</p> <p>Tanto premesso, si ritiene di mantenere le disposizioni che prevedono la mera comunicazione preventiva, da parte dei gestori di diritto, cui fa seguito l'annotazione nel registro.</p> <p>Per quanto concerne l'operatività di portali operanti</p>

	<p>Viene chiesto infine l’inserimento di un articolo che definisca i casi di esenzione dall’obbligo di iscrizione al registro tenuto dalla Consob, nel caso in cui il portale intendesse svolgere la funzione di mera “vetrina” senza svolgere l’attività di facilitatore. E’ stato chiesto, inoltre, di chiarire se il portale possa essere utilizzato per effettuare altre tipologie di <i>crowdfunding</i> (es. <i>reward-based</i> o <i>donation</i>) (Studio legale Simmons&Simmons).</p>	<p>nell’<i>equity crowdfunding</i> (diversi dai c.d. gestori di diritto) in assenza di iscrizione al registro, quest’ultima dovrà considerarsi senz’altro illegittima, con tutte le conseguenze giuridiche che ciò comporta, ai sensi dell’art. 190 del TUF, come emendato dall’art. 30 comma 4 del D.L. 179/2012.</p> <p>Appare opportuno chiarire che l’attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio include di per sé la funzione di “mera vetrina” e che l’attività di <i>equity crowdfunding</i> debba essere <i>ex lege</i> la finalità esclusiva del portale (art. 1, comma 1-<i>novies</i>, del Testo Unico). Ciò non esclude che il gestore possa effettuare altre attività di <i>crowdfunding</i> (es. <i>reward-based</i>) in differenti portali, sempre gestiti dallo stesso soggetto.</p> <p>Si specifica inoltre che i profili attinenti a tipologie di <i>crowdfunding</i> diverse dall’<i>equity</i> esulano dalla delega regolamentare attribuita alla Consob dal D.L. 179/12.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 5</u> (Contenuto del registro)</p> <p>1. Nel registro, per ciascun gestore iscritto, sono indicati:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il numero d’ordine di iscrizione; b) la denominazione sociale; c) l’indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e 	<p>Viene chiesto di prevedere l’obbligo di iscrizione nel registro solo nel momento in cui vengano richiesti fondi oltre soglie “importanti” (ad es. 5.000 euro per investitore) (Pinet di Finesso Giancarlo).</p> <p>Si consiglia di riportare nel registro dei</p>	<p>Si sottolinea che l’obbligo di iscrizione al registro è stabilito dalla legge delega (cfr. art. 50-<i>quinquies</i>, comma 3, del Testo Unico) e che la Consob, per quanto concerne le “eventuali ulteriori condizioni per l’iscrizione nel registro” (art. 50-<i>quinquies</i>, comma 5 lett. b), del Testo Unico) non può prevedere soglie discriminanti, anche al fine di</p>

<p>il corrispondente collegamento ipertestuale;</p> <p>d) la sede legale e la sede amministrativa;</p> <p>e) la stabile organizzazione nel territorio della Repubblica, per i soggetti comunitari;</p> <p>f) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.</p> <p>2. Nella sezione speciale del registro, per ciascun gestore annotato, sono indicati:</p> <p>a) la denominazione sociale;</p> <p>b) l'indirizzo del sito <i>internet</i> del portale e il corrispondente collegamento ipertestuale;</p> <p>c) gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob.</p>	<p>gestori anche l'informativa in merito a: l'eventuale adozione di un codice etico, i cv sintetici degli amministratori della società, le relative caselle di posta istituzionale e le caselle di posta elettronica certificata. Si richiede altresì di prevedere la pubblicazione <i>on-line</i> della relazione dei gestori prevista ai sensi dell'allegato 2 del regolamento (Csig di Ivrea-Torino).</p>	<p>assicurare piena concorrenzialità e parità di trattamento ai soggetti iscritti.</p> <p>Quanto alla seconda osservazione, si evidenzia che ulteriori informazioni sul gestore di portali potranno comunque essere ottenibili attraverso il Registro delle Imprese. Ad ogni modo, la relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, che costituisce un ausilio all'attività di autorizzazione e vigilanza dei gestori demandata alla Consob, non è idonea, per sua natura, a formare oggetto di informazione per il pubblico. Le informazioni ritenute necessarie per il pubblico sono state pertanto oggetto di specifici obblighi di <i>disclosure</i> da parte del gestore (cfr. artt. da 14 a 16).</p> <p>Infine, va tenuto presente che, in un'ottica di concorrenzialità, potrebbe essere interesse dei portali stessi fornire ulteriori indicazioni sulle proprie caratteristiche.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 6</u> (Pubblicità del registro)</p> <p>1. Il registro è pubblicato nella parte "Albi ed Elenchi" del Bollettino elettronico della Consob.</p>		
<p><u>Titolo II - Procedimento di iscrizione</u> <u>Iscrizione nel registro</u></p>	<p>Secondo taluni rispondenti la disciplina sul procedimento di iscrizione nel registro e le</p>	<p>L'attività di vigilanza della Consob, che ha per finalità, fra l'altro, la tutela degli investitori, deve</p>

<p style="text-align: center;"><u>Art. 7</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Procedimento Domanda di iscrizione)</i></p> <p>1. La domanda di iscrizione nel registro è redatta predisposta in conformità a quanto indicato nell'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 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, redatto secondo in osservanza di quanto previsto dall'Allegato 2.</p> <p>2. La Consob, entro sette giorni dal ricevimento, verifica la regolarità e completezza della domanda e comunica alla società richiedente la documentazione eventualmente mancante, che è inoltrata alla Consob entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione.</p> <p>3. Nel corso dell'istruttoria la Consob può chiedere ulteriori elementi informativi:</p> <p style="padding-left: 20px;">a) alla società richiedente;</p>	<p>informazioni richieste a tal fine ai gestori ricalcano l'impostazione seguita per l'accesso al mercato di banche e SIM. L'istruttoria appare quindi troppo articolata e la richiesta di informazioni, utili ad esercitare una funzione di <i>"filtro"</i> <i>ex ante</i>, dei gestori di portali appare ingiustificata oltretutto eccessivamente onerosa e non in linea con lo spirito del decreto "crescita". Si suggerisce, pertanto, di semplificare significativamente la disciplina dell'accesso al mercato, (i) eliminando, tra l'altro, l'obbligo di presentare un programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa e (ii) abbreviando i termini dell'istruttoria e prevedendo un esplicito meccanismo di silenzio-assenso (Studio legale Cleary Gottlieb, Studio Legale Cocchi, Confindustria, Assonime, un esperto del settore). Secondo un richiedente la vigilanza della Consob andrebbe espletata solo successivamente all'inizio dell'operatività del portale.</p> <p>Confindustria, tuttavia, condivide la decisione di far allegare alla domanda di iscrizione al registro una relazione sulla struttura organizzativa, con l'indicazione</p>	<p>naturalmente intendersi estesa alla verifica dell'affidabilità dei gestori di portali che entrano in contatto con gli investitori. Tale verifica passa anche e soprattutto dall'accertamento della presenza di una struttura organizzativa solida e compatibile con le attività che si intendono svolgere, le quali rappresentano una novità nel panorama finanziario italiano e che, come tali, sono suscettibili di comportare rischi non esattamente prevedibili. Si consideri, ad esempio, la rilevanza per l'autorità di avere cognizione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni essenziali. Si tratta, come evidente, di valutazioni preliminari all'avvio dell'operatività del portale, che non possono essere solo demandate alla fase successiva di vigilanza.</p> <p>Pertanto, pur avendo in considerazione le osservazioni provenienti dal mercato, si ritiene possibile semplificare e alleggerire la documentazione richiesta in fase di iscrizione al registro (cfr. Allegato 2).</p>
--	--	--

<p>b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la società richiedente;</p> <p>c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente.</p> <p>In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi.</p> <p>4. Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob. Entro sette giorni dal verificarsi dell'evento, la società richiedente trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione.</p> <p>5. La Consob delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni. L'iscrizione è</p>	<p>dell'eventuale affidamento a soggetti esterni di funzioni operative essenziali.</p> <p>Lo Studio legale Baker & McKenzie ritiene che debba indicarsi espressamente la perentorietà del termine di 30 giorni per l'integrazione della domanda di iscrizione.</p> <p>Viene criticato l'ampio margine di discrezionalità attribuito alla Consob ai fini dell'iscrizione dei gestori al registro, ritenuto sproporzionato rispetto al fenomeno da regolare. Al riguardo si propone di:</p> <p>a) eliminare la possibilità di negare l'iscrizione in caso non sia garantita la capacità del gestore di esercitare correttamente la gestione del portale, ovvero identificare ex ante dei criteri o requisiti minimi sui quali la Consob dovrebbe fondare le proprie valutazioni;</p> <p>b) ridurre il termine per deliberare sulla domanda di iscrizione a 30 giorni</p> <p>(Assonime, un esperto del settore, studio legale Portolano Cavallo)</p> <p>Lo Studio legale Baker & McKenzie propone di inserire il principio del silenzio-assenso, nonché di sostituire alla</p>	<p>Non si ritiene opportuno ridurre il termine per deliberare sulla domanda di iscrizione, che appare congruo e coerente con le attività di verifica da effettuarsi, né tantomeno si reputa necessario specificare la perentorietà del termine stabilito per l'integrazione della domanda di iscrizione, in quanto il mancato rispetto dello stesso comporta la estinzione del procedimento, secondo le regole proprie dei procedimenti amministrativi su istanza di parte.</p>
--	---	---

<p>negata quando risulti che la società richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50-<i>quinquies</i> 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.</p>	<p>interruzione prevista al comma 2 dell'articolo, la mera sospensione dei termini dell'istruttoria.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 8</u> <i>(Procedimento per l'iscrizione)</i></p> <p>1. — La Consob accerta il possesso dei requisiti prescritti dall'articolo 50 <i>quinquies</i> del Testo Unico e dagli articoli 9 e 10 e delibera sulla domanda entro il termine di sessanta giorni. L'iscrizione è negata quando dalla verifica delle suddette condizioni non risulta garantita la capacità del soggetto di esercitare correttamente la gestione di un portale.</p> <p>2. — Qualsiasi modificazione concernente i requisiti per l'iscrizione nel registro che intervenga nel corso dell'istruttoria è portata senza indugio a conoscenza della Consob.</p>	<p>Si vedano i commenti relativi all'art. 7.</p>	<p>L'articolo 8 del testo posto in consultazione è stato eliminato e le inerenti disposizioni sono state incorporate, per ragioni di sistematicità, nell'articolo 7.</p>

<p>Entro sette giorni dal verificarsi dell'evento, la società trasmette alla Consob la relativa documentazione. In tal caso, il termine di conclusione del procedimento è interrotto dalla data di ricevimento della comunicazione concernente le modificazioni intervenute e ricomincia a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della relativa documentazione.</p> <p>3. Nel corso dell'istruttoria la Consob può chiedere ulteriori elementi informativi:</p> <p>a) alla società richiedente;</p> <p>b) a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo;</p> <p>c) a coloro che detengono il controllo della società richiedente.</p> <p>In tal caso il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data di invio della richiesta degli elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi.</p>		
<p style="text-align: center;"><u>Art. 98</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo)</i></p> <p>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che detengono il controllo della società</p>	<p>Si ritiene non opportuno il riferimento alle situazioni previste dall'art. 2382 c.c. con specifico riferimento al fallito (che risulterebbe in contrasto con quanto disposto dalla sentenza TAR Lazio, 7 aprile 2000, n. 2907) (un esperto del settore).</p> <p>Si chiede dunque di specificare in chiaro le</p>	<p>È stato eliminato dall'articolo in commento il riferimento al "fallito", specificando tuttavia le necessità che i soggetti controllanti non debbano trovarsi nelle condizioni di interdetto, inabilitato ovvero condannato con sentenza definitiva a pene che comportino l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare</p>

<p>richiedente dichiarano sotto la propria responsabilità e con le modalità indicate nell'Allegato 1, di:</p> <p>a) non trovarsi in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'articolo 2382 del codice civile 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;</p> <p>b) non essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del decreto-legislativo decreto-legislativo n. 6 settembre 2011, n. 159, salvi gli effetti della riabilitazione;</p> <p>c) non essere stati condannati con sentenza anche non definitiva irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:</p> <p>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;</p>	<p>condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'art. 2382 c.c. (Csig di Ivrea-Torino).</p> <p>Viene rilevata una eccessiva convergenza, se non identità, con le disposizioni in materia di banche e SIM, nonché un potenziale profilo di incostituzionalità (art. 27, comma 2, Cost.) nella previsione dell'assenza di condanne anche non definitive ai fini della sussistenza del requisito dell'onorabilità (Studio Legale Cocchi).</p>	<p>uffici direttivi.</p> <p>Sono state inoltre recepite le ulteriori indicazioni ricevute in fase di consultazione, e sono state dunque eliminate le previsioni sull'assenza di condanne anche non definitive ai fini della sussistenza del requisito dell'onorabilità previsto per coloro che detengono il controllo del gestore.</p>
--	---	--

<p>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;</p> <p>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;</p> <p>4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;</p> <p>d) non essere stati condannati a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza anche non definitiva che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato.</p> <p>2. Ove il controllo sia detenuto tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone</p>		
--	--	--

fisiche che controllano tali persone giuridiche.		
<p style="text-align: center;"><u>Art. 109</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>1. Ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, coloro che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo di un gestore iscritto nel registro in una società richiedente, devono possedere i sono in possesso dei requisiti di onorabilità indicati dall'articolo 98, comma 1.</p> <p>2. I soggetti indicati al comma 1 sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza complessiva di almeno un biennio nell'esercizio di:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; b) attività professionali in materia attinentie al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; d) funzioni amministrative o dirigenziali 	<p>Lo studio legale Baker & McKenzie propone di sostituire la dizione “gestore iscritto nel registro” con la “società richiedente”.</p> <p>Secondo alcuni rispondenti le competenze richieste dall'articolo in questione non dovrebbero necessariamente essere presenti all'interno del gestore, ma potrebbero essere acquisite all'esterno di volta in volta e a seconda dell'innovazione proposta (Confindustria).</p> <p>Lo Studio legale Cleary Gottlieb chiede di valorizzare, con una formula meno stringente, le capacità e le esperienze che potrebbero essere utili alla specifica attività di gestione di un portale, rimettendo agli stessi gestori l'individuazione di requisiti più precisi.</p> <p>In generale, la disposizione sui requisiti di professionalità risulterebbe eccessivamente prescrittiva e stringente. Conseguentemente si auspica un allargamento anche a differenti professionalità: di natura tecnico-</p>	<p>Per agevolare la concorrenza e l'innovazione delle start-up innovative, si è ritenuto opportuno ampliare i requisiti di professionalità previsti per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, purché non rivestano ruoli esecutivi, allargandoli anche alle esperienze nel settore informatico, industriale o tecnico-scientifico.</p> <p>Sono state inoltre recepite alcune modifiche di natura formale richieste da alcuni rispondenti alla consultazione.</p>

<p>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.</p> <p>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.</p> <p>3 4. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso un gestore iscritto nel registro non possono assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgono la stessa attività, a meno che le tali società non appartengano al medesimo gruppo.</p>	<p>scientifico, ingegneristica, di marketing, nonché ad esperienze universitarie o all'esercizio di funzioni tecniche presso enti pubblici o privati di ricerca o di natura legale, o ancora alla gestione di investimenti in <i>venture capital</i> ovvero di imprese start-up.</p> <p>Un rispondente suggerisce di introdurre requisiti che valorizzino le capacità tecniche o imprenditoriali degli esponenti aziendali rilevanti, rimettendo alla autoregolamentazione degli stessi portali l'individuazione di requisiti più precisi.</p> <p>Più in particolare, da alcuni dei contributi emerge la necessità di rafforzare e presidiare il profilo critico del gestore, dando la possibilità di valutare anche gli aspetti tecnici informatici dei progetti imprenditoriali presentati attraverso il coinvolgimento di comitati scientifici di docenti e ricercatori universitari e imprenditori.</p> <p>Alcuni rispondenti propongono di abbassare ad un anno l'esperienza complessiva</p>	
---	---	--

	<p>richiesta, mentre altri chiedono l'innalzamento a quattro anni del medesimo requisito di esperienza complessiva per ciascun soggetto.</p> <p>Infine viene sottolineato che la normativa primaria non sembra imporre a tutti i soggetti apicali il possesso di tali requisiti, i quali potrebbero dunque essere differenziati ed applicabili solo ad alcuni dei componenti degli organi di amministrazione, gestione e controllo (Assonime, Alezio.Net Consulting S.r.l., Cineama S.r.l., Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza-CCIAA di Milano, un esperto del settore, Assiom Forex, WeAreStarting, Studio legale Osborne Clarke, Studio legale Simmons&Simmons, Csig di Ivrea-Torino, Studio legale Portolano Cavallo).</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 4110</u> <i>(Effetti della perdita dei requisiti di onorabilità)</i></p> <p>1. I soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di</p>	<p>Per il Consorzio camerale per il credito e la finanza - CCIAA Milano appare opportuno valutare quali siano le azioni immediate da mettere in atto in caso di cancellazione, per garantire il corretto funzionamento delle offerte in corso senza</p>	<p>La legge delega non attribuisce poteri alla Consob per assegnare un ruolo di supplenza ad altri enti od organismi in caso di cancellazione del gestore dal registro.</p> <p>Il termine di due mesi previsto dal regolamento per</p>

<p>amministrazione, direzione e controllo di un gestore comunicano senza indugio all' agli organi che svolgono funzioni di amministrazione e di controllo la perdita dei requisiti di onorabilità.</p> <p>2. Il venir meno dei requisiti di onorabilità richiesti ai soggetti indicati al comma 1 comporta la cancellazione del gestore dal registro, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi.</p> <p>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.</p>	<p>conseguenze gravi per emittenti ed investitori <i>retail</i>, nonché quali interventi debbano essere previsti, nel medio-lungo periodo, per ripristinare il corretto flusso di informazioni tra emittenti e investitori, valutando l'opportunità di immaginare eventualmente un ruolo temporaneo di supplenza da parte di Consob o di altri enti pubblici, quali ad esempio le Camere di Commercio.</p>	<p>la ricostituzione dei requisiti dettati dall'articolo in commento appare idoneo a consentire le attività societarie atte alla sostituzione dei soggetti che detengono il controllo e coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo del gestore del portale.</p> <p>A tutela degli investitori <i>retail</i>, inoltre, si è ritenuto opportuno introdurre una previsione che sospenda le offerte in corso al momento della comunicazione relativa alla perdita dei requisiti di onorabilità in capo ai soggetti sopra indicati. Le offerte decadranno definitivamente scaduti i due mesi senza che siano state ripristinate le condizioni previste per l'iscrizione al registro da parte del gestore.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 1211</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo)</i></p> <p>1. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso</p>	<p>Per lo Studio legale Baker & McKenzie non è chiaro se l'iscrizione della proposta di revoca all'odg della prima assemblea utile necessiti di una preventiva delibera del CdA sulla sospensione ovvero se la delibera consiliare e l'iscrizione nell'odg siano due</p>	<p>Si chiarisce che la dichiarazione di sospensione e l'iscrizione all'odg assembleare dell'eventuale revoca del soggetto interessato possono essere contenute nella medesima delibera consiliare.</p>

<p>un gestore iscritto nel registro sono sospesi dalla carica nel caso di:</p> <ul style="list-style-type: none"> <i>a)</i> condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati previsti dall'articolo 98, comma 1, lettera <i>c</i>); <i>b)</i> applicazione su richiesta delle parti di una delle pene previste dall'articolo 98, comma 1, lettera <i>c</i>), con sentenza non definitiva; <i>c)</i> applicazione provvisoria di una delle misure previste dagli articoli 67 e 76, comma 8 del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159; <i>d)</i> applicazione di una misura cautelare di tipo personale. <p>2. L'organo che svolge funzioni di amministrazione dichiara la sospensione con apposita delibera entro trenta giorni dall'avvenuta conoscenza di uno degli eventi previsti al comma 1, e iscrive l'eventuale revoca fra le materie da trattare nella prima assemblea successiva al verificarsi di una delle cause di sospensione indicate nel comma 1. Nelle ipotesi previste dalle lettere <i>c</i>) e <i>d</i>) del comma 1, la sospensione dalla funzione si applica in ogni caso per l'intera durata delle</p>	<p>momenti indipendenti.</p>	
---	------------------------------	--

<p>misure contemplate.</p>		
<p style="text-align: center;"><u>Art. 1312</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Cancellazione dal registro)</i></p> <p>1. La cancellazione dal registro è disposta:</p> <p><i>a)</i> su richiesta del gestore;</p> <p><i>b)</i> a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione;</p> <p><i>c)</i> a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob;</p> <p><i>d)</i> per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 2523, comma 1, lettera b).</p> <p><i>e)</i> per effetto dell'inattività protratta per un periodo superiore a ventiquattro mesi.</p> <p>2. I gestori cancellati dal registro ai sensi del comma 1 possono esservi nuovamente iscritti a domanda, purché:</p> <p><i>a)</i> nei casi previsti dal comma 1, lettere b) e c), siano rientrati in possesso dei requisiti richiamati indicati dagli articoli 98 e 109, ovvero abbiano corrisposto il contributo di</p>	<p>Viene chiesto di espungere la causa di cancellazione dal registro in caso di inattività protratta per un periodo superiore a 24 mesi. Non si condivide inoltre la differenza di trattamento tra le ipotesi di commissione di un reato eventualmente non correlato all'attività di gestione dei portali ma che comporti l'interdizione temporanea dai pubblici uffici (il quale implicherebbe la radiazione dal registro), e le ipotesi concernenti violazioni specifiche e gravi della disciplina dei gestori di portali (le quali comporterebbero una mera "squalifica" di tre anni) (Assonime, un esperto del settore).</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie ritiene preferibile, per gli obblighi di cui al comma 1 lett. b) e comma 2 lett. a) richiamare espressamente quanto previsto dall'art. 11, comma 2.</p> <p>Lo studio inoltre ritiene non chiaro se, ai fini della re-iscrizione di cui al comma 2, debba essere istruita una nuova domanda di iscrizione completa ovvero sia possibile presentare una mera istanza che allegghi la</p>	<p>Recependo le indicazioni provenienti dai rispondenti alla consultazione, appare opportuno espungere la causa di cancellazione dal registro in caso di inattività protratta per un periodo superiore a ventiquattro mesi.</p> <p>Per quanto concerne gli altri rilievi emersi dalla consultazione, si specifica che le previsioni del regolamento appaiono coerenti, poiché modulate in funzione della gravità della violazione commessa. L'interdizione dai pubblici uffici comporterà la perdita dei requisiti di onorabilità da parte dei soggetti di cui all'art. 10, e di conseguenza implicherà la cancellazione dal registro, mentre la violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità comporterà la radiazione dal registro. A seguito della cancellazione sarà possibile essere re-iscritti al registro a domanda, mentre i soggetti destinatari del provvedimento di radiazione potranno essere re-iscritti soltanto dopo tre anni, proprio in considerazione della maggiore gravità delle violazioni riscontrate nell'attività di gestione di portali.</p> <p>Si specifica inoltre che l'introduzione di ulteriori strumenti (anche per il rilascio di <i>feedback</i></p>

<p>vigilanza dovuto;</p> <p>b) nel caso previsto dal comma 1, lettera d), siano decorsi tre anni dalla data della notifica del provvedimento di radiazione.</p>	<p>documentazione comprovante la ricostituzione dei requisiti venuti meno.</p> <p>Il Csig di Ivrea-Torino chiede di specificare l'entità del contributo di vigilanza annuale richiesto a tale tipologia di soggetti, nonché la possibilità di sanare il ritardo del pagamento attraverso la corresponsione di una somma a titolo di mora.</p>	<p>reputazionali) è rimesso alle scelte dei portali ed alle eventuali dinamiche del mercato.</p> <p>Ai fini di una nuova iscrizione al registro successiva al periodo di tre anni stabilito dall'articolo in commento, dovrà presentarsi una nuova domanda alla Consob, unitamente alla documentazione prevista dal presente regolamento. Resta fermo il principio generale secondo cui laddove la documentazione sia già a disposizione dell'Autorità, tale documentazione possa essere meramente richiamata, con espressa dichiarazione che non sono intervenute modifiche sulla stessa.</p> <p>Si rammenta infine che gli aspetti relativi al contributo di vigilanza vengono definiti annualmente dalla Consob con un apposito provvedimento di carattere generale.</p> <p>Per ulteriori aspetti e chiarimenti si rinvia anche al commento dell'art. 23.</p>
<p>Titolo III – Regole di condotta</p> <p><u>Art. 1413</u></p> <p><i>(Obblighi di correttezza del gestore)</i></p> <p>1. Il gestore opera con diligenza,</p>	<p>Per quanto concerne le regole di condotta per i gestori dei portali, è stata chiesta conferma della circostanza che la disciplina del Regolamento sia da intendersi come indirizzata a tutti gli investitori, salvo per le</p>	<p>È stata recepita la proposta di modifica della rubrica dell'articolo in commento.</p> <p>Alla luce dei commenti ricevuti in fase di consultazione, appare opportuno <i>in primis</i> chiarire che la disciplina regolamentare è indirizzata a tutti</p>

<p>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.</p> <p>2. Il gestore fornisce rende disponibili agli investitori, in forma comprensibile in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.</p> <p>3. Il gestore richiama altresì l'attenzione degli investitori diversi dagli clienti investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Il gestore non</p>	<p>disposizioni rivolte espressamente agli "investitori diversi dai clienti professionali". E' stata altresì chiesto di rendere maggiormente esplicito quali disposizioni, fra quelle che prevedono oneri informativi a carico del gestore di portali, siano applicabili anche ai cc.dd. gestori di diritto (ABI, Federcasse).</p> <p>Lo Studio legale Baker & McKenzie ritiene opportuno modificare il titolo dell'articolo in "Obblighi del gestore". Si suggerisce di sostituire il termine "garantisce" (che non chiarisce se si intenda porre a carico del gestore una obbligazione di mezzi o di risultato) con l'espressione "assicura".</p> <p>Si basano sulla stessa <i>ratio</i> i commenti dello studio legale Osborne Clarke, il quale chiede di specificare il significato dell'inciso "informazioni corrette", ovvero se il gestore debba limitarsi a riportare correttamente le informazioni ricevute dall'emittente o se debba compiere in autonomia un'attività di <i>due diligence</i> sulle informazioni ricevute, assumendosene la responsabilità. Il medesimo studio legale</p>	<p>gli investitori, fatte salve le disposizioni rivolte espressamente agli "investitori diversi dai clienti professionali".</p> <p>Resta inteso che la responsabilità per le informazioni fornite agli investitori è attribuibile all'emittente, il quale le trasmette al gestore per la relativa pubblicazione sul portale (vedasi inoltre l'avvertenza riportata nell'allegato 3). Per evitare incertezze di carattere ermeneutico, il secondo comma dell'art. 13 è stato modificato per rendere di immediata evidenza quanto sopra.</p> <p>Non si ritiene peraltro di accogliere la richiesta di accorpamento dei set informativi previsti dagli articoli dal 13 al 16 anche per ragioni di sistematicità e chiarezza espositiva.</p> <p>È stata inoltre specificata la condotta relativa all'astensione dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle offerte.</p>
---	---	---

<p>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 dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime.</p> <p>4. Il gestore garantisce 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.</p> <p>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.</p>	<p>chiede di specificare se il gestore sia tenuto a fornire agli investitori, tramite il portale, nel corso della vita dell'investimento, una serie di informazioni quali, ad esempio, il bilancio di esercizio, una relazione sui fatti più importanti della gestione ed altra documentazione societaria.</p> <p>Confindustria sottolinea la necessità di chiarire che il gestore di portali deve trasferire con correttezza e chiarezza le informazioni ricevute dall'emittente e che per il gestore non vi è l'obbligo di dare ulteriori informazioni rispetto a quelle già fornite dall'emittente.</p> <p>Viene chiesto di chiarire il significato dell'obbligo posto a carico del gestore di "astenersi dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle singole offerte", previsione che potrebbe confliggere con il ruolo proprio del portale quale luogo naturale di incontro tra gli investitori e le start-up (Studio legale Hogan Lovells e AssoSIM).</p> <p>Per lo Studio legale Cleary Gottlieb le disposizioni del Titolo III dettano una</p>	
--	--	--

	<p>disciplina che riproduce quella di derivazione MiFID in misura ben maggiore di quanto previsto dalla norma di delega e comportano dei costi verosimilmente non sostenibili per i gestori diversi dagli intermediari autorizzati. Sempre secondo lo studio legale, apparirebbe invece assolutamente giustificabile l'esistenza di uno "scalino normativo" tra i gestori "di diritto" e quelli iscritti nel registro tenuto dalla Consob e, piuttosto, ritiene che se un intervento di uniformazione vada fatto, sarebbe auspicabile che esso vada nel senso di esentare i primi da talune regole di condotta, limitatamente all'attività di gestione di portali, piuttosto che applicare tali regole anche ai secondi.</p> <p>Lo Studio rileva inoltre una sovrapposizione di ruoli fra emittente e gestore che porta a una non chiara attribuzione degli obblighi informativi e, soprattutto, al rischio di una confusione fra i profili di responsabilità che, invece, dovrebbero essere nettamente distinti, escludendosi qualsiasi responsabilità a carico del gestore per le informazioni fornite dall'emittente.</p> <p>Si suggerisce dunque di eliminare le disposizioni di cui all'art. 14, comma 2,</p>	<p>Pur ammettendo la possibilità che una difformità di disciplina possa sussistere fra i due gruppi di gestori, l'esercizio della delega attribuita alla Consob riguardo alle regole di condotta che i gestori su richiesta sono tenuti a rispettare, deve tenere conto della finalità di tutelare gli investitori che entrano in contatto con tali ultimi soggetti. Per tale ragione, il <i>corpus</i> di disposizioni di derivazione comunitaria inerenti ai rapporti fra soggetti abilitati e investitori hanno necessariamente costituito il principale <i>benchmark</i> preso a riferimento nell'esercizio della delega.</p>
--	--	---

	<p>ovvero di riferirne l'applicazione alla sola figura dell'emittente.</p> <p>Alcuni rispondenti evidenziano che "un'accentuata regolamentazione dei portali <i>on-line</i> e un'estensione quasi automatica della disciplina degli intermediari può comportare l'eccessivo affidamento degli investitori sulla qualità dell'investimento" per sua natura particolarmente rischioso.</p> <p>Gli obblighi dettati dall'articolo in questione sono considerati dunque eccessivi e ingiustificabili sul piano dei costi, e comunque disallineati rispetto all'obiettivo del legislatore primario di favorire il <i>business</i> delle start-up innovative (Assonime, un esperto del settore).</p> <p>Per quanto concerne i singoli obblighi, Andaf suggerisce di inserire uno specifico <i>risk warning</i> sulle start-up, sulla falsariga della letteratura anglosassone (<i>no history, no earnings, no comparables</i>) che potrebbe essere oggetto del questionario sottoposto agli investitori.</p> <p>Per quanto concerne il richiamo di</p>	<p>Gli obblighi informativi posti in capo al gestore relativamente all'investimento in start-up innovative, nonché le specifiche disposizioni relative alle singole offerte presentate sui portali mettono pienamente in evidenza l'alto profilo di rischio dell'investimento in oggetto, bilanciando pertanto il rischio di un possibile eccessivo affidamento.</p> <p>La disciplina dettata dal regolamento deve tener conto sia dell'obiettivo di favorire il <i>business</i> delle start-up innovative sia di una piena tutela dell'investitore che assicuri un investimento consapevole da parte dello stesso.</p> <p>La configurazione degli obblighi informativi prevista dal regolamento appare idonea a perseguire la tutela dell'investitore, al quale per ogni offerta vengono esplicitati specifici <i>warning</i> sulla rischiosità dell'investimento in start-up innovative.</p>
--	--	--

	<p>attenzione di cui al comma 2 dell'art. 14, AssoSIM chiede di chiarire se tale avvertenza consista nell'obbligo di inserire tra le informazioni dovute al cliente un generico "<i>alert</i>" per evidenziare il rischio che l'investimento possa essere non "adeguatamente rapportato" alle disponibilità finanziarie dell'investitore, ovvero debba tradursi in un obbligo di correttezza più profondo e articolato.</p> <p>Sullo stesso punto ABI suggerisce che venga rafforzato il <i>warning</i> sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie.</p> <p>Anche UnicaSim propone alcune considerazioni in merito alla previsione del comma 3, in base alla quale il gestore richiama l'attenzione degli investitori <i>retail</i> al fine di valutare se l'investimento in start-up innovative sia in linea con le disponibilità finanziarie dell'investitore. In particolare, UnicaSim conduce delle riflessioni sui contenuti delle verifiche richieste, ai sensi della disciplina MiFID, in termini di "appropriatezza" e "adeguatezza".</p>	<p>Quanto alle considerazioni di UnicaSim riguardo ai contenuti delle verifiche di appropriatezza e adeguatezza, si ritiene che le stesse non siano congruenti rispetto allo spirito della disposizione contenuta nel comma 3 dell'articolo in commento, il quale non chiede al gestore di operare le verifiche su cui si interroga il rispondente bensì di fornire agli investitori un mero <i>disclaimer</i>.</p>
--	--	---

	<p>Lo studio legale Pedersoli e associati propone di accorpate il set informativo “standardizzato” relativo al portale e quello “specifico” relativo alla singola offerta, prevedendo che l’obbligo di fornire informazioni corrette, chiare e non fuorvianti si riferisce solo al primo set informativo. Tali commenti abbracciano quindi gli articoli da 14 a 17 della proposta di regolamento.</p> <p>Secondo Assiom Forex sarebbe auspicabile prevedere l’inserimento nel portale di un questionario di “pre-adequatezza”, da compilarsi a cura dell’investitore <i>retail</i> che intende aderire alla/e proposta/e inserita/e sul portale.</p> <p>Il Consorzio camerale per il credito e la finanza-CCIAA Milano propone di valutare l’opportunità di inserire, tra le informazioni obbligatorie dei portali, anche i <i>track record</i> sulle operazioni di investimento effettuate dagli investitori istituzionali che abbiano sottoscritto le</p>	<p>Sono state recepite alcune modifiche di natura formale richieste da alcuni rispondenti alla consultazione, relative al set informativo richiesto ai gestori, ed è stato altresì previsto un apposito questionario per gli investitori, per cui si rimanda a quanto disposto dall’articolo 15 ed al relativo commento.</p> <p>Al fine di incentivare la concorrenza e l’autonomia delle scelte operate dai portali, si ritiene che l’opportunità di inserire <i>track record</i> sulle operazioni effettuate ovvero ulteriori dati, informazioni o servizi sia rimessa alla libera autodeterminazione dei gestori. Lo stesso dicasi per il grado di <i>due diligence</i> richiesto sugli emittenti.</p>
--	--	---

	<p>quote di capitale loro riservate (es. dati su performance generali degli investitori e quelle particolari relative a operazioni di <i>seed e venture capital</i>).</p> <p>Per il Csig di Ivrea-Torino andrebbe inserita una definizione di conflitto di interesse, prevedendo la pubblicazione delle informazioni previste al quarto comma per un periodo più ampio dei cinque anni dalla chiusura dell'offerta e la relativa archiviazione in specifica sezione del sito internet.</p> <p>Per quanto concerne le modalità di selezione delle offerte, lo studio legale Hogan Lovells propone di prevedere che l'investitore possa decidere il grado di <i>due diligence</i> che intende ottenere, ed in relazione a ciò potrà rivolgersi a diverse tipologie di emittenti che si sottopongano al grado corrispondente. Analogamente propone che l'emittente possa decidere quanto capitale raccogliere e che tipo di <i>due diligence</i> fornire.</p> <p>In generale, ha mostrato apprezzamento per</p>	<p>Si rammenta infine che ulteriore documentazione di natura societaria è accessibile tramite il Registro delle Imprese ed i siti delle singole società emittenti (cfr. art. 25, co. 12, 13 e 14, del D.L. 179/12).</p> <p>Le informazioni in merito al conflitto di interessi sono necessariamente correlate alle singole offerte. Non si ritiene sussistano valide argomentazioni per introdurre un periodo più ampio dei cinque anni per l'archiviazione di tali informazioni.</p> <p>Si rimanda inoltre al commento relativo agli articoli 14 e 17.</p>
--	--	---

	<p>la sostanziale equiparazione, in termini di regole di condotta, fra intermediari autorizzati e gestori di portali di <i>equity crowdfunding</i> lo studio legale Watson, Farley & Williams.</p> <p>Di diverso avviso appare invece AIFI, secondo cui, piuttosto che replicare la logica MiFID, potrebbe essere definito un livello di investimento soglia (suggerito intorno a 1.000 euro), al di sotto del quale non sia applicabile la disciplina regolamentare dell'<i>equity crowdfunding</i>.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 1514</p> <p style="text-align: center;"><i>(Informazioni relative alla gestione del portale)</i></p> <p>1. Nel portale sono pubblicate in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative a:</p> <p><i>a)</i> al gestore, ai soggetti che detengono il controllo, ai soggetti aventi funzioni di amministrazione, direzione e controllo;</p> <p><i>b)</i> alle attività svolte, ivi incluse le modalità di selezione delle offerte o</p>	<p>Lo Studio legale Cleary Gottlieb suggerisce di eliminare le lettere e); g); h); i); m), che, peraltro, impongono l'adozione di "misure" non previste dalla disciplina primaria, affidandosi maggiormente all'iniziativa dei gestori di portali.</p> <p>Un esperto del settore ritiene che, in una logica di riduzione dei costi, non tutte le informazioni richieste dall'articolo in questione siano giustificabili; propone pertanto di eliminare quanto indicato nelle lettere e), g), h), i), j), k), l) e m).</p>	<p>Le informazioni incluse in detto articolo appaiono un utile presidio per la tutela dell'investitore e pertanto appaiono non eliminabili alla luce della struttura regolamentare adottata.</p> <p>Non si ritiene invece di specificare espressamente la necessità di un rapporto contrattuale tra investitore ed intermediario, in quanto l'obbligo di avvalersi di un intermediario è sancito dal decreto, e l'obbligatorietà della forma scritta per i rapporti contrattuali intercorrenti tra intermediario ed investitore è sancita dalla regolamentazione in vigore.</p>

<p>l'eventuale affidamento di tale attività a terzi;</p> <p>c) alle modalità per la trasmissione gestione degli ordini di sottoscrizione degli relativi agli strumenti finanziari offerti tramite il portale, anche con riferimento alle condizioni previste dall'art. 17, comma 4, 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;</p> <p>d) agli eventuali costi a carico degli investitori;</p> <p>e) alle misure predisposte adottate per ridurre e gestire i rischi di frode;</p> <p>f) alle misure predisposte adottate per assicurare il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori ai sensi del decreto -legislativo- 30 giugno 2003 n. 196 e successive modificazioni;</p> <p>g) alle misure predisposte adottate per gestire i conflitti di interessi;</p> <p>h) alle misure predisposte per la trattazione dei reclami, e l'indicazione dell'indirizzo cui trasmettere tali reclami;</p> <p>i) ai meccanismi previsti per la</p>	<p>ABI ritiene utile l'introduzione di un obbligo, per il gestore di portale (non di diritto) di dare informativa chiara della circostanza che l'investitore dovrà comunque entrare in un rapporto contrattuale con un prestatore abilitato di servizi di investimento.</p> <p>Vengono espresse perplessità sull'applicazione della disciplina MiFID alla sottoscrizione delle quote di s.r.l., evidenziando rischi di <i>goldplating</i>. In particolare, è stato chiesto come si intenda conciliare la disciplina dell'offerta di quote di s.r.l. prevista dal d.l. 179/2012 con la disciplina in tema di pubblicità e trasferimento di quote di S.r.l. prevista dal c.c. Ci si interroga inoltre su quale sia il ruolo del notaio in tali circostanze, soprattutto in materia di antiriciclaggio. (Alezio.Net Consulting S.r.l., Assonime, un esperto del settore, studio legale Raynaud and partners, WeAreStarting).</p> <p>Andaf chiede di valutare se imporre al gestore del portale il mantenimento di un <i>track record</i> di tutti progetti censiti, con</p>	<p>Per quanto riguarda le ulteriori attività effettuabili dai gestori, non si rinviene la necessità di predisporre un dettagliato elenco delle stesse, lasciando alla libera autodeterminazione dei portali l'individuazione di tali attività, fermo restando gli obblighi di <i>disclosure</i> delle stesse.</p> <p>Si ritiene che quale meccanismo previsto per la risoluzione stragiudiziale delle controversie derivanti dall'attività del gestore, possa trovare applicazione l'art. 32-ter del Testo Unico, non espressamente derogato dal D.L. 179/12.</p> <p>Per quanto concerne le richieste di chiarimenti in merito all'applicabilità di tali disposizioni alle quote di s.r.l., si specifica che le stesse sono oggetto della disciplina in essere alla luce di quanto stabilito dal D.L. 179/12, che include le s.r.l. nel novero delle forme societarie ammesse per le start-up innovative.</p> <p>Inoltre, le deroghe al diritto societario stabilite dall'art. 26 del citato decreto, derogando esplicitamente a quanto previsto dall'art. 2468 c.c., hanno introdotto nell'ordinamento una quota societaria "ibrida": le quote di start-up innovative costituite sotto forma di s.r.l., infatti, avendo la</p>
---	---	---

<p>risoluzione stragiudiziale delle controversie;</p> <p>j) le informazioni ai dati aggregate sulle offerte svolte attraverso il portale e sui rispettivi esiti;</p> <p>k) alla normativa di riferimento, il all'indicazione del collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di <i>investor education</i> del sito <i>internet</i> della Consob e alla apposita sezione speciale del Registro delle Imprese prevista all'articolo 25, comma 8, del decreto;</p> <p>l) agli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob;</p> <p>m) alle iniziative, ove predisposte, 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.</p>	<p>evidenza anche di quelli respinti da inviare periodicamente alla Consob (integrando il dettato dell'art. 23 del Regolamento) tramite l'istituzione di un'Anagrafe dei Progetti.</p> <p>AssoSIM propone che, per quanto riguarda la selezione dei progetti, i gestori siano “strutturalmente” supportati dagli incubatori di start-up. Lo stesso rispondente chiede inoltre di conoscere se tra i costi che devono essere illustrati all'investitore siano ricompresi anche quelli applicati dall'intermediario cui viene trasmesso l'ordine per l'esecuzione. Concorda con tale ultimo suggerimento ANASF, che propone anche di stabilire un <i>range</i> delle <i>fees</i> eventualmente applicabili all'<i>equity crowdfunding</i>.</p> <p>Per lo studio legale Watson, Farley & Williams sarebbe invece opportuno dare <i>disclosure</i> solo dei costi attinenti alla fase di offerta, lasciando all'autonomia contrattuale l'allocazione e l'ammontare dei costi legati ai servizi di “valore aggiunto” forniti dal portale.</p> <p>ABI suggerisce altresì di rendere meno incerto il confine dei possibili servizi a valore aggiunto forniti dal gestore del</p>	<p>possibilità di essere oggetto di offerta al pubblico, si allontanano dal modello “personalistico” adottato dalla riforma del diritto societario del 2003 per la s.r.l. In altre parole, tali quote dovranno necessariamente essere standardizzate per poter essere sottoscritte dagli investitori, i quali pertanto potranno essere possessori di più quote. I particolari profili caratterizzanti le offerte al pubblico delle quote di start-up innovative aventi forma societaria di s.r.l. riconducono tali strumenti alla nozione di prodotti finanziari e dunque le fanno rientrare in un concetto “allargato” di strumenti finanziari.</p> <p>Per quanto concerne il regime di circolazione delle quote di s.r.l., non essendovi nella normativa primaria alcuna deroga alla disciplina civilistica, si applicheranno le inerenti norme del codice civile (cfr. art. 2470 c.c.).</p> <p>Anche il ruolo del notaio conformemente alla normativa antiriciclaggio non viene “intaccato” dalle disposizioni in commento.</p> <p>Si ritiene che l'introduzione di strumenti di reputazione on-line ovvero la facoltà di prestare</p>
---	---	---

	<p>portale.</p> <p>L'Associazione IBAN propone di introdurre lo strumento di "reputazione on line", tramite il quale gli investitori possano esprimersi circa il comportamento corretto o meno dei proponenti e dei gestori del portale.</p> <p>AIFI chiede che sia specificata una disciplina sulla possibile attività di consulenza, in favore delle start-up innovative, svolta nell'ambito della selezione dei progetti. Anche ABI suggerisce che venga resa dal gestore l'informativa al pubblico sull'attività di consulenza svolta dallo stesso o da terzi per la start-up, che può rappresentare una informazione significativa per valutare l'offerta sia dal punto di vista industriale, sia per comprendere la natura del coinvolgimento del gestore di portale.</p> <p>Si propone l'inserimento nel logo dei singoli portali di un "link" ad apposito sito Consob che ne certifichi l'iscrizione nel registro previsto per i portali stessi.</p>	<p>altri servizi "ancillari" sono rimesse all'autonomia dei gestori. La possibile fruizione di tali servizi aggiuntivi potrà essere stimolo per la concorrenzialità tra portali.</p> <p>Si specifica inoltre che i costi a carico degli investitori che devono essere preventivamente indicati nel portale devono riferirsi a tutte le attività svolte nei confronti dei clienti per la raccolta ed esecuzione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti. Peraltro, si rammenta che nei documenti relativi alla singola offerta (cfr. allegato 3) vi debba comunque essere l'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. Non rientra invece nella potestà della Consob statuire l'entità di tali costi.</p> <p>Infine, con specifico riferimento ai costi derivanti dalle attività accessorie, l'esplicitazione di tali costi è rimessa alla facoltà dei gestori.</p> <p>Non appare necessaria l'introduzione di un comitato tecnico per la definizione di flussi informativi standardizzati, i quali – nel loro contenuto minimo</p>
--	--	--

	<p>(Assiom Forex, CFA Society Italy).</p> <p>Il Csig di Ivrea-Torino consiglia di rafforzare l' articolato con specifiche su accessibilità e usabilità del portale, su utilizzo o meno di cookie da parte del portale, del relativo <i>disclaimer</i> "Note legali e privacy policy", di integrare l' articolato con specifiche disposizioni in tema di misure di sicurezza privacy, misure di <i>disaster recovery</i>, recapito mail per segnalazioni e reclami, link al sito della polizia postale per la prevenzione di truffe <i>on-line</i>, nonché la pubblicazione <i>on-line</i> di ulteriore documentazione quali il bilancio, il codice etico, la carta di servizi ecc.</p> <p>Domenico De Luca suggerisce di istituire un comitato tecnico che definisca almeno le basi per una standardizzazione dei flussi informativi.</p> <p>Quanto invece alle attività ulteriori che il gestore può svolgere (cfr. comma 1, lett. b), dalla lettura dell'art. 15 in combinato disposto con l' allegato 2, Federcasse ritiene che solo due attività ivi indicate siano obbligatorie, mentre le restanti siano eventuali. Ritiene inoltre che, qualora</p>	<p>– sono già stabiliti dal regolamento. La previsione di ulteriori organi con compiti consultivi/valutativi incrementerebbe, senza un beneficio tangibile, i costi relativi all'attività dei gestori.</p> <p>Si ritiene, al fine di facilitare la reperibilità di informazioni da parte degli investitori, di accogliere la richiesta di aggiungere un <i>link</i> diretto alla sezione speciale del Registro delle Imprese dedicato alle start-up innovative, mentre appare sufficiente rinvio al registro già previsto dalla lettera k) dell' articolo in commento.</p> <p>Come già evidenziato, la prestazione di servizi aggiuntivi da parte del portale, inclusi ulteriori <i>disclaimer</i> informativi o ulteriori misure di sicurezza, è rimessa all' autonomia organizzativa e gestionale del portale e potrà costituire un elemento di discriminazione in termini di competizione fra gestori.</p> <p>Con riferimento alle informazioni in merito al soggetto che ha effettuato la valutazione di fattibilità del progetto, laddove la stessa sia esternalizzata, le inerenti informazioni sono ricomprese tra quelle indicate nell' allegato 2 e dovranno essere riportate nel portale ai sensi della lettera b) dell' articolo in commento.</p> <p>Infine, si puntualizza che tutte le informazioni di cui all' articolo in commento sono da considerarsi obbligatorie.</p>
--	--	--

	<p>corretta la loro ricostruzione, sarebbe bene che queste due attività fossero esplicitamente menzionate nell'articolo del regolamento in commento. Federcasse propone di introdurre anche l'informazione in merito al soggetto che ha effettuato la valutazione di fattibilità del progetto.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 1615</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Informazioni relative all'investimento in start-up innovative)</i></p> <p>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 <i>start-up</i> innovative, riguardanti almeno:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il rischio di perdita dell'intero capitale investito; b) il rischio di illiquidità; c) il divieto di distribuzione di utili ai sensi dell'articolo 25 del decreto; d) il trattamento fiscale di tali investimenti (con particolare riguardo alla temporaneità dei benefici ed alle ipotesi di decadenza dagli stessi); e) le deroghe al diritto societario previste 	<p>È stato osservato che tale articolo rischia di standardizzare le informazioni da fornire al potenziale investitore, mentre, data la novità del fenomeno regolato, sarebbe opportuno lasciare più spazio alla sperimentazione, soprattutto in considerazione della circostanza che il portale ha interesse a valorizzare i profili informativi in un'ottica concorrenziale. Inoltre, quanto stabilito dal comma 3 parrebbe eccessivo e improntato a una logica di tutela puramente formalistica (un esperto del settore).</p> <p>Andaf ha chiesto una maggiore aderenza agli esiti dell'indagine conoscitiva relativamente alle informazioni chiave ritenute più importanti dai potenziali investitori. Si sottolinea altresì la necessità di tipizzare la parte del questionario per gli</p>	<p>Preliminarmente, si ritiene che la standardizzazione delle informazioni base da fornire sia opportuna al fine di consentire una agevole confrontabilità delle offerte proposte attraverso i portali. I portali saranno poi liberi di fornire contenuti extra anche attraverso tecniche differenziate.</p> <p>Viceversa, si ritiene che il compito di tipizzare le informazioni per gli investitori relative alla comprensione del <i>business plan</i> non spetti alla Consob, ma debba essere facoltà lasciato alla libertà del portale.</p> <p>Con riferimento alle informazioni in merito al rischio di insuccesso dell'investimento, si rinvia ai contenuti dell'allegato 2.</p>

<p>dall'articolo 26 del decreto nonché al diritto fallimentare previste dall'articolo 31 del decreto;</p> <p>f) le modalità di presentazione delle informazioni relative alle offerte tramite il portale;</p> <p>g) l'illustrazione dei contenuti tipici di un business plan;</p> <p>h) il diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5 e le relative modalità di esercizio.</p> <p>2. Il gestore rende noto che gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari raccolti tramite il portale sono trasmessi a una banca o impresa di investimento che ne cura il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore e in applicazione delle regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione.</p> <p>32. 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:</p> <p>a) preso visione alle delle informazioni di investor education previste dall'articolo</p>	<p>investitori destinata alla comprensione del <i>business plan</i> (che rappresenta uno strumento di difficile comprensione per gli investitori non professionali).</p> <p>Per lo studio legale Portolano Cavallo sarebbe inoltre consigliabile chiarire quali siano le informazioni minime/essenziali relative al <i>business plan</i> degli emittenti che i gestori sono tenuti a fornire agli investitori, tenuto conto anche della necessità di preservare talune informazioni di natura confidenziale.</p> <p>Secondo alcuni rispondenti andrebbe rafforzato il <i>disclaimer</i> da fornire agli investitori, chiarendo in modo inequivocabile che non vi è nessuna tutela dal rischio di insuccesso che è tipico delle iniziative delle start-up innovative. (Confindustria, AIFI, Associazione IBAN).</p> <p>Si è chiesto di chiarire quale sia il momento del “perfezionamento” delle adesioni (intese come manifestazioni di interesse, la</p>	<p>Il momento in cui avviene la manifestazione di volontà dell'investitore di aderire all'offerta tramite il portale rileva ai fini dell'attribuzione del diritto di</p>
--	---	--

<p>14, comma 1, lett. k) e delle informazioni indicate al comma 1;</p> <p>dichiarato di avere preso visione delle informazioni indicate alle lettere da a) a e) del comma 1;</p> <p>b) di aver compreso risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali, e dei rischi principali connessi all'investimento in <i>start-up</i> innovative per il tramite di portali;</p> <p>c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.</p>	<p>cui raccolta non è qualificabile come servizio o attività di investimento), proponendo altresì di utilizzare il termine “adesioni” in luogo di “ordini” (Studio legale Baker & McKenzie, UnicaSim).</p> <p>E' stata chiesta l'abrogazione del comma 2 in considerazione della presunta non annoverabilità delle quote di s.r.l. nell'alveo degli strumenti finanziari (Alezio.Net Consulting S.r.l. cfr. anche commento sub art. 14).</p> <p>Per lo Studio legale Angeloni, secondo l'impostazione adottata dal Regolamento, il portale diverrebbe un mezzo di promozione dei servizi di investimento dell'intermediario, in violazione della riserva di legge prevista per lo svolgimento di tali attività (riservate ai soli intermediari che li offrono o ad altri intermediari).</p> <p>Federcasse suggerisce di stabilire in capo all'investitore l'onere di individuare la banca o la SIM presso la quale il gestore sarà tenuto a trasmettere l'ordine di</p>	<p>recesso ai sensi dell'art. 13, comma 5, il cui <i>dies a quo</i> coincide con il momento della suddetta manifestazione di volontà.</p> <p>Ai fini dell'applicabilità della disciplina dei servizi e delle attività di investimento dovrà considerarsi rilevante il successivo momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari attraverso l'intermediario autorizzato al quale viene trasferito l'ordine.</p> <p>In merito ai commenti sull'annoverabilità delle quote di s.r.l. agli strumenti finanziari, si rinvia al commento relativo all'art. 14.</p> <p>Le attività del gestore non appaiono riconducibili ad una attività di promozione dei servizi dell'intermediario abilitato, in quanto nel caso specifico è la norma primaria ad imporre che gli ordini vengano trasmessi dal gestore ad una banca o impresa di investimento per la loro esecuzione.</p> <p>Si è preferito rimettere alla discrezionalità dei portali ed alla libera autodeterminazione la scelta in merito alla banca o all'impresa di investimento cui trasmettere gli ordini.</p> <p>Appare comunque verosimile che dette scelte siano effettuate dall'emittente ovvero dal gestore tenuto</p>
---	---	--

	<p>sottoscrizione.</p> <p>Confindustria propone invece una soluzione “aperta”, potendosi prevedere che il gestore individui le sue banche di riferimento, lasciando però la possibilità all’investitore di rivolgersi alla sua banca nel caso in cui offra il servizio di investimento in questione.</p> <p>Anche AssoSIM chiede di chiarire a chi spetti indicare la banca o l’impresa di investimento cui trasmettere gli ordini (al gestore del portale, all’emittente o all’investitore).</p> <p>Secondo ABI, a beneficio del mercato stesso e per distribuire equamente i costi di contrattualizzazione con le banche o le imprese di investimento fra investitore e gestore, il regolamento dovrebbe prevedere la possibilità per l’investitore di proporre al gestore di avvalersi di un intermediario di sua fiducia, sempre che quest’ultimo offra il servizio; in alternativa, varrebbero le indicazioni già fornite dal gestore circa gli intermediari convenzionati.</p> <p>Lo studio legale Zitiello e associati richiede un chiarimento in merito al fatto che il questionario rivolto all’investitore sia</p>	<p>conto dell’obiettivo di evitare una eccessiva frammentazione delle sottoscrizioni.</p> <p>Si rammenta che nella scheda di sintesi delle offerte (cfr. allegato 3) dovrà essere debitamente fornita agli investitori l’indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta nonché la descrizione delle modalità e della tempistica per l’esecuzione dei medesimi.</p> <p>Appare opportuno infine ribadire l’importanza delle previsioni previste dal comma 2 dell’articolo in commento, le quali sono concepite come un ulteriore rafforzamento del grado di tutela dell’investitore <i>retail</i> e non come un vincolo. Alla luce delle modifiche effettuate, si ribadisce pertanto la necessità che sia predisposto un apposito questionario volto a far acquisire all’investitore una piena comprensione e consapevolezza delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all’investimento in <i>start-up</i> innovative. La risposta positiva al questionario di cui sopra è elemento imprescindibile per poter accedere alla</p>
--	--	--

	<p>solo una delle possibilità ipotizzabili ovvero se lo stesso sia condizione necessaria per far accedere l'investitore alle sezioni del portale dalle quali sarà possibile aderire alle offerte. In tale ultimo caso appare preferibile richiamare la necessità di un "apposito questionario" all'interno del regolamento.</p> <p>Lo Studio legale Cleary Gottlieb suggerisce infine di eliminare la previsione del comma 3 che pare costituire un vincolo operativo senza accrescere effettivamente il grado di tutela per gli investitori.</p>	<p>sezione del portale all'interno della quale è possibile aderire alle singole offerte.</p> <p>Al di sotto delle soglie previste dall'art. 17 una tale previsione costituisce uno strumento di autoconsapevolezza per gli investitori.</p> <p>Il questionario riguarda specificamente le informazioni relative all'investimento in start-up innovative, mentre le informazioni relative alle singole offerte dovranno essere pubblicate conformemente a quanto disposto dall'articolo 16 e dall'allegato 3 del presente regolamento.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 1716</u></p> <p><i>(Informazioni relative alle singole offerte)</i></p> <p>1. In relazione a ciascuna offerta il gestore pubblica:</p> <p>a) le informazioni indicate nell'Allegato 3 al presente Regolamento ed i relativi aggiornamenti forniti dall'emittente, anche e ne aggiorna senza indugio il contenuto in caso di significative</p>	<p>Secondo un esperto del settore tali obblighi risultano eccessivi e comunque dovrebbero incombere sull'offerente e non sul gestore del portale. In ogni caso risultano molto costosi gli obblighi di informazione post-offerta, ormai obsoleta la previsione che consente al cliente di esigere le informazioni su supporto durevole.</p> <p>ABI suggerisce di allineare il contenuto</p>	<p>La delega conferita alla Consob consente la sola possibilità di dettare disposizioni nei confronti del gestore, il quale, nella misura in cui viene reso responsabile delle informazioni da diffondere obbligatoriamente, non potrà che richiedere la fornitura delle stesse all'emittente, senza bisogno che tale aspetto, che può essere demandato all'autonomia negoziale, sia espressamente disciplinato nel regolamento in commento. E' evidente che la responsabilità del gestore, di mettere a disposizione le informazioni fornite</p>

<p>variazioni intervenute o di errori materiali rilevati nel corso dell'offerta, portando contestualmente ogni aggiornamento a conoscenza dei soggetti che hanno aderito all'offerta. Le informazioni relative all'offerta sono pubblicate attraverso una scheda sintetica redatta secondo il modello contenuto nell'Allegato 3;</p> <p>b) 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;</p> <p>c) le informazioni e le istruzioni pratiche in merito al diritto di recesso, le modalità di esercizio del diritto di revoca previsto dall'articolo 25, comma 2;</p> <p>d) la periodicità e le modalità con cui verranno fornite le informazioni sullo stato delle adesioni, l'ammontare sottoscritto e il numero di aderenti.</p> <p>e) le commissioni e i costi posti a carico degli investitori;</p> <p>f) la legge applicabile e il foro</p>	<p>degli articoli sulle informazioni da rendere al cliente a quello dell'Allegato 3.</p> <p>Lo studio legale DLA Piper rileva come non sia previsto un obbligo per gli emittenti di fornire gli aggiornamenti al gestore di portali, auspicando la creazione di un sistema di informativa che richieda un comportamento attivo da parte degli emittenti su base continuativa. La delicatezza del problema relativo alla responsabilità del gestore per omissioni o false informazioni pubblicate sul portale è evidenziata anche dallo studio legale Zitiello e associati, il quale chiede all'Autorità di chiarire e precisare nel testo regolamentare il regime della responsabilità imputabile ai gestori.</p> <p>A livello più generale, il medesimo rispondente suggerisce di introdurre la previsione obbligatoria di polizze assicurative o altri strumenti di copertura del rischio per la suddetta responsabilità dei gestori, quale ulteriore assicurazione sulla solidità economico-patrimoniale degli stessi nelle ipotesi di <i>mala gestio</i>.</p> <p>Per lo Studio legale Cleary Gottlieb</p>	<p>dall'emittente in maniera chiara e corretta, non può estendersi anche all'accertamento della veridicità e completezza delle stesse.</p> <p>Si chiarisce inoltre che la legge delega non attribuisce alla Consob poteri sanzionatori specifici nei confronti degli organi societari degli emittenti che non forniscano nei termini le informazioni necessarie al gestore, né la possibilità di imporre a tali società obblighi di revisione contabile .</p> <p>Alla luce delle osservazioni pervenute all'esito della consultazione, sono state allineate le informazioni contenute nell'articolo in commento con quanto disposto dall'Allegato 3.</p> <p>Come specificato anche negli articoli che precedono, si è ritenuto che sia opportuno rimettere all'autonomia dei portali la possibilità di includere ulteriori informazioni e valutazioni sul progetto imprenditoriale, nonché la richiesta di eventuali garanzie e la pubblicazione di informazioni periodiche di natura finanziaria. Resta peraltro fermo che le società emittenti devono aggiornare almeno semestralmente i dati forniti alla Camera di Commercio ed il proprio sito internet (cfr. art. 25, co. 14, del D.L. 179/12).</p>
---	--	---

<p>competente; g) la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.</p> <p>2. Le informazioni indicate al comma 1 possono essere altresì fornite mediante l'utilizzo di tecniche multimediali. Il gestore consente l'acquisizione delle informazioni elencate al comma 1, lettera a), su supporto durevole.</p>	<p>sarebbe opportuno ridurre gli obblighi previsti e, in ogni caso, riferirli all'emittente.</p> <p>Lo studio legale Pedersoli e associati propone di chiarire che sul gestore non grava l'obbligo di procurare la pubblicazione di tali informazioni bensì semplicemente quello di pubblicare l'informativa fornita dall'emittente, il quale rimarrebbe il solo responsabile per la preparazione e diffusione della stessa.</p> <p>Lo studio legale Osborne Clarke propone di prevedere il diritto di applicare specifiche sanzioni nei confronti degli organi sociali delle società che non forniscano al gestore del portale le informazioni nel rispetto dei termini stabiliti dal gestore o dal regolamento.</p> <p>È opinione di Assiom Forex che possano essere approntati ulteriori processi finalizzati alla prevenzione delle frodi, alla massimizzazione della trasparenza e della salvaguardia degli interessi dei partecipanti. In particolare si ipotizza che la proposta da parte dei portali si articoli con specifiche</p>	<p>Anche i profili informativi tra emittente e gestore saranno oggetto di specifiche valutazioni di natura negoziale.</p> <p>Per quanto concerne i profili relativi alla responsabilità del gestore si rimanda anche al commento relativo all'art. 13.</p> <p>Con riferimento alla proposta di prevedere che il gestore si doti di polizze assicurative o altri strumenti di copertura dei rischi della propria attività, si è ritenuto di non rendere tale scelta obbligatoria a livello regolamentare. Tuttavia, l'opportunità di dotarsi di tali garanzie rimane nella facoltà dei gestori.</p> <p>Con riferimento ad eventuali meccanismi specifici per la prevenzione delle frodi, l'adozione degli stessi è senz'altro incoraggiata dall'Autorità, e – insieme ad altre tipologie di servizi offerti – potrà contribuire al perseguimento della massima concorrenzialità tra portali, a vantaggio degli investitori e del mercato in generale.</p> <p>In accoglimento delle richieste pervenute in fase di consultazione, al fine di innalzare il livello di</p>
--	--	--

	<p>date di scadenza delle proposte piuttosto che con specifiche finestre temporali e che gli importi, tempo per tempo raccolti, vengano inclusi in un conto indisponibile presso un intermediario appositamente delegato; alla scadenza del periodo di raccolta, con la conferma da parte dei sottoscrittori (o la mancata revoca), si avrebbe il perfezionamento dell'operazione. In particolare il processo ipotizzato innalzerebbe le tutele dei primi aderenti adeguandole alle condizioni degli ultimi partecipanti.</p> <p>Per lo Studio legale Baker & McKenzie dovrebbero essere fornite informazioni solo sul numero di coloro le cui adesioni sono state accettate dall'intermediario e dovrebbe formare oggetto di <i>disclosure</i> solo il numero di coloro che hanno effettivamente sottoscritto gli strumenti finanziari offerti.</p> <p>Lo studio chiede inoltre di chiarire se per "errori materiali" debbano intendersi soltanto quelli idonei ad influire sulla decisione di investimento ovvero qualsivoglia errore materiale.</p>	<p>trasparenza in merito al perfezionamento delle singole offerte, è stato introdotto l'obbligo in capo ai gestori dei portali di rendere noti gli elementi identificativi delle banche e delle imprese di investimento che ricevono gli ordini di adesione impartiti dagli investitori, nonché gli estremi identificativi del conto indisponibile intestato alla <i>start up</i> emittente acceso presso i citati intermediari, ove deve essere costituita dall'investitore la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini stessi.</p> <p>A tale ultimo riguardo, si veda anche il commento ai successivi articoli 17 e 25.</p> <p>Si specifica inoltre che la vigilanza della Consob includerà tutti i dati richiesti al gestore (cfr. allegato 2), inclusi i cv degli amministratori.</p>
--	---	---

	<p>Andaf evidenzia: 1) l'esistenza di un problema di riservatezza per alcuni documenti obiettivamente riservati (piani strategici e operativi dell'azienda e il progetto imprenditoriale); 2) la necessità che le informazioni rese in merito ai curriculum vitae degli amministratori siano oggetto di verifica da parte del gestore considerata la centrale importanza. Al riguardo si rappresenta, infatti, che nello svolgimento dell'istruttoria che precede il rilascio del provvedimento di ammissione alla quotazione di una società nei mercati regolamentati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. viene svolta una specifica attività sul management al fine di valutarne l'idoneità alla gestione dell'impresa.</p> <p>Lo Studio legale Hogan Lovells chiede di includere la rendicontazione sul progetto imprenditoriale (<i>milestone</i>), e l'informativa periodica finanziaria nonché quella sui fatti salienti.</p> <p>Il Consorzio camerale per il credito e la finanza – CCIAA Milano propone di</p>	<p>A mero scopo chiarificatore, si specifica come per “errori materiali” possano effettivamente intendersi soltanto quelli idonei ad influire sulla decisione di investimento.</p> <p>Infine, con riferimento ai profili di riservatezza relativi alla documentazione inviata alla Consob, si rammenta che la stessa non potrà essere divulgata salvo i casi previsti espressamente dalla legge (in merito vedasi anche l'art. 19).</p>
--	--	---

	<p>prevedere la possibilità di predisporre <i>link</i> tra i portali di <i>crowdfunding</i> e le sezioni dedicate dei siti Web delle Camere di commercio che gestiscono le sezioni speciali del registro delle imprese riservate alle start up innovative. In senso analogo CFA Society Italy, che propone altresì l'assoggettamento delle start-up innovative a revisione annuale e la conseguente messa a disposizione del pubblico della relazione di revisione unitamente al bilancio.</p> <p>Viene richiesto che sia data informazione in merito alla circostanza se la raccolta di capitale di rischio sia effettuata in più portali, auspicando dei chiarimenti sulle modalità di gestione della stessa offerta da parte di più portali (AssoSIM, studio legale Portolano Cavallo) .</p> <p>AssoSIM richiede inoltre di specificare se i costi a carico degli investitori debbano includere anche quelli richiesti dall'intermediario cui il gestore del portale trasmetta l'ordine ai fini della sua esecuzione e altri eventuali costi e spese non direttamente riconducibili all'attività del gestore medesimo</p> <p>Lo studio legale Watson, Farley & Williams pone il tema di un possibile ruolo</p>	
--	--	--

	<p>del gestore del portale (offerta di servizi accessori e complementari) rispetto al governo societario delle start-up all'esito delle offerte.</p> <p>Sempre sul tema del governo societario delle start-up, proposte vengono proposte diverse soluzioni, tra cui la creazione di società-veicolo - le cui quote/azioni sarebbero sottoscritte dagli investitori - che diventa socio della start-up, con la possibilità di prevedere che i soci della società-veicolo possano in ogni tempo convertire le proprie partecipazioni in partecipazioni della start-up ovvero l'attribuzione di quote con diritti patrimoniali ma prive di diritti amministrativi. (SiamoSoci, AIFI e Associazione IBAN).</p> <p>Anche un altro rispondente auspica che siano previsti veicoli di investimento che aggregano gli interessi della pluralità di investitori in <i>crowdfunding</i>, onde potere ridurre le complessità di gestione di una molteplicità di micro soci nella start-up innovative nonché consentire una rappresentazione unitaria di tali investitori negli organi societari.</p>	<p>Con specifico riferimento alle richieste di chiarimenti sulle modalità di gestione della stessa offerta da parte di più portali, sebbene tale scenario appaia poco verosimile da un punto di vista pratico-applicativo, nonché per i probabili aggravii di natura economica per gli emittenti (e per le problematiche di ordine pratico derivanti dagli "incroci" di ordini a valere sulla stessa offerta, che dovranno essere monitorati contemporaneamente per ricondurli ad unità), di tale eventualità si è tenuto conto nella parte relativa agli obblighi di trasparenza sulle singole offerte (cfr. Allegato 3).</p> <p>Per quanto concerne i profili di <i>corporate governance</i>, la possibilità di costituire una società veicolo non costituisce oggetto di regolamentazione da parte della Consob. Tuttavia, da un punto di vista di concreta convenienza, l'eventuale ricorso a società veicolo dovrà tenere conto anche di quanto disposto dall'art. 29, co. 6, del decreto in materia di benefici fiscali.</p> <p>Per quanto concerne la possibilità per l'emittente di creare categorie di quote fornite di diritti diversi,</p>
--	---	---

	<p>Lo studio legale Raynaud & partners suggerisce infine la possibilità per gli investitori di organizzarsi in assemblee speciali.</p>	<p>sfornite di diritto di voto ovvero con diritto di voto limitato, tale possibilità è già prevista dall'art. 26, co. 2, 3 e 7 del D.L. 179/12.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 18</u> <i>(Gestione degli ordini degli investitori)</i></p> <p>1. Il gestore raccoglie gli ordini relativi agli strumenti finanziari, trasmettendoli a banche ed imprese di investimento autorizzate ai servizi ed attività di investimento.</p> <p>2. Ai fini di cui al comma 1, il gestore adotta misure che assicurino le seguenti condizioni:</p> <p style="padding-left: 40px;">a) gli ordini devono essere trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente;</p> <p style="padding-left: 40px;">b) gli ordini devono essere registrati in modo pronto e accurato;</p> <p>gli ordini devono essere trasmessi secondo la sequenza temporale con la quale sono stati ricevuti.</p>	<p>Un esperto del settore esprime riserve sulla legittimità dell'imposizione di obblighi di adottare procedure, e proporrebbe di riformularli come altrettanti obblighi di condotta relativi alle singole interazioni con la clientela.</p> <p>Alezio.Net Consulting S.r.l. chiede di abrogare l'articolo sulla base delle argomentazioni svolte <i>sub</i> art. 15.</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie propone di utilizzare il termine "adesioni" (intese come mere manifestazioni di interesse) in luogo di "ordini".</p> <p>Lo studio legale Osborne Clarke (con riferimento agli articoli 16 e 18) critica la scelta di consentire solo al gestore di individuare l'intermediario deputato al</p>	<p>L'articolo 18 del testo posto in consultazione è stato eliminato e le inerenti disposizioni sono state incorporate nell'articolo 17, per ragioni di sistematicità.</p>

	<p>perfezionamento dei contratti di sottoscrizione.</p> <p>Inoltre si suggerisce un maggiore coordinamento tra le regole attinenti al rapporto tra investitori ed intermediari incaricati di perfezionare i contratti di sottoscrizione e la potestà di gestori ed emittenti di stabilire le condizioni cui è subordinato il buon fine delle offerte che richiedono il raggiungimento di un ammontare minimo di sottoscrizioni in un dato periodo di tempo.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 1917</u></p> <p><i>(Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal al gestore relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori)</i></p> <p>1. Le banche e le imprese di investimento che ricevono da un gestore gli ordini di un investitore relativi agli strumenti finanziari ne curano il perfezionamento sulla base di un contratto per la prestazione di servizi di investimento stipulato con l'investitore.</p> <p>2. Ai fini dello svolgimento dell'attività prevista al comma 1, le banche e le imprese di investimento applicano, in ragione dei servizi</p>		<p>Il nuovo articolo 17 declina gli obblighi relativi alla gestione degli ordini impartiti dagli investitori per il tramite di portali <i>on line</i>, riprendendo, con significativi adattamenti alla luce delle osservazioni pervenute, il contenuto delle prescrizioni in tema di “gestione degli ordini degli investitori” ed “obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore” dettate dagli art. 18 e 19 del testo regolamentare posto in consultazione.</p> <p>In particolare, nel confermare in capo al gestore del portale l'obbligo di adottare misure volte ad assicurare una trattazione rapida, corretta ed efficiente degli ordini raccolti dagli investitori, viene specificata la necessità che i citati ordini siano</p>

~~o attività di investimento effettivamente prestatati nei confronti dell'investitore, le pertinenti regole di condotta previste dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione presente regolamento.~~

~~3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi.~~

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 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 degli ordini che ricevono per il tramite di un

trasmessi, separatamente per ciascun investitore, alle banche ed alle imprese di investimento ai fini della loro successiva esecuzione.

Relativamente alla fase di perfezionamento degli ordini, l'articolo in commento, nella prospettiva di ridurre gli oneri in capo agli operatori, ma, al contempo, di assicurare adeguate condizioni di tutela per gli investitori, introduce un regime differenziato in ragione dell'ammontare dei singoli ordini di adesione alle offerte.

Più in dettaglio, in presenza di investimenti che superino le soglie dimensionali indicate (euro 500 per offerta/1.000 annui su singolo portale per gli investitori-persone fisiche ed euro 5.000 per offerta/10.000 annui su singolo portale, per gli investitori-persone giuridiche) si è ravvisato uno specifico *need of protection* tale da richiedere l'applicazione in capo agli intermediari che ricevono gli ordini impartiti dagli investitori delle disposizioni dettate dal Testo Unico e dalla relativa disciplina di attuazione in tema di prestazione dei servizi di investimento.

In tali ipotesi, le banche e le imprese di investimento sono, pertanto, tenute ad operare nel rispetto della disciplina dettata in tema di prestazione dei servizi di investimento, la quale comporta sia l'osservanza delle pertinenti regole di condotta disegnate dalla normativa di settore sia la

gestore e tengono informato quest'ultimo sui relativi esiti, assicurando il rispetto di quanto previsto al comma 6.

3. Le banche e le imprese di investimento mantengono costantemente informato il gestore sull'esito degli ordini dal medesimo trasmessi che ricevono gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili della Parte II del Testo Unico e della relativa disciplina di attuazione.

4. Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando ricorrano le seguenti condizioni:

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

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

5. Il gestore acquisisce dall'investitore,

necessaria contrattualizzazione, nel rapporto personale e diretto intercorrente con l'investitore, dei rispettivi diritti ed obblighi.

In caso di investimenti di ammontare inferiore alle soglie sopra individuate, le banche e le imprese di investimento si limitano, invece, a curare la fase esecutiva e di regolamento degli ordini trasmessi dal gestore del portale, il quale resta l'unico interlocutore dell'intermediario che riceve gli ordini.

Al fine di garantire l'ordinato svolgimento dell'offerta, e tenuto, altresì, conto del divieto per i gestori dei portali di detenere denaro e/o strumenti finanziari di pertinenza degli investitori, è stato, altresì, introdotto l'obbligo in capo ai citati soggetti di assicurare (sia nel caso di operatività al di sotto delle soglie indicate sia nell'ipotesi di operatività al di sopra dei menzionati limiti) che sia acceso presso la banca o l'impresa di investimento cui gli ordini sono trasmessi un apposito conto indisponibile intestato alla *start up* emittente, ove deve essere costituita la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini stessi.

Su tale ultimo aspetto, si veda anche il commento al successivo articolo 25, nonché le informazioni incluse nell'allegato 3.

con modalità che ne consentano la conservazione, un’attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell’anno solare di riferimento, le soglie di cui alle lettere a) e b) del comma 4. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali.

6. Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile intestato all’emittente acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, previsto dall’articolo 25.

Nel caso di operatività "sopra soglia" è possibile che l’operazione si realizzi concretamente con l’ausilio degli intermediari che già detengono un rapporto con gli investitori che conferiscono ordini al portale. Possono infatti essere immaginati schemi operativi nei quali gli intermediari che ricevono gli ordini dai portali si interfacciano, sulla base di specifici accordi, con gli intermediari che detengono già un rapporto con il cliente al fine di assicurare il rispetto della disciplina dettata dal TUF e dalla relativa disciplina di attuazione in materia di servizi di investimento.

Si rammenta che la trasmissione degli ordini a banche ed imprese di investimento è stabilita dalla normativa primaria ed è pertanto ineliminabile.

Peraltro, accogliendo le proposte pervenute in fase di consultazione, sono state introdotte alcune “semplificazioni” per investimenti di ridotto ammontare. Al fine di ridurre gli oneri sia in capo agli intermediari sia nei confronti degli investitori, si è dunque ritenuto opportuno introdurre una soglia di esenzione – come sopra specificato – così da “graduare” il livello di tutela nei confronti degli investitori.

	<p>Lo Studio legale Angeloni sottolinea che la legge delega non prevede l’instaurazione di alcun rapporto contrattuale tra l’investitore e l’intermediario. Inoltre il meccanismo introdotto determinerebbe un “altissimo rischio di abbandono”, posto che il momento perfezionativo del contratto è “rinviato” al momento dell’incontro tra investitore e intermediario; sarebbe inoltre discriminatorio per i portali iscritti rispetto a quelli di diritto, che avranno il vantaggio di potere operare completamente <i>in-house</i>. La tutela dell’investitore si realizzerebbe adeguatamente attraverso un appropriato set informativo, nonché l’obbligatorietà dei test automatizzati di valutazione del cliente rispetto alla sostenibilità del rischio dell’investimento.</p> <p>In termini generali, anche altri rispondenti non condividono la scelta di ricondurre la</p>	<p>Per le informazioni relative ai conflitti di interesse di banche e imprese di investimento incaricate del perfezionamento delle offerte, si rimanda al contenuto dell’allegato 3.</p> <p>Si ritiene altresì che la possibilità di avvalersi di promotori finanziari, sia per la raccolta delle adesioni da parte del gestore del portale, sia per la promozione delle medesime, appare non in linea con la filosofia del <i>crowdfunding</i>, indirizzato alla folla direttamente attraverso la piattaforma on-line.</p> <p>Si è ritenuto, pur modificando in parte il <i>drafting</i> delle disposizioni, di mantenere inalterato il concetto di “ordine di adesione”, in quanto lo stesso, come chiarito anche in commento all’art. 15, si riconnette con l’attività del portale riconducibile alla ricezione e trasmissione di ordini; a tali ordini si riconnette poi l’esercizio del diritto di recesso garantito ai sensi dell’art. 13, comma 5.</p> <p>Infine, sebbene appaia più in linea con le finalità del finanziamento di progetti che la raccolta di capitali di rischio avvenga nella modalità “<i>all or nothing</i>”, in quanto tale forma è idonea ad assicurare all’emittente la cifra necessaria per lo</p>
--	--	--

	<p>disciplina nell'ambito delle regole di derivazione MiFID (Alezio.Net Consulting S.r.l., l'associazione IBAN e Riccardo Pucci).</p> <p>Prestiamoci chiede invece una più dettagliata definizione degli elementi del contratto previsto tra investitore ed intermediario.</p> <p>Secondo ABI il testo regolamentare non chiarisce come e quando investitore ed intermediario entrino in contatto e come possano essere assolti gli obblighi di comunicazione a carico dell'intermediario (es. conflitti di interesse), che possono tradursi in tempi eccessivi di esecuzione laddove il sottoscrittore debba recarsi personalmente presso l'intermediario per la sottoscrizione finanziario del contratto di investimento.</p> <p>AssoSIM ritiene opportuno prevedere la forma scritta <i>ad probationem</i> ovvero <i>ad substantiam</i> del protocollo che regola la convenzione tra il portale e l'intermediario finanziario.</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie</p>	<p>sviluppo del proprio progetto imprenditoriale, non è nella potestà regolamentare della Consob imporre tale modalità ovvero altre modalità alternative di offerta, le quali saranno pertanto rimesse alla scelta degli emittenti.</p> <p>Quanto alla riconducibilità delle adesioni per cifre di importo non elevato a contratti di <i>e-commerce</i>, l'adozione di un modello articolato in ragione dell'importo dell'investimento (cfr. comma 4 dell'articolo in commento, così come modificato all'esito della consultazione) consente di ricondurre anche questa tipologia di ordini alla disciplina speciale prevista dal decreto, come attuata dal regolamento <i>de quo</i>.</p>
--	---	--

propone di utilizzare il termine “adesioni” (intese come mere manifestazioni di interesse) in luogo di “ordini” (cfr. commenti già indicati riguardo all’art. 18). Di conseguenza l’obbligo informativo di cui al comma 3 dell’art. 19 dovrebbe comprendere due momenti: quello del perfezionamento delle adesioni e quello della loro effettiva esecuzione.

Secondo lo **Studio legale Cleary Gottlieb**, poiché uno dei tratti caratteristici dei *funding portals* è costituito dalla “disintermediazione” fra emittente e investitori, sarebbe opportuno ridurre al minimo l’impatto derivante dall’esecuzione degli ordini da parte di banche o SIM. In particolare, si chiede di valutare se gli obblighi previsti dall’art. 19 siano effettivamente necessari, posto che gli investitori non entrerebbero in rapporto diretto con l’intermediario che esegue gli ordini raccolti dal gestore, similmente a quanto avviene nel caso in cui un intermediario abilitato alla ricezione e trasmissione di ordini si avvalga di un terzo soggetto per la loro esecuzione. In senso analogo si esprime **Confindustria**, secondo la quale l’applicazione delle valutazioni di

	<p>appropriatezza/adequatezza in applicazione della MiFID determinano un onere eccessivo tanto per l'intermediario che per l'investitore.</p> <p>UnicaSim propone di prevedere semplificazioni procedurali con riferimento alle valutazioni di appropriatezza e adeguatezza sugli investimenti di modico o irrisorio importo, introducendo una presunzione di adeguatezza in tali circostanze.</p> <p>Inoltre, riterrebbe opportuno formalizzare i rapporti tra gestore ed intermediario attraverso la definizione di un apposito protocollo.</p> <p>Secondo Andaf, invece, in ragione delle specifiche caratteristiche di unicità dell'investimento in start-up innovative, anche in presenza di importi finanziari contenuti, i presidi MIFID dovrebbero essere addirittura interpretati nel modo più restrittivo/rigoroso possibile.</p> <p>Un esperto del settore rileva come la previsione di cui al comma 3 non sia di</p>	<p>Non si ritiene applicabile la modalità "<i>execution</i>"</p>
--	---	--

	<p>facile comprensione e chiede di chiarire che la raccolta di capitali tramite portali <i>on-line</i> possa essere svolta solo nella modalità “<i>all or nothing</i>” (ove l’aumento di capitale sarebbe pertanto inscindibile) giacché, diversamente, la rischiosità dell’investimento non potrebbe che aumentare a fronte di una sottoscrizione parziale dell’investimento rispetto al quale è stato presentato e valutato il <i>business plan</i>.</p> <p>Gli obblighi in questione sono ritenuti sproporzionati; pertanto alcuni rispondenti suggeriscono l’introduzione degli stessi limitatamente agli ordini di investimento superiori a una determinata soglia (ad es., a 1.000 euro o soglie più ridotte) (un esposto del settore, WeAreStarting, Alessandro Mattioli).</p> <p>A favore di alcune “semplificazioni procedurali” per investimenti di ridotto ammontare (2-3.000 euro annui; inferiori all’1% del patrimonio complessivo dell’investitore ovvero inferiori al 3% del reddito annuo del sottoscrittore o al 5% della capacità di risparmio annua dichiarata) si esprime anche AssoSIM.</p>	<p><i>only</i>” in ragione della complessità intrinseca degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta, essendo gli stessi illiquidi e di conseguenza altamente rischiosi.</p> <p>Secondo la costruzione presente nella normativa primaria, l’attività resa dal gestore è riconducibile alla ricezione e trasmissione di ordini in esenzione facoltativa rispetto all’applicazione della direttiva MiFID, come previsto dall’art. 3 della citata direttiva.</p> <p>L’attività svolta dagli intermediari che ricevono ordini dai gestori di portali appare quantomeno integrare la prestazione di servizi di investimento di</p>
--	---	--

	<p>Un rispondente, nel sottolineare l'eccessività di un approccio così paternalistico da parte della Consob, sottolinea che un investimento di cifre inferiori a 300 euro potrebbe essere assimilato ad una transazione di <i>e-commerce</i> più che ad una gestione del risparmio (un esperto del settore).</p> <p>Inoltre, lo stesso rispondente osserva che “Il regolamento della Consob sembra far riferimento più all’esecuzione di un ordine sul mercato [...] che non ad un aumento di capitali”.</p> <p>Federcasse propone di valutare una soglia di esenzione dagli obblighi MiFID stabilita in 5.000/10.000 euro su base annua per ciascun investitore persona fisica o 50.000/100.000 per persona giuridica. Alternativamente, si potrebbe valutare l’opportunità di consentire agli investitori di poter chiedere all’intermediario di avvalersi della modalità “<i>execution only</i>”. Per tale ultima possibilità si esprime anche Prestiamoci pur nella consapevolezza che occorrerebbe preservare le seguenti condizioni: a) non complessità degli strumenti finanziari; b) richiesta da parte dell’investitore.</p>	<p>tipo esecutivo. Resta ferma, in caso di operatività “sopra soglia”, la possibile configurazione di altri servizi, in ragione dell’attività concretamente svolta dall’intermediario nei confronti della clientela.</p> <p>Le modalità per il concreto perfezionamento delle adesioni alle offerte sono oggetto di informazioni per il tramite del portale, secondo i contenuti specificati nell’Allegato 3.</p>
--	--	---

Anche l'associazione **IBAN** propone di inserire un concetto di "gradualità" nella severità delle regole, distinguendo a seconda della raccolta superiore o inferiore a 500.000 euro, proponendo di introdurre un limite alla raccolta di fondi, limitandola nel massimo ad 1 milione di euro.

AssoSIM ritiene utile osservare che la trasmissione dell'ordine dal gestore del portale all'intermediario dovrebbe più propriamente essere inquadrata nell'ambito del servizio di ricezione e trasmissione ordini, servizio che richiederebbe la sola valutazione di appropriatezza, scongiurando in tal modo il rischio di "ingessare" eccessivamente il meccanismo di partecipazione degli investitori *retail* a tali iniziative, e snaturando il concetto di *crowdfunding*, inteso come strumento "snello" di accesso ai finanziamenti, pur nel rispetto delle regole di salvaguardia dell'investitore.

Assiom Forex ritiene che si possa verificare una duplicazione dei controlli sulla clientela, ritenendo utile una maggiore distinzione dei ruoli, per esempio limitando l'intervento dell'intermediario abilitato alla verifica della sottoscrizione da parte

dell'investitore *retail* delle avvertenze sui rischi delle operazioni pubblicate sul portale e la ratifica della correttezza del suscitato questionario di "pre-adequatezza".

ANASF ritiene opportuno indicare la possibilità, per gli intermediari, di avvalersi di promotori finanziari, sia per la raccolta delle proposte da parte del gestore del portale, sia per la promozione delle medesime.

Il Consorzio camerale per il credito e la finanza - CCIIA Milano ritiene opportuno predisporre preventivamente un elenco delle possibili modalità operative e dei mezzi di pagamento ammessi per la regolarizzazione delle transazioni.

Lo **studio legale Pedersoli e associati** suggerisce di valutare la possibilità di precisare quale sia il servizio di investimento di *default* prestato dall'intermediario, in assenza di diverso accordo tra le parti.

	<p>Paolo Baragatti chiede di specificare a quali servizi di investimento devono essere autorizzate le banche e le SIM per poter svolgere le attività di cui agli articoli 4 e 19 dello schema di regolamento.</p>	
<p style="text-align: center;">Art. 2018</p> <p style="text-align: center;"><i>(Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi)</i></p> <p>1. Il gestore garantisce assicura l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri.</p> <p>2. Ai fini dell'adempimento di quanto previsto dal comma 1 il gestore:</p> <p style="padding-left: 20px;">a) individua le fonti di rischio operativo e lee gestisce predisponendo procedure e controlli adeguati, anche al fine di evitare discontinuità operative;</p> <p style="padding-left: 20px;">b) predispone altresì appositi dispositivi di <i>backup</i>.</p> <p>3. In caso di discontinuità operativa che</p>	<p>Un esperto del settore, contrario all'imposizione di obblighi di adottare procedure, ritiene la disposizione in questione non coerente con il principio di proporzionalità e comunque eccessiva. Con particolare riferimento al comma 3, lo stesso rispondente ritiene che non ci siano i presupposti perché la Consob possa intervenire a regolare un aspetto del rapporto che si instaura fra il gestore e l'emittente.</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie suggerisce di sostituire il termine "garantisce" (che non chiarisce se si intenda porre a carico del gestore una obbligazione di mezzi o di risultato) con l'espressione "assicura".</p> <p>Lo studio propone di indicare, quale</p>	<p>Conformemente alle osservazioni pervenute dalla consultazione, sono state effettuate alcune modifiche formali all'articolo in commento.</p> <p>Si ritiene inoltre che le esigenze di protezione dell'investitore, soprattutto in un settore fino ad ora legislativamente ed operativamente "inesplorato" quale quello dell'<i>equity crowdfunding</i>, richieda – quanto meno in una fase iniziale – dei presidi di controllo per ridurre i relativi rischi operativi. Rimane tuttavia evidente che le valutazioni che verranno effettuate in sede di vigilanza terranno conto delle peculiarità dei gestori e saranno adeguate e proporzionate alle caratteristiche degli stessi.</p>

<p>abbia una durata superiore a ventiquattro ore, il gestore su richiesta dell'emittente attua un corrispondente prolungamento dell'offerta.</p>	<p><i>benchmark</i> per la valutazione dell'adeguatezza dei dispositivi di <i>backup</i>, quelli utilizzati dalle Sim.</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Art. 2119</u> <i>(Obblighi di riservatezza)</i></p> <p>1. Il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori di cui comunque disponga in ragione in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'emittente i cui strumenti finanziari sono stati oggetto dell'adesione e per le finalità connesse con il perfezionamento dell'offerta, nonché in ogni altro caso in cui l'ordinamento ne imponga o ne consenta la rivelazione.</p>	<p>Per un esperto del settore, tale disposizione nulla aggiunge rispetto agli obblighi già previsti dalla normativa in vigore in materia di trattamento di dati personali.</p>	<p>La disposizione in commento puntualizza gli obblighi di riservatezza in capo al gestore di portali - già previsti dalla normativa vigente - ed è volta a sancire l'esenzione nei confronti dell'emittente.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 2220</u> <i>(Obblighi di conservazione della documentazione)</i></p> <p>1. Il gestore è tenuto a conservare ordinatamente per almeno cinque anni, in formato elettronico ovvero cartaceo, copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale connessa alla gestione del portale,</p>	<p>Un esperto del settore, contrario all'imposizione di obblighi di adottare procedure, ritiene la disposizione in questione non coerente con il principio di proporzionalità e comunque eccessiva.</p> <p>Lo Studio legale Baker & McKenzie suggerisce di sostituire il termine "istruzioni" con l'espressione "adesioni".</p>	<p>Con riferimento alle osservazioni in merito all'eccessività di tali previsioni ed alla contrarietà delle stesse al principio di proporzionalità, si rimanda al commento relativo all'art. 18.</p> <p>Non si riscontrano particolari motivi per prevedere tempi di conservazione della documentazione più ampi di quelli previsti (cinque anni), in linea con le obbligazioni di natura civilistica.</p> <p>Sono state infine recepite alcune modifiche di</p>

<p>ivi inclusa:</p> <p>a) la ricezione delle degli ordini di adesione alle offerte svolte tramite il portale, e l'esercizio dei diritti di recesso e di revoca;</p> <p>b) la trasmissione delle istruzioni degli ordini alle banche e alle imprese di investimento ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;</p> <p>c) la ricezione delle conferme dell'avvenuta sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta;</p> <p>d) l'attestazione prevista dall'articolo 17, comma 5.</p>	<p>Inoltre lo stesso rispondente specifica che tra la documentazione da conservare dovrebbero includersi anche le eventuali comunicazioni di revoca delle adesioni degli investitori.</p> <p>Il Csig di Ivrea-Torino consiglia di prevedere termini più ampi di conservazione dei documenti.</p>	<p>natura formale richieste da alcuni rispondenti alla consultazione.</p>
<p style="text-align: center;">Art. 2321 <i>(Comunicazioni alla Consob)</i></p> <p>1. Il gestore trasmette senza indugio alla Consob le informazioni relative alle:</p> <p>a) variazioni dello statuto sociale;</p> <p>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</p>	<p>Un esperto del settore, contrario all'imposizione di obblighi di adottare procedure, ritiene la disposizione in questione non coerente con il principio di proporzionalità. Nello stesso senso lo Studio legale Cleary Gottlieb, che suggerisce di ridurre al minimo le comunicazioni alla Consob e di eliminare il comma 3 dell'art. 23.</p> <p>Per lo Studio legale Baker & McKenzie, con riferimento agli obblighi di cui alle</p>	<p>Con riferimento alle osservazioni in merito all'eccessività di tali previsioni ed alla contrarietà delle stesse al principio di proporzionalità, si rimanda al commento relativo all'art. 18.</p> <p>Si sottolinea che le comunicazioni alla Consob di cui all'articolo in commento sono state concepite come strumento necessario di vigilanza, che pertanto giustificano, a tutela degli stessi gestori, degli investitori e del mercato, le attività ivi richieste. Le specificazioni riguardanti i dati e le informazioni aggregate richieste saranno definite in</p>

<p>dall'articolo 98;</p> <p>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 109;</p> <p>d) comunicazioni ricevute ai sensi dell'articolo 10, comma 1;</p> <p>e) delibere di sospensione e di revoca dalla carica adottate ai sensi dell'articolo 1211, comma 2.</p> <p>2. Il gestore comunica senza indugio alla Consob le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività.</p> <p>3. Entro il 31 marzo di ciascun anno il gestore trasmette alla Consob:</p> <p>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</p>	<p>lettere b), c) e d) del comma 3 dell'art. 23, andrebbe specificato di quali dati ed informazioni aggregate si tratta (numerici, qualitativi).</p>	<p>sede di vigilanza.</p>
--	--	---------------------------

<p>circostanza;</p> <p>b) i dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse;</p> <p>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;</p> <p>d) i dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate.</p>		
<p>Titolo IV - Provvedimenti sanzionatori e cautelari</p> <p><u>Art. 2422</u></p> <p><i>(Provvedimenti cautelari)</i></p> <p>1. La Consob, in caso necessità e urgenza, può disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo massimo non superiore a 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</p>	<p>Secondo Marco Bava avverso il provvedimento cautelare dovrebbe prevedersi la facoltà di ricorrere ad un collegio del riesame, costituito presso il Tribunale ove ha sede il gestore.</p> <p>Andaf propone di prevedere misure cautelari o sanzionatorie nei confronti di portali che presentino evidenti lacune nel processo di selezione dei progetti.</p>	<p>La facoltà di prevedere un collegio del riesame presso i Tribunali esula dalle potestà regolamentari delegate alla Consob.</p> <p>La proposta di specifiche misure cautelari o sanzioni collegate ad evidenti lacune nel processo di selezione dei progetti appare non accoglibile in considerazione dell'eccessiva discrezionalità nelle valutazioni e per la indeterminatezza dei comportamenti sottesi.</p>

luogo alla radiazione dal registro.		
<p style="text-align: center;"><u>Art. 2523</u> (Sanzioni)</p> <p>1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 50-<i>quinquies</i>, comma 7, primo periodo, del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:</p> <p>a) la sospensione dell'attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;</p> <p>b) la radiazione dal registro in caso di:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale di rischio in assenza delle condizioni previste dall'articolo 2624 ovvero per conto di società diverse dalle <i>start-up</i> innovative, comprese le <i>start-up</i> a vocazione sociale, indicate come definite dall'articolo 125, commi 5-<i>decies</i> 2 e 4 del Testo Unico decreto; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro 	<p>Per un esperto del settore la restrizione di questa forma di raccolta alle <i>start-up</i> innovative è di dubbia legittimità costituzionale, considerata la difficoltà di giustificare un trattamento differenziato a favore di questi soggetti rispetto alle <i>start-up</i> di settori "tradizionali", con specifico riferimento al canale di raccolta di finanziamento in questione. La sanzione della radiazione prevista dall'articolo 25 appare dunque eccessiva.</p> <p>Lo studio legale Portolano Cavallo si interroga sulle conseguenze dei provvedimenti della Consob aventi quale destinatario il gestore nel caso in cui sia in corso una offerta di strumenti finanziari la cui sottoscrizione non sia stata completata. Secondo lo stesso rispondente, inoltre, si dovrebbero prevedere conseguenze diverse a seconda della causa che ha determinato l'irrogazione di una delle sanzioni (ad esempio: nel caso in cui la sanzione sia stata inflitta perché il gestore abbia continuato a svolgere attività di facilitazione</p>	<p>È opportuno sottolineare che le scelte relative all'ambito soggettivo di applicazione della regolamentazione in oggetto sono determinate dalla legislazione primaria.</p> <p>Si ritiene altresì che non vi siano necessità o motivazioni peculiari che possano giustificare conseguenze diverse a seconda della causa che abbia determinato l'irrogazione di una delle sanzioni ivi previste.</p> <p>Si chiarisce che in merito alle conseguenze dei provvedimenti della Consob aventi quale destinatario il gestore (i.e. radiazione), le offerte in corso si intendono decadute (vedasi anche il commento relativo all'art. 10).</p> <p>Con specifico riferimento ai diritti di recesso e di revoca si rimanda al commento relativo agli articoli 13 e 25.</p>

<p>ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi;</p> <p>4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero;</p> <p>5) trasmissione a banche e imprese di investimento di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore e per i quali il medesimo investitore ha esercitato legittimamente il diritto di recesso ovvero il diritto di revoca ai sensi dell'articolo 27;</p> <p>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;</p> <p>7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a);</p> <p>8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.</p>	<p>della raccolta di capitale di rischio, nonostante fossero venuti meno i requisiti di start up innovativa da parte dell'emittente, potrebbe essere ragionevole disporre la revoca dell'offerta per la parte non ancora sottoscritta e l'annullamento delle sottoscrizioni eseguite fino a quel momento, sul presupposto che i sottoscrittori in tanto abbiano aderito all'offerta in quanto la stessa avesse ad oggetto strumenti finanziari emessi da una start up innovativa; diversamente, nel caso in cui la sanzione sia irrogata perché il gestore abbia acquisito, anche temporaneamente, la disponibilità di somme di denaro di terzi, si potrebbe ipotizzare che l'offerta resti valida e che il processo di sottoscrizione continui utilizzando altro portale).</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie suggerisce di sostituire il termine "ordini" con l'espressione "adesioni".</p> <p>Di conseguenza, andrebbe anche sostituito il termine "recesso" (cfr. successivo articolo 26) con il termine "revoca", maggiormente appropriato alle adesioni.</p>	
---	---	--

<p style="text-align: center;">PARTE III - DISCIPLINA DELLE OFFERTE TRAMITE PORTALI</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 2624</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Condizioni per l'ammissione delle relative alle offerte sul portale)</i></p> <p>1. Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica:</p> <p>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;</p> <p>b) che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda:</p> <p>a) il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle</p>	<p><u>1) Valenza delle sottoscrizione della quota dell'offerta da parte di investitori professionali</u></p> <p>Alezio.net Consulting S.r.l. propone l'abrogazione della lettera a) dell'articolo in questione, non ritenendo che la partecipazione di un investitore professionale sia garanzia di maggiore affidabilità dell'offerta.</p> <p>Dello stesso avviso anche Confindustria, la quale ritiene che assoggettare le start-up a <i>due diligence</i> anche nel caso di investimenti - di ammontare non rilevante - di investitori professionali, appare una attività costosa e non condivisibile. Nello stesso senso lo Studio legale Osborne Clarke.</p> <p>Ad avviso dello Studio legale Hogan Lovells la sottoscrizione da parte di investitori professionali quale condizione per l'ammissione delle offerte sul portale potrebbe determinare una barriera all'ingresso nel mercato della raccolta di capitali <i>on-line</i> e, di conseguenza, costituire un freno allo sviluppo dell'attività oggetto</p>	<p>La necessità di assicurare la sottoscrizione di una quota degli strumenti finanziari offerti dalle start-up innovative da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori individuate dalla Consob (laddove l'offerta non sia riservata solo a clienti professionali) è prevista dalla legge delega (cfr. art. 100-ter, comma 2, del Testo Unico) e dunque non appare eliminabile dalla regolamentazione in commento, né appaiono argomentabili rimedi alternativi che non assicurerebbero l'assolvimento di tale condizione.</p> <p>Detto ciò, al fine di consentire una maggiore apertura alla concorrenza, nonché per non "vincolare" le offerte alla previa sottoscrizione della quota predeterminata da parte di investitori professionali, si è ritenuto opportuno modificare la disposizione in commento, stabilendo che l'offerta possa essere ammessa sul portale anche senza che la "quota riservata" sia preventivamente sottoscritta da investitori professionali, ma il perfezionamento dell'offerta dovrà essere subordinato a tale sottoscrizione. In altre parole, la sottoscrizione della quota in questione è da considerarsi come condizione di efficacia dell'offerta.</p> <p>Con tale modifica si intende ridurre il rischio di ostacolare la raccolta, consentendo la presentazione</p>
--	--	--

<p>proprie partecipazioni nonché le relative modalità e condizioni di esercizio nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all’offerta, trasferiscano il controllo a terzi lo statuto o l’atto costitutivo dell’emittente preveda, 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 diversi da 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. 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;</p>	<p>del regolamento sia in ragione dei costi di intermediazione che da tale previsione deriverebbero che della oggettiva difficoltà di reperire soggetti disposti a sottoscrivere l’offerta. Per quanto una tale preventiva sottoscrizione presenti dei vantaggi in termini di valutazione dell’offerta e di riduzione delle asimmetrie informative non è certo che, come anche emerso dall’indagine conoscitiva, la sottoscrizione da parte di un investitore professionale assolve, per l’investitore non professionale, quel ruolo di garante dell’affidabilità dell’offerta.</p> <p>Nella medesima direzione, intendendo tale requisito come condizione per il perfezionamento dell’offerta, anche: Studio Legale Cocchi, Alezio.Net Consulting s.r.l., un esperto del settore, Studio De Mari, Gualtiero Nicotra, Alessandro Mattioli, Studio legale Osborne Clarke, Studio legale Pedersoli e associati, SiamoSoci, AssoSIM, Studio legale Watson, Farley & Williams, AIFI, Consorzio camerale per il credito e la finanza-CCIAA di Milano. Più in particolare, quest’ultimo rispondente</p>	<p>al pubblico di offerte non ancora sottoscritte da investitori professionali. Va sottolineato che in tal modo non si potrà assicurare l’effetto benefico di affidamento che per gli investitori <i>retail</i> può rappresentare la sottoscrizione di un soggetto esperto e più sofisticato; tuttavia, le risposte al questionario in fase di pre-consultazione hanno evidenziato come il 41% dei rispondenti non consideri il “co-investimento” degli investitori professionali uno strumento in grado di fornire adeguate garanzie sull’affidabilità della start-up innovativa.</p> <p>Non si ritiene di regolare la possibilità che gli investitori professionali che aderiscono alle offerte assumano l’obbligo di sottoscrivere quote ulteriori della medesima offerta, al superamento o meno di</p>
--	--	--

<p>b) la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'emittente.</p> <p>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 <i>start-up</i> innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto.</p>	<p>propone di valutare l'opportunità di prevedere un obbligo residuale di sottoscrizione a carico degli investitori professionali una volta che le sottoscrizioni abbiano superato una determinata soglia prestabilita, sottoscrivendo e versando le quote eventualmente mancanti per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato.</p> <p>Per Lorenzo Zabban ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale andrebbero legittimate anche le start-up innovative nel cui capitale sociale sia già presente una quota (pari almeno al 5%) posseduta da investitori professionali, in quanto già garanzia di un vaglio preventivo da parte di questi ultimi.</p> <p>Per un esperto del settore sarebbe preferibile limitarsi a rendere efficace l'accettazione dell'investitore non professionale solo se e quando la quota predeterminata sia stata raggiunta.</p> <p>Lo studio legale Baker & McKenzie propone di inserire un <i>lock-up</i> a carico degli investitori qualificati di durata pari a quello per gli azionisti di controllo. Nello</p>	<p>una soglia predeterminata; tuttavia, tale possibilità può comunque rappresentare una condizione dell'offerta oppure l'oggetto di un successivo accordo negoziale fra le parti.</p> <p>Si specifica inoltre che la possibilità di prevedere un obbligo residuale di sottoscrizione per i clienti professionali esula dalla delega legislativa in capo alla Consob.</p> <p>La possibilità di inserire un <i>lock-up</i> a carico degli investitori qualificati di durata pari a quello per gli azionisti di controllo non è contemplata dalla delega legislativa. Tuttavia appare opportuno rilevare che</p>
---	---	---

	<p>stesso senso lo studio legale DLA Piper. Quest'ultimo auspica inoltre l'inserimento di una previsione in merito alla <i>disclosure</i> dei patti parasociali che non siano già riflessi negli statuti.</p> <p><u>2) Soglia della sottoscrizione da parte di investitori professionali</u></p> <p>Lo studio legale Hogan Lovells, unitamente al Csig di Ivrea-Torino, propone di ridurre la soglia dal 5 al 2% in correlazione alla previsione di condizione di ammissibilità sul portale che essa rappresenta.</p> <p>Lo Studio legale Osborne Clarke propone la riduzione di tale impegno all'1%.</p> <p>Assiom Forex propone di introdurre un limite massimo alla partecipazione degli investitori istituzionali al fine di evitare che gli stessi possano assumere una posizione di controllo sulla start-up.</p> <p>Alla stessa stregua si suggerisce di prevedere, quale requisito di ammissione/ammissibilità dell'offerta, che l'emittente fornisca informazioni in merito</p>	<p>un incentivo al mantenimento della partecipazione almeno per i primi due anni potrebbe derivare dalle disposizioni relative alla decadenza dai benefici fiscali di cui all'art. 29 del D.L. 179/12: tali benefici fiscali, infatti, decadono – comportando l'obbligo di restituzione dell'importo detratto dall'imposta ovvero la ripresa a tassazione dell'importo dedotto dal reddito imponibile, unitamente agli interessi legali – in caso di cessione, anche parziale, dell'investimento effettuata entro i primi due anni dalla sottoscrizione.</p> <p>Una previsione in merito alla <i>disclosure</i> dei patti parasociali è stata inserita nel comma 1, lett. b) dell'articolo in commento.</p> <p>La percentuale del 5% quale quota da riservare agli investitori professionali appare ragionevole, anche alla luce delle risposte pervenute alla Consob in sede di indagine conoscitiva ed alla luce degli ulteriori studi effettuati sulla dimensione quantitativa del fenomeno. Tale percentuale infatti appare idonea a rispettare le indicazioni della legge delega e selezionare le offerte meritevoli sul</p>
--	---	---

	<p>all'eventuale esistenza di contratti, contenuti o vincoli tali da condizionare l'autonomia e/o la redditività della start-up.</p> <p>Domenico De Luca propone di rimuovere totalmente la necessità di investimento del 5% da parte di investitori professionali.</p> <p>Daniilo De Mari suggerisce di prevedere una raccolta di ammontare minore laddove non vi sia alcun investitore professionale.</p> <p>Lo studio legale Simmons&Simmons propone, come alternativa alla sottoscrizione di una quota predefinita da parte di investitori professionali, di considerare: (i) la possibilità di prevedere che il 5% finanziato dall'investitore professionale possa essere un finanziamento <i>tout court</i> (eventualmente a condizioni "agevolate"), che non comporti cioè l'attribuzione, in contropartita, di azioni o quote della start-up innovativa, ovvero (ii) la possibilità del rilascio di un parere da parte di società di consulenza/esperti del settore in merito alla bontà del progetto, chiedendo inoltre se il soddisfacimento di detta condizione sia necessario anche in ipotesi di offerte successive alla prima lanciate da uno stesso emittente e relative</p>	<p>mercato senza tuttavia "snaturare" le caratteristiche del <i>crowdfunding</i> e dunque l'apertura del capitale di rischio agli investitori <i>retail</i>.</p> <p>In stretta aderenza al dettato normativo non si è ritenuto di adottare altri schemi alternativi alla sottoscrizione della suddetta quota di investimento da parte degli investitori professionali o della ulteriore categoria di investitori delineata.</p> <p>Per quanto in particolare concerne il tema della parità di trattamento dei soggetti destinatari dell'offerta e delle asimmetrie informative, si specifica che la normativa primaria non preclude la possibilità di offerte riservate interamente a investitori professionali. Allo stesso tempo non può escludersi che l'emittente consenta la sottoscrizione di strumenti partecipativi al proprio capitale antecedentemente alla conduzione di un'offerta tramite portale. Ad ogni modo, si ritiene che trattasi di ipotesi da non ricomprendere nel perimetro di applicazione della regolamentazione <i>de qua</i>, in quanto la parità di trattamento ha soltanto ragione di essere garantita nell'ambito della singola offerta, fra tutti colori che potenzialmente possono aderirvi.</p>
--	--	---

	<p>allo stesso progetto.</p> <p>Il medesimo studio pone, inoltre, una serie di problemi di ordine pratico, rispetto ai quali sollecita l’inserimento di apposite previsioni: a) come calcolare il 5% qualora l’offerta non sia definita nell’ammontare massimo e nelle ipotesi in cui la società emittente decida, successivamente, di aumentare l’ammontare complessivo dell’offerta; b) come calcolare tale quota in presenza di offerte “parcellizzate”; c) quale trattamento riservare alle somme depositate dagli investitori in pendenza di offerta.</p> <p>Prestiamoci, infine, evidenzia il rischio che gli investitori professionali, in quanto sopportano minori asimmetrie informative rispetto ai <i>retail</i>, possano concentrare i propri investimenti sui progetti migliori, riducendo le possibilità di investimento da parte dei <i>retail</i>, e limitarsi all’investimento minimo del 5% negli altri casi (<i>adverse selection</i>).</p> <p><u>3) Disposizioni in materia di controllo della start-up</u></p> <p>Secondo Confindustria, la previsione</p>	<p>La qualità dei progetti dovrebbe essere uno stimolo anche per gli investitori professionali ad investire nelle start-up innovative più meritevoli, incentivando la concorrenza nel settore.</p> <p>Nel caso di offerte promosse su più portali, l’interlocuzione fra i diversi gestori consentirà di verificare il rispetto della quota minima del 5% da sottoscrivere da parte di investitori professionali, mentre il rispetto di tale soglia nelle offerte, che non definiscano un ammontare massimo, andrà verificato con riferimento alla somma totale raccolta nel momento di conclusione dell’offerta.</p> <p>Per il trattamento delle somme depositate in corso di offerta si rinvia a quanto previsto dall’art. 25.</p> <p>Per quanto concerne i limiti temporali del diritto di</p>
--	---	--

	<p>relativa alle clausole convenzionali di recesso o di <i>tag along</i> rischierebbe di comprimere l'autonomia statutaria degli emittenti; volendo comunque salvaguardare la certezza del diritto (e non rimettere ogni scelta alla discrezionalità degli emittenti) sarebbe pertanto auspicabile prevedere che l'obbligo di integrazione dello statuto mediante le clausole in questione sia da riferire alle sole ipotesi in cui le partecipazioni cedute corrispondano al 50% + 1 del capitale.</p> <p>Per lo Studio legale Cleary Gottlieb il riferimento temporale posto a base della norma potrebbe portare, in alcuni casi, alla paradossale conseguenza di eliminare la tutela in favore delle minoranze proprio quando essa sarebbe maggiormente utile. Si pensi al caso della società che perda i requisiti di "start-up innovativa" in quanto il valore della produzione annua ecceda la soglia indicata dall'art. 25, comma 2 del d.l. n. 179/2012. In tale ipotesi (che corrisponde ad un successo dell'impresa), se i soci di controllo intendessero cedere la partecipazione a terzi, le clausole di recesso o co-vendita potrebbero non essere più operanti. Si suggerisce di riformulare la disposizione prevedendo eventualmente un limite temporale fisso e predefinito. Si</p>	<p><i>exit</i>, l'eventuale applicabilità degli stessi anche per un periodo superiore ai quattro anni (e dunque anche una volta persa la qualifica di start-up innovativa) è rimessa alle scelte statutarie. Si è ritenuto comunque opportuno inserire un periodo temporale minimo predefinito (almeno tre anni dall'offerta) durante il quale sono assicurati statutariamente i diritti di <i>exit</i> per gli investitori in caso di cambio di controllo societario dell'emittente.</p> <p>Si rammenta inoltre che la descrizione delle modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta dovrà essere fornita conformemente a quanto disposto dall'allegato 3, così come modificato alla luce dei commenti ricevuti in fase di consultazione.</p> <p>Infine, si specifica che laddove la società emittente</p>
--	--	--

	<p>chiede comunque di valutare se una tutela informativa, come sembra suggerire l'esito della consultazione, non sia sufficiente, almeno per i sottoscrittori di azioni o quote al di sotto di una certa soglia.</p> <p>Lo studio legale Pedersoli e associati propone di prevedere in modo esplicito il periodo durante il quale i diritti di <i>exit</i> possono essere esercitati sussistendone i presupposti.</p> <p>Lo Studio legale Hogan Lovells chiede di prevedere specifiche esenzioni per i trasferimenti <i>mortis causa</i> o di cessioni tra familiari.</p> <p>Per un esperto del settore sarebbe opportuno aggiungere che tuttavia il diritto di recesso o di co-vendita non debba essere previsto qualora il controllo sia trasferito a soggetti già presenti nella compagine sociale al tempo dell'offerta sul portale (es. <i>venture capitalist</i> o <i>angel investor</i>) ovvero in presenza di una situazione di crisi della start-up.</p> <p>Assonime osserva che le forme di tutela dell'investitore previste dall'articolo in</p>	<p>perda i requisiti di start-up innovativa, la stessa non potrà più essere soggetta alle disposizioni di cui al D.L. 179/12, e di conseguenza del regolamento Consob oggetto di commento, e non potrà più usufruire delle previsioni (agevolazioni fiscali, deroghe al diritto societario, regime agevolato per i rapporti di lavoro ecc.) ivi previste.</p> <p>Per le osservazioni in merito all'introduzione dei <i>business angels</i> e dei <i>venture capitalist</i> nelle "particolari categorie di investitori" individuate dalla Consob (cfr. art. 100-ter del Testo Unico), si rinvia al commento relativo all'articolo 2.</p> <p>Si ritiene che le clausole di recesso o di <i>tag along</i> sono volte alla piena tutela dell'investitore <i>retail</i> in caso di cambio di controllo societario e che le stesse debbano trovare applicazione in tutti i casi (anche per esigenze di certezza del diritto ed uniformità di trattamento), non potendo essere limitate soltanto a specifiche situazioni, fatte salve le ipotesi di successione <i>mortis causa</i> e di cessione intra-familiare.</p>
--	---	--

	<p>commento dovrebbero essere rimesse all'autonomia delle parti ovvero, in subordine, limitate solo ai casi in cui la cessione sia effettuata a soggetti che non facciano già parte della compagine sociale.</p> <p>WeAreStarting ritiene infine che lo statuto o l'atto costitutivo delle start-up innovative debba prevedere anche una tutela nel caso di operazioni che vadano a diluire la partecipazione degli investitori che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari offerti tramite portale.</p>	<p>Le forme di tutela previste in tale articolo sono state oggetto di specifica delega regolamentare da parte del decreto al fine di “<i>tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all’offerta</i>” (art. 100-ter del Testo Unico); pertanto si è ritenuto non compatibile con lo spirito del D.L. 179/12 rimettere all'autonomia delle parti tali forme di tutela per gli investitori.</p> <p>Si ritiene che una tutela rispetto al caso di diluizione delle partecipazioni degli aderenti alle offerte, oltre ad essere estranea alla delega regolamentare conferita alla Consob, non sia confacente alle caratteristiche del fenomeno.</p> <p>Infine, con riferimento alle ulteriori criticità pervenute in sede di consultazione, formulate in merito alle previsioni dettate dalla normativa primaria, si ritiene di non poter fornire risposta alle stesse in quanto esulano dalle competenze della Consob.</p>
--	--	---

<p style="text-align: center;"><u>Art. 2725</u></p> <p style="text-align: center;"><i>(Costituzione della provvista e diritto di revoca)</i></p> <p>1. La provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte è costituita nel conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini. La valuta di effettivo addebito non può essere anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori.</p> <p>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</p>	<p>Il Csig di Ivrea-Torino consiglia di rafforzare in senso estensivo il diritto di revoca. Lo stesso rispondente sostiene l'opportunità di prevedere un diritto di recesso esercitabile da parte del piccolo investitore nel caso di modifiche dell'offerta.</p>	<p>Allo scopo di assicurare il regolare ed ordinato svolgimento dell'offerta anche sotto il profilo della corretta gestione delle transazioni e della sicurezza dei relativi pagamenti, è stato specificato che la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione impartiti dagli investitori deve essere costituita dall'investitore in un conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento che provvedono a curare il perfezionamento degli ordini.</p> <p>Il citato obbligo trova applicazione sia in caso di investimenti al di sotto delle soglie indicate dall'art. 17 sia nell'ipotesi di operatività al di sopra dei citati limiti.</p> <p>È stato inoltre specificato che in caso di legittimo esercizio del diritto di revoca o di recesso, i fondi verranno ritrasferiti all'investitore.</p> <p>Da ultimo si ritiene di non estendere il diritto di revoca a casi diversi da quelli indicati nel comma 2, essendo lo stesso connesso a fatti sopravvenuti atti a influire sulla decisione dell'investimento. Anche per quanto concerne il diritto di recesso, quest'ultimo è un diritto assoluto, non limitabile a casi specifici, da esercitarsi entro il termine previsto dall'articolo 13, comma 5.</p>

<p>esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.</p> <p>3. Nei casi di esercizio del diritto di recesso o del diritto di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta, i fondi relativi alla provvista di cui al comma 1 tornano nella piena disponibilità degli investitori.</p>		
<p><u>Allegati 1-3</u></p>	<p>Un esperto del settore propone la cancellazione dei tre allegati in ragione delle critiche già espresse con riferimento all'introduzione di obblighi (in particolare predisposizione di procedure da parte del gestore) che non appaiono proporzionati alle caratteristiche del fenomeno da regolare.</p> <p>Con particolare riguardo ai contenuti dell'Allegato 3, sostiene inoltre che sussiste un problema per quanto concerne gli investitori professionali, dato che questi</p>	<p>Con riferimento alle critiche in merito all'introduzione di obblighi procedurali e sull'applicazione del principio di proporzionalità, si rimanda al commento dell'art. 18 che precede.</p> <p>Si rinvia inoltre al commento relativo all'articolo 17.</p>

	<p>potrebbero avere interesse a mantenere riservata la propria identità. Pertanto, la previsione costituirebbe un disincentivo alla loro partecipazione alle offerte.</p> <p>Secondo il Consorzio camerale per il credito e la finanza – CCIAA Milano e Federcasse la data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori dovrebbe far parte obbligatoriamente della scheda di sintesi, prevedendosi altresì che la data di addebito non sia mai anteriore alla data di sottoscrizione degli strumenti.</p>	
--	--	--

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

A) Domanda per l'iscrizione nel registro

1. La domanda di iscrizione nel registro, sottoscritta dal legale rappresentante della società, indica la denominazione sociale, la sede legale e la sede amministrativa della società, la sede della stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti comunitari, il nominativo e i recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati.
2. La domanda di iscrizione nel registro è corredata dei seguenti documenti:
 - a) copia dell'atto costitutivo e dello statuto corredata da dichiarazione sostitutiva resa ai sensi del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445 della certificazione di vigenza rilasciata dall'Ufficio del registro delle imprese;
 - b) elenco dei soggetti che detengono il controllo con l'indicazione delle rispettive quote di partecipazione in valore assoluto e in termini percentuali con indicazione del soggetto per il tramite il quale si detiene la partecipazione per le partecipazioni indirette;
 - c) la documentazione per la verifica dei requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo della società:
 - i) *per le persone fisiche:*
 - dichiarazione sostitutiva di atto notorio/certificazione (ai sensi degli articoli 46 e 47 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445) attestante l'insussistenza di una delle situazioni di cui all'articolo 8 del Regolamento;
 - dichiarazione sostitutiva resa ai sensi dell'art. 46 del decreto del Presidente della Repubblica 28 dicembre 2000, n. 445 della certificazione del registro delle imprese recante la dicitura antimafia.
 - ii) *per le persone giuridiche:*
 - verbale del consiglio di amministrazione o organo equivalente da cui risulti effettuata la verifica del requisito in capo agli amministratori e al direttore ovvero ai soggetti che ricoprono cariche equivalenti nella società o ente partecipante.

- d) elenco nominativo di tutti i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione direzione e controllo;
- e) il verbale della riunione nel corso della quale l'organo di amministrazione ha verificato il possesso dei requisiti di professionalità e di onorabilità per ciascuno dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di amministrazione, direzione e controllo corredato dei relativi allegati;
- f) una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa redatta secondo lo schema riportata all'Allegato 2.

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

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

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 ~~e/o l'affidamento di tali attività a terzi~~;
2. l'attività di consulenza eventualmente prestata in favore delle *start up* innovative in materia di analisi strategiche e valutazioni finanziarie, di strategia industriale e di questioni connesse;
3. ~~le modalità di pubblicazione delle~~ **se intende pubblicare** informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dalle *start-up* innovative i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale ~~e/o dei report~~ periodici sull'andamento ~~degli stessi eventualmente disposti a favore degli investitori~~ **delle medesime società**;
4. se intende predisporre eventuali meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale ovvero di rilevazione dei prezzi delle eventuali transazioni aventi ad oggetto tali strumenti finanziari;
5. se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra la *start-up* innovativa e gli investitori o tra gli investitori;
6. altre eventuali attività.

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 ~~informativi~~ di cui agli articoli **13**, 14, 15, e ~~16 e 17~~ del presente regolamento;
4. i sistemi per gestire gli ordini raccolti dagli investitori ed in particolare per assicurare il rispetto delle condizioni di cui all'articolo ~~18~~**17**, comma 2, del presente regolamento;
5. le modalità per la trasmissione a banche e imprese di investimento degli ordini raccolti dagli investitori;
6. una descrizione della infrastruttura informatica predisposta per la ricezione e trasmissione degli ordini degli investitori (affidabilità del sistema, *security, integrity, privacy, etc.*);
7. il luogo e le modalità di conservazione della documentazione;
8. la politica di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse;
9. la politica per la prevenzione delle frodi e per la tutela della *privacy*;
10. **l'eventuale** affidamento a terzi:
 - a. ~~dell'eventuale della~~ strategia di selezione delle offerte da presentare sul portale, specificando l'ampiezza e il contenuto dell'incarico nonché le misure per assicurare il controllo sulla attività affidata e per mitigarne i connessi rischi. In tale sede, andrà specificato l'eventuale presenza di incarichi della specie ricevuti da altri gestori di portale, indicando l'ampiezza e il contenuto degli stessi;
 - 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. eventuali altre attività o servizi affidati a terzi;~~
- 11. l'eventuale presenza di incarichi di selezione delle offerte ricevuti da altri gestori, indicando l'ampiezza e il contenuto degli stessi;**

~~descrizione dei principali investimenti programmati, attuati ovvero in corso di attuazione ai fini dello svolgimento dell'attività;~~

~~descrizione dei fattori strategici e di mercato che conducono alla realizzabilità del progetto di avvio dell'attività, con particolare riferimento al volume di affari e al conseguente fatturato realizzabili nel corso dei successivi due esercizi;~~

12. ~~i criteri e le politiche di remunerazione del gestore~~ **la struttura delle commissioni per i servizi offerti dal gestore;**

~~illustrazione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria attesa dallo svolgimento dell'attività nei primi due esercizi.~~

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

INFORMAZIONI SULLA SINGOLA OFFERTA

1. Avvertenza

Il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: “*Le informazioni sull’offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L’emittente è l’esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l’attenzione dell’investitore che l’investimento in strumenti finanziari emessi da start-up innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto.*”.

2. Informazioni sui rischi

a) ~~D~~Descrizione dei rischi specifici dell’emittente e dell’offerta.

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

- a) descrizione dell’emittente, del progetto industriale con indicazione del settore di utilità sociale in caso di *start-up* innovative a vocazione sociale, del relativo *business plan* e indicazione del collegamento ipertestuale al sito *internet* dell’emittente ove reperire le informazioni richieste dall’articolo 25, commi 11 e 12, del decreto;
- b) descrizione degli organi sociali e del *curriculum vitae* degli amministratori;
- e) ~~informazioni sulla durata dei benefici fiscali in relazione alla decadenza dal possesso dello status di start-up innovativa;~~
- c) la descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell’offerta, dei diritti ad essi connessi e delle relative modalità di esercizio;
- d) descrizione delle clausole predisposte dall’emittente con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all’offerta (le modalità per la *way out* dall’investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto, eventuali clausole di *lock up* e *put option* a favore degli investitori, ecc.) con indicazione della durata delle medesime, nel rispetto dell’articolo ~~26~~**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 ~~26~~**24**, con indicazione della relativa identità di questi ultimi;
- c) indicazione di eventuali costi o commissioni posti a carico dell'investitore, ivi incluse le eventuali spese per la successiva trasmissione degli ordini a banche e imprese di investimento;
- d) descrizione delle **modalità di calcolo della quota riservata agli investitori professionali o alle altre categorie di investitori previste dall'articolo 24, nonché delle** modalità e della tempistica di pubblicazione delle informazioni sullo stato delle adesioni all'offerta;
- e) indicazione delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, e descrizione delle modalità e della tempistica per l'esecuzione dei medesimi, **nonché della sussistenza di eventuali conflitti di interesse in capo a tali banche e imprese di investimento;**
- f) **informazioni in merito al conto indisponibile acceso ai sensi dell'articolo 17, comma 6, alla data di effettivo addebito dei fondi sui conti dei sottoscrittori;**
- g) **informazioni in merito alle modalità di restituzione dei fondi nei casi di legittimo esercizio dei diritti di recesso o di revoca, nonché nel caso di mancato perfezionamento dell'offerta;**
- h) termini e condizioni per il pagamento e l'assegnazione/consegna degli strumenti finanziari sottoscritti;
- i) informazioni sui conflitti di interesse connessi all'offerta, ivi inclusi quelli derivanti dai rapporti intercorrenti tra l'emittente e il gestore del portale, coloro che ne detengono il controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo nonché gli investitori professionali **o le altre categorie di investitori previste dall'articolo 24**, che hanno **eventualmente** già sottoscritto la quota degli strumenti finanziari ad essi riservata;
- j) informazioni sullo svolgimento da parte dell'emittente di offerte aventi il medesimo oggetto su altri portali;
- k) **la legge applicabile e il foro competente;**
- l) **la lingua o le lingue in cui sono comunicate le informazioni relative all'offerta.**

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

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

* * *

[Sono inoltre definiti alcuni requisiti qualitativi della scheda dell'offerta]

Le informazioni sull'offerta sono facilmente comprensibili da un investitore ragionevole e sono fornite attraverso l'utilizzo di un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro, conciso, ricorrendo laddove possibile, all'utilizzo di termini del linguaggio comune. Le informazioni sono altresì rappresentate in modo da consentire la comparabilità delle offerte svolte tramite il portale.

La presentazione e la struttura del documento devono agevolare la lettura da parte degli investitori, anche attraverso la scrittura in caratteri di dimensione leggibile. Tale documento è di lunghezza non superiore a cinque pagine in formato A4. Qualora vengano usati colori o loghi caratteristici della società, essi non compromettono la comprensibilità delle informazioni nei casi in cui il documento contenente le informazioni relative all'offerta venga stampato o fotocopiato in bianco e nero.