

Il Dossier 4



CONSORZIO CAMERALE
PER IL CREDITO E LA FINANZA
D.M.3/7/1986 - D.M. 22/4/1997 - D.M. 3/2/2005

Il Regolamento sull'equity crowdfunding

Luglio 2013

I Dossier del Consorzio

N.4, Anno 4, Luglio 2013

Il Regolamento sull'equity crowdfunding

Premessa	1
1. Cos'è il crowdfunding?	3
2. L'equity crowdfunding	4
3. Le società emittenti	5
4. Gli investitori professionali	7
5. Gli investitori non professionali	9
6. La tutela degli investitori non professionali	11
7. I gestori dei portali	13
8. L'iscrizione al registro dei gestori	15
9. I provvedimenti a carico dei gestori	16



Presidente
Direttore
Coordinatore

Carlo Sangalli
Pier Andrea Chevallard
Roberto Calugi

Dossier a cura di

Gianmarco Paglietti

Premessa

Il 12 luglio 2013 la Consob ha pubblicato il testo definitivo del Regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start up innovative tramite portali on-line, meglio noto come equity crowdfunding.

Il nostro è il primo Paese a dotarsi di una normativa ad hoc sul fenomeno, anticipando anche gli Stati Uniti che ancora non hanno definito la disciplina in materia. Per certi versi, si può affermare che la regolamentazione ha anticipato il pieno sviluppo del mercato che è, invece, ancora in una fase embrionale.

E' importante sottolineare le modalità attraverso cui si è giunti alla pubblicazione del Regolamento: esso rappresenta, infatti, la conclusione di un percorso condiviso iniziato alla fine di marzo con la pubblicazione della bozza e continuato con una consultazione pubblica a cui hanno partecipato 45 soggetti, tra cui il gruppo di lavoro istituito dal Consorzio camerale e dalla Camera di commercio di Milano e formato da rappresentanti delle istituzioni camerali e da operatori ed esperti del settore.

Il percorso di condivisione della bozza di Regolamento, la sua discussione e la presentazione di proposte integrative da parte di chi ha partecipato alla consultazione hanno permesso di affinare, in parte, il testo e di superare alcuni ostacoli che potevano, in qualche modo, rendere oltremodo difficoltoso l'avvio e lo sviluppo dello strumento. Basti citare la norma relativa alla sottoscrizione preventiva di una quota di capitale da parte di investitori professionali o quella sull'applicazione della normativa MIFID che sono state riviste e mitigate tenendo conto proprio dei commenti che il nostro gruppo di lavoro, insieme ad altri partecipanti alla consultazione pubblica, hanno sottoposto alla Consob.

Il Regolamento disciplina alcuni importanti aspetti legati alla raccolta di capitali di rischio da parte delle start up innovative tramite portali Internet, in primis quello della tutela dei piccoli investitori sia dal rischio di truffe e raggiri, sia dal pericolo di assumere decisioni di investimento avventate e non consapevoli. Al tempo stesso definisce i doveri e i requisiti che devono essere rispettati dai gestori dei portali e indica i parametri di trasparenza e informazione che devono essere garantiti ai piccoli investitori.

Diventa meno condizionante il ruolo disegnato per gli investitori professionali, il cui appoggio continua a essere determinante per perfezionare e chiudere la raccolta di capitali da parte delle start up ma non è più discriminante per permettere loro di presentare i propri piani di business sui portali online.

Si tratta, come si è detto, del primo tentativo su scala internazionale di garantire una cornice giuridica all'equity crowdfunding, definendo diritti e doveri dei soggetti che a vario titolo sono coinvolti nelle operazioni di finanziamento. Come tutti i primi tentativi, anche questa disciplina potrà senza dubbio essere ulteriormente affinata, anche in base alle esperienze concrete che si andranno a configurare nei prossimi mesi.

Un primo possibile miglioramento, che già abbiamo evidenziato in più occasioni, è quello relativo al target di soggetti beneficiari della normativa. Il Regolamento, infatti, derivando da quanto previsto nel Decreto sviluppo bis varato dal precedente Governo, ha limitato l'accessibilità di questo strumento alle sole start up innovative. E' auspicabile che questo limite normativo, che oggi circoscrive il potenziale bacino di beneficiari alle circa 1.000 start up innovative già iscritte alle sezioni speciali del Registro imprese, possa essere presto superato, permettendo l'accesso ai portali anche alle start up operanti in settori più tradizionali ma comunque strategici per il nostro paese e, a regime, a tutte le PMI portatrici di progetti imprenditoriali nuovi e appetibili per la platea potenziale di piccoli investitori presenti nel nostro Paese. Sarebbe senza dubbio un segnale importante, soprattutto in questa fase di passaggio da un sistema basato su un forte indebitamento delle imprese verso le banche a un sistema caratterizzato, gioco forza, da una minor leva finanziaria e da una più diversificata gamma di fonti di finanziamento per le PMI.

Si è avuto modo di sottolineare più volte che il sistema camerale può giocare un ruolo importante nel supportare lo sviluppo dell'equity crowdfunding. Un primo ambito di intervento è a livello informativo, ad esempio attraverso un servizio di accompagnamento dei neo imprenditori intenzionati a presentare la propria proposta imprenditoriale su un portale online. Un secondo ambito di intervento può prevedere un sostegno finanziario per facilitare il superamento della fase di primo sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale, anche attraverso un sistema di tutoraggio che abbinati l'aspetto formativo e quello finanziario. Una terza linea di intervento può riguardare il supporto per la predisposizione e il funzionamento di piattaforme online dedicate, anche attraverso la messa a disposizione delle proprie informazioni e delle competenze in materia di valutazione delle performance e di monitoraggio del mercato. E' da valutare, infine, la fattibilità di interventi in qualità di investitori "professionali", ad esempio attraverso veicoli ad hoc, quali SGR o soggetti simili, che possano mettere in campo le necessarie esperienze.

1

Cos'è il crowdfunding?

Il crowdfunding è uno strumento di finanziamento dal “basso” che permette a micro e piccoli imprenditori di raccogliere capitali sul mercato, attraverso canali alternativi o complementari ai tradizionali finanziamenti bancari o alle quotazioni sui mercati finanziari.

Caratteristica principale del fenomeno è quella di raccogliere capitali presso una moltitudine di piccoli risparmiatori che realizzano investimenti di piccola entità per sovvenzionare progetti o iniziative imprenditoriali, culturali o sociali. Il crowdfunding opera generalmente attraverso l'utilizzo di **portali on-line** dedicati, valorizzando le opportunità offerte da Internet.

Si è soliti classificare il crowdfunding secondo quattro categorie: donazioni, reward based, social lending ed equity based.

Le **donazioni** consistono nel finanziamento a “fondo perduto” di iniziative a sfondo etico, sociale, culturale e politico. Non danno diritto a ricompense o rendite finanziarie.

Il **reward based crowdfunding** consiste nella raccolta di capitali presso il pubblico a cui il promotore del progetto offre una ricompensa di varia natura (servizi, prodotti, citazioni pubbliche, ecc).

Il **social lending** consiste in prestiti concessi da privati a privati per finanziare progetti di varia natura, remunerati con interessi. Generalmente, il tasso di interesse applicato è inferiore (anche notevolmente) al tasso di mercato e il prestatore può anche rinunciare.

L'**equity crowdfunding**, oggetto del Regolamento Consob, consiste, invece, nell'acquisizione di quote societarie di imprese a fronte del versamento di risorse finanziarie.

Riuscire a fornire dati aggiornati sul fenomeno a livello mondiale è difficile poiché la nascita di nuovi portali e la crescita del mercato procedono molto rapidamente. A fine 2012, secondo i dati disponibili in rete, il loro numero aveva ormai superato le 500 unità e il capitale raccolto si aggirava intorno ai 3 miliardi di dollari. In Italia operano attualmente 37 piattaforme, di cui 17 reward based, 10 dedicate alle donazioni, 7 che si ricollegano all'equity based e 3 di social lending.

2

L'equity crowdfunding

L'equity crowdfunding, come si è visto, è una delle possibili tipologie di crowdfunding attualmente esistenti. Esso offre la possibilità alle imprese di raccogliere capitale di rischio offrendo in cambio quote di partecipazione al capitale della società tramite la rete Internet appellandosi, per così dire, al pubblico risparmio. Caratteristica fondante anche di questa tipologia di crowdfunding è l'elevato numero di investitori a cui si rivolge e la modesta entità che generalmente caratterizza queste operazioni.

L'ammontare massimo di quote di capitale di rischio che le start up innovative possono offrire tramite i portali di equity crowdfunding è pari a 5 milioni di euro.

In Italia, l'equity crowdfunding trova la propria base giuridica nel Decreto Sviluppo bis, poi convertito in Legge nel dicembre 2012, e nel Regolamento pubblicato a luglio dalla Consob.

Il Decreto prevede che l'equity crowdfunding sia utilizzabile per il finanziamento delle sole start up innovative, così come individuate dalla normativa.

4

Il Regolamento redatto dalla Consob, che attua le disposizioni del Decreto, è costituito da 25 articoli, suddivisi in tre parti, relative a:

- disposizioni generali
- costituzione e gestione del registro e disciplina dei gestori di portali
- disciplina delle offerte tramite portali.

3

Le società emittenti

Allo stato attuale, le imprese autorizzate a presentare **offerte di quote di capitale di rischio sui portali** di equity crowdfunding (più brevemente società “emittenti”) sono esclusivamente le start up innovative.

Si possono definire start up innovative le aziende che rispettano i seguenti parametri:

1. essere costituite in forma di **società di capitali** (anche cooperativa) di diritto italiano o di **società europea**,
2. **non essere quotate** su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione,
3. **non essere nate da una fusione**, scissione o cessione d’azienda,
4. svolgere attività di impresa **da non più di 48 mesi**,
5. avere la **sede principale in Italia**,
6. fatturare **non più di 5 milioni di euro** a partire dal secondo anno di attività, secondo l’ultimo bilancio approvato entro 6 mesi dalla chiusura dell’esercizio,
7. **non distribuire utili**,
8. avere, quale oggetto sociale, la realizzazione di prodotti e servizi innovativi, **ad alto valore tecnologico**,
9. adottare una **contabilità trasparente**, senza l’uso di cassa contanti.

La società europea

La società europea (SE) è una tipologia di società che può essere costituita sul territorio dell’Unione europea, quale risultato di uno dei seguenti percorsi: fusione, creazione di una holding, creazione di una filiale comune, trasformazione di una SPA già esistente.

La Società europea può essere costituita esclusivamente sotto forma di società per azioni e deve avere nella sua denominazione l’indicazione “SE”. Essa acquista personalità giuridica con l’iscrizione nel Registro delle imprese dello Stato in cui ha sede.

Deve, inoltre, disporre di un capitale sottoscritto di almeno 120.000 euro, fermo restando il diritto dello Stato di fissare limiti più alti.

Sotto il profilo organizzativo, può strutturarsi secondo un sistema dualistico (assemblea + organo di direzione affiancato da un organo di vigilanza) o monistico (assemblea + organo di amministrazione).

A questi parametri di base si aggiungono altri tre requisiti di cui almeno uno deve caratterizzare la start up innovativa:

10. le spese in **R&S** devono essere **uguali o superiori al 15% del valore della produzione** o, qualora fosse superiore, del totale dei costi di produzione in ciascun esercizio,
11. il **personale** in possesso almeno di una **laurea magistrale** deve essere **uguale o superiore al 66% della forza lavoro**; in alternativa, il personale in possesso di un **titolo di dottorato di ricerca** o impegnato

in un dottorato oppure in possesso di **laurea con tre anni di ricerca certificata presso istituti di ricerca** deve essere **uguale o superiore al 33% della forza lavoro**,

12. l'azienda deve essere **titolare o licenziataria di almeno una privativa industriale** relativa a invenzioni industriali o biotecnologiche, oppure a una nuova varietà vegetale o a una topografia di prodotto a semiconduttori. In alternativa, deve essere **titolare di software originario registrato presso la SIAE**.

Le società emittenti saranno tenute a rispettare una serie di obblighi legati alla corretta informazione dei potenziali investitori e alla trasparenza.

Innanzitutto, dovranno fornire informazioni chiare, trasparenti e complete sulla governance e sul piano imprenditoriale.

Inoltre, dovranno prevedere nello statuto o nell'atto costitutivo:

- il diritto di recesso e di co-vendita con relative modalità e condizioni di esercizio;
- l'obbligo di comunicazione alla società e di pubblicazione sul proprio sito Internet dei patti parasociali.

Le start up innovative a vocazione sociale

Il Decreto dedica un'attenzione speciale alle cosiddette start up innovative a vocazione sociale. Tale scelta è giustificata dalla volontà di sostenere quelle aziende che, da un lato, rispondono a bisogni provenienti dalla società civile e che, dall'altro, proprio per questa scelta garantiscono una redditività generalmente inferiore alle altre imprese, delineando modelli di business meno attraenti per gli investitori.

Rientrano in questa categoria le start up che operano in via esclusiva nei seguenti settori:

- a) assistenza sociale,
- b) assistenza sanitaria,
- c) assistenza socio-sanitaria,
- d) educazione, istruzione e formazione,
- e) tutela dell'ambiente e dell'ecosistema,
- f) valorizzazione del patrimonio culturale,
- g) turismo sociale,
- h) formazione universitaria e post-universitaria,
- i) ricerca ed erogazione di servizi culturali,
- l) formazione extra-scolastica,
- m) servizi strumentali alle imprese sociali.

4

Gli investitori professionali

Il Regolamento stabilisce, ai fini del **perfezionamento** e della positiva chiusura delle offerte pubblicate sul portale, l'obbligo per il gestore di verificare che una quota pari **almeno al 5% del capitale di rischio** raccolto dalla start up innovativa sia stata sottoscritta da soggetti rientranti in una delle seguenti categorie:

- **fondazioni bancarie**
- **incubatori certificati** di start up innovative
- **investitori professionali.**

Per investitori professionali, in particolare, la Consob intende i cosiddetti "clienti professionali pubblici di diritto" e i "clienti professionali privati di diritto".

Per clienti professionali pubblici di diritto, si intendono il **Governo** e la **Banca d'Italia**.

Per **clienti professionali privati di diritto**, si intendono invece:

- banche, società di investimento o compagnie assicurative
- organismi di investimento collettivo e loro società di gestione
- fondi pensione e loro società di gestione
- negozianti per conto proprio di merci e di strumenti derivati su merci
- agenti di cambio e altri soggetti che svolgono esclusivamente per conto proprio la negoziazione su mercati di strumenti finanziari
- imprese di grandi dimensioni che dispongano di specifici requisiti dimensionali
- investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari comprese cartolarizzazioni
- altri istituti finanziari autorizzati o altri investitori istituzionali.

Originariamente, la Consob aveva previsto che la sottoscrizione del 5% dell'ammontare complessivo di capitale di rischio dell'emittente dovesse essere preventivo e condizione discriminante per autorizzare l'emittente stessa a presentare la propria offerta sul portale di crowdfunding. Alcuni dei partecipanti alla consultazione sulla bozza di Regolamento, tra cui il nostro gruppo di lavoro, avevano, però, sottolineato come questa clausola potesse rappresentare un ostacolo insormontabile per alcune start up tale da impedire loro di presentare la propria offerta sui portali.

Il Regolamento ha ammorbidito questo criterio, ponendolo come condizione per il perfezionamento dell'offerta, ovvero **per la chiusura dell'operazione** di raccolta dei capitali da parte della start up, che può

quindi presentarsi sul mercato **senza dover prima individuare un investitore professionale** disposto a investire nel progetto.

La norma è stata inserita per garantire, secondo l'intendimento del Governo e della Consob, una miglior tutela dei piccoli investitori, facilitandoli nella valutazione e nella selezione degli investimenti più vicini al loro profilo di rischio e di interessi. La presenza di investitori professionali nel capitale della start up dovrebbe rappresentare, quindi, una sorta di "garanzia" sulla validità e sull'appetibilità dell'idea imprenditoriale che si va a finanziare, anche in considerazione dell'istruttoria che, si suppone, essi abbiano realizzato prima di procedere con l'investimento.

E' una finalità che è stata peraltro contestata da quanti ricordano che la maggior parte delle start up innovative opera in settori specialistici o altamente tecnologizzati e diventa quindi difficile per la maggior parte degli investitori professionali individuati dal Regolamento esaminare con perfetta cognizione di causa i progetti proposti.

Gli incubatori certificati

Il Decreto definisce l'incubatore certificato di start up innovative come una società di capitali, anche in forma cooperativa, di diritto italiano o come una società europea che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start up innovative.

In particolare, l'incubatore deve possedere i seguenti requisiti:

1. disporre di strutture adeguate, quali spazi riservati per installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;
2. disporre di attrezzature adeguate, quali sistemi di accesso alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;
3. essere amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e disporre di una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente;
4. avere regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start-up innovative;
5. possedere un'adeguata esperienza nell'attività di sostegno a start-up innovative.

Il possesso del requisito al punto 5 è verificato se si rispettano i seguenti parametri minimi:

- i) 100 candidature di progetti di costituzione e/o incubazione di start-up innovative ricevute e valutate nel corso dell'anno;
- ii) 10 start-up innovative attualmente ospitate;
- iii) 3 start-up innovative che hanno completato il percorso di incubazione nell'anno;
- iv) 30 collaboratori che operano attualmente nelle start up ospitate;
- v) mantenimento del numero complessivo degli occupati rispetto all'anno precedente;
- vi) mantenimento del valore della produzione delle start-up innovative incubate;
- vii) capitale di rischio raccolto dalle start-up innovative incubate o fondi pubblici di sostegno a start up, progetti di ricerca e innovazione pari a 500.000 euro;
- viii) 3 brevetti registrati dalle start-up innovative incubate, tenendo conto del relativo settore merceologico di appartenenza.

5

Gli investitori non professionali

Le offerte presentate sui portali di equity crowdfunding possono essere sottoscritte da investitori non professionali, ovvero persone fisiche o giuridiche, che non operino abitualmente e professionalmente sui mercati finanziari. Gli investitori, a fronte del proprio investimento, avranno partecipazioni azionarie al capitale delle start up (nel caso di s.p.a.) o quote del capitale (nel caso di s.r.l.).

Il Regolamento prevede che questi investitori, che chiameremo “retail” per semplicità, vadano tutelati sia dal pericolo di truffe e raggiri, sia dal rischio di effettuare investimenti superiori alle proprie possibilità finanziarie o al proprio profilo di rischio. Tale obiettivo è perseguito facendo ricorso alle regole previste dalla cosiddetta normativa MIFID, ovvero dall’insieme di norme che regolano la raccolta di capitali e la sollecitazione pubblica del risparmio secondo criteri di trasparenza e adeguata informazione della clientela.

A tal fine, il Regolamento prevede che **un apposito soggetto esterno**, sia esso banca o società di investimento, tracci un **profilo degli investitori retail** al fine di delinearne il grado di consapevolezza del rischio assunto e di valutarne la capacità di sostenerne il peso sotto il profilo economico-finanziario. In particolare, chi traccia il profilo del potenziale investitore dovrà tener conto del patrimonio disponibile, della propensione al rischio, della consapevolezza delle potenziali perdite di capitale e dei suoi obiettivi di investimento. Queste informazioni serviranno per valutare se l’investitore retail abbia compreso correttamente l’impegno finanziario che va ad assumere e per adottare le misure idonee di tutela dello stesso in caso di evidenti criticità.

9

Per evitare il rischio di potenziali conflitti di interesse tra chi gestisce il portale, chi raccoglie e perfeziona gli ordini di acquisto provenienti dagli investitori retail e chi deve tracciarne il profilo, il Regolamento stabilisce che le diverse funzioni **siano svolte da soggetti diversi**.

Il Regolamento prevede, peraltro, una **deroga** per gli **investimenti di importo limitato**, al fine di non porre eccessivi ostacoli allo sviluppo di uno strumento nato proprio per superare la complessità delle tradizionali operazioni sui mercati finanziari e per favorire il coinvolgimento di una platea più ampia di potenziali investitori.

La deroga prevede che, nel caso di persone fisiche, non sia necessario tracciare un profilo di rischio dell’investitore qualora l’investimento non superi i **500 euro per singola start up** e i **1.000 euro** nel corso dell’anno. Nel

caso di persone giuridiche, i limiti sono aumentati rispettivamente a **5.000** e a **10.000 euro**. Per investimenti inferiori a queste soglie, sarà sufficiente all'aspirante investitore **completare un questionario on-line** la cui compilazione servirà essenzialmente a renderlo consapevole dei rischi corsi aderendo alle proposte di investimento presenti sul portale.

Una volta presa visione dei rischi legati all'attività di investimento sui portali di crowdfunding, gli investitori retail possono accedere alle singole offerte attraverso **apposite schede** dove sono riportate informazioni aggiornate sull'emittente e sull'offerta in oggetto, predisposte secondo un format standardizzato che contenga un elenco minimo di informazioni basilari.

In merito alle soglie di deroga alle regole MIFID, una parte dei commentatori ha sollevato critiche giudicandole troppo basse e tali da intralciare lo sviluppo dello strumento e il potenziale impatto che il crowdfunding potrebbe avere sull'economia. Va sottolineato, a tale proposito, che la stessa Consob ha evidenziato che, trattandosi di una normativa per certi versi sperimentale, potranno intervenire correzioni in corso d'opera per tener conto delle eventuali criticità che dovessero manifestarsi nel concreto operare del mercato.

La direttiva MIFID

La direttiva MIFID impone alle banche e alle società di investimento di operare una classificazione della propria clientela ai fini di modulare gli obblighi informativi da assolvere e le tutele da garantire. Sono individuate tre categorie di clienti:

- Cliente al dettaglio (o *retail*)
- Cliente professionale
- Controparte qualificata.

La MIFID impone obblighi informativi, a tutela dei clienti, relativi a:

- la classificazione assegnata
- gli eventuali conflitti di interesse
- le commissioni pagate a terzi
- la descrizione degli strumenti finanziari
- le informazioni sulle perdite.

La MIFID stabilisce, inoltre, che le banche e le società di investimento devono effettuare dei test per verificare l'adeguatezza e l'appropriatezza della consulenza o del servizio di investimento, offerti o richiesti dal cliente, al profilo di rischio del cliente stesso.

L'intermediario deve verificare che l'operazione corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente al quale è rivolta e che sia adeguata alle sue risorse patrimoniali. Spetta, inoltre, all'intermediario raccogliere tutte le informazioni necessarie per comprendere se le conoscenze e le esperienze del cliente sono sufficienti per una corretta valutazione dell'operazione in oggetto.

6

La tutela degli investitori non professionali

Il Regolamento prevede una serie di obblighi in capo ai gestori dei portali e alle società emittenti per garantire la massima tutela possibile degli investitori retail. Le misure previste si possono raggruppare essenzialmente in due grandi categorie:

- **informazione e trasparenza**
- **ritiro dell'adesione** alle offerte pubblicate sui portali.

Per quanto riguarda il primo punto, il gestore del portale deve pubblicare tutta una serie di informazioni relative a:

- modalità di gestione del portale
- caratteristiche e rischiosità degli investimenti in start up innovative
- offerte pubblicate dalle società emittenti.

Per quanto riguarda, invece, il secondo punto, il Regolamento prevede tre ipotesi di "ripensamento" da parte dell'investitore retail:

- recesso
- revoca
- co-vendita.

11

Gli investitori hanno diritto di **recedere** entro **7 giorni** dalla sottoscrizione dell'ordine di acquisto delle quote di capitale, a prescindere dalle motivazioni sottostanti la decisione.

Hanno, inoltre, il diritto di **revocare** la loro adesione all'offerta entro **7 giorni** dal momento in cui:

- l'impresa o il gestore del portale portano a conoscenza del mercato **fatti nuovi o cambiamenti sostanziali** nelle caratteristiche dell'offerta
- siano evidenziati **errori materiali** nelle informazioni esposte dal portale tali da modificare ampiamente il quadro di riferimento per gli investitori,

purché ciò avvenga **entro la chiusura definitiva dell'offerta al pubblico** e il relativo perfezionamento dell'operazione di investimento.

A questi due casi, si aggiunge il diritto di **co-vendita**, nel caso in cui i titolari della start up **cedano il controllo dell'azienda** a un soggetto terzo. In questo caso, gli investitori retail possono richiedere, entro un termine stabilito, di **cedere le proprie quote alle stesse condizioni** a cui è stata trasferita a terzi la partecipazione di controllo.

Il gestore deve, pertanto, verificare che l'emittente abbia **previsto nel proprio statuto**, a favore dell'investitore, **il diritto di recesso e di co-vendita** delle proprie partecipazioni, oltre alla pubblicazione dei patti parasociali sul proprio sito Internet.

Le risorse destinate dagli investitori alla sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sul portale saranno **versate su un conto indisponibile**, intestato all'emittente, acceso presso la banca o la società di investimento a cui sono trasmessi gli ordini. La **valuta di effettivo addebito** sul conto dell'investitore **non può essere anteriore** alla data di sottoscrizione degli strumenti finanziari da parte degli investitori. **In caso di recesso o di revoca** dell'adesione, i fondi versati dagli investitori **tornano** nella loro piena disponibilità.

Gli obblighi di informazione del gestore

Informazioni sulla gestione del portale

- a) informazioni sul gestore, sulla governance e sui soggetti che hanno compiti di amministrazione e controllo
- b) attività svolte e modalità di selezione delle offerte
- c) gestione degli ordini relativi alle offerte pubblicate il portale e applicabilità della normativa MIFID
- d) eventuali costi a carico degli investitori
- e) misure predisposte per ridurre e gestire i rischi di frode
- f) misure per il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori
- g) misure predisposte per gestire i conflitti di interessi
- h) gestione dei reclami e risoluzione stragiudiziale delle controversie
- j) dati aggregati sulle offerte presenti sul portale e sui rispettivi esiti
- k) normativa di riferimento, link al registro dei gestori della Consob e alla sezione speciale del registro delle imprese delle CCIAA
- l) eventuali provvedimenti adottati dalla Consob
- m) iniziative che il gestore si riserva di adottare nei confronti degli emittenti in caso di inosservanza delle regole del portale.

Informazioni sull'investimento in start up innovative

- a) rischio di perdita dell'intero capitale investito
- b) rischio di illiquidità
- c) divieto di distribuzione di utili ai sensi dell'articolo 25 del decreto
- d) trattamento fiscale di tali investimenti
- e) deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare
- f) contenuti tipici di un *business plan*
- g) diritto di recesso e relative modalità di esercizio.

Informazioni sulle offerte

- a) rischi legati all'emittente e all'offerta
- b) condizioni generali dell'offerta
- c) eventuali costi o commissioni
- d) banche o società di investimento a cui sono trasmessi gli ordini
- e) modalità di restituzione dei fondi in caso di recesso o revoca
- f) versamento degli importi sottoscritti
- g) eventuali conflitti di interesse
- h) legge applicabile e foro competente
- i) lingue di riferimento per le informazioni sull'offerta
- l) periodicità delle informazioni sulle adesioni.

I gestori dei portali

Il Regolamento prevede che i portali di equity crowdfunding siano amministrati da gestori autorizzati e iscritti in un apposito registro predisposto dalla Consob.

In particolare, i gestori sono raggruppati in due sezioni:

- **i gestori "ordinari"**, che devono richiedere l'iscrizione al registro, ottemperando a una serie di verifiche finalizzate ad appurare che rispettino tutti i requisiti di onorabilità e di professionalità previsti dalla normativa. Nel registro, per ciascun gestore, sono disponibili informazioni relative, tra l'altro, a denominazione sociale, indirizzo Internet, sede legale e amministrativa, eventuali provvedimenti sanzionatori o cautelari adottati dalla Consob;
- **le società di investimento e le banche** autorizzate a svolgere servizi di investimento che, essendo già sottoposte alle autorità di vigilanza nazionali, non devono ottemperare a ulteriori autorizzazioni. Sono iscritte in una sezione speciale del registro, dove sono pubblicate informazioni relative a denominazione sociale, indirizzo Internet, estremi di eventuali provvedimenti sanzionatori o cautelari adottati dalla Consob.

Banche e società di investimento erano già autorizzate ex ante all'apertura di portali di crowdfunding, essendo sottoposte a vigilanza. Il Regolamento, nella parte destinata all'iscrizione nel registro e alle regole di condotta dei gestori, è destinato ai gestori che non sono intermediari finanziari.

In particolare, ai fini dell'iscrizione sul registro, **chi detiene il controllo** dei portali deve soddisfare, come si è detto, **specifici requisiti di onorabilità**, a cui si aggiungono requisiti di **professionalità** e di **competenza** a carico di chi svolge **compiti di amministrazione, direzione e controllo del portale**.

Qualora **venissero meno i requisiti di onorabilità** da parte dei soggetti che controllano o amministrano il portale, questi dovranno darne immediata comunicazione alla Consob. In questo caso, il gestore del portale avrà **2 mesi** di tempo per ricostituire tali requisiti. Durante questo periodo, il gestore non potrà pubblicare nuove offerte e saranno sospese quelle in corso.

Al termine dei due mesi, qualora i requisiti non siano stati ricostituiti, il gestore sarà **cancellato dal registro** e le offerte pubblicate sul portale decadranno.

I requisiti di professionalità e competenza

Gli amministratori sono scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato un'esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di:

- a) attività di amministrazione, direzione o controllo presso imprese;
- b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo;
- c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche;
- d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo o presso altri enti o amministrazioni pubblici con funzioni di gestione di risorse economico-finanziarie.

Possono far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione anche soggetti, in ruoli non esecutivi, con una esperienza almeno biennale 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 ai punti precedenti.

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

I gestori sono chiamati ad agire con diligenza, correttezza e trasparenza e assicurare parità e neutralità di trattamento per emittenti e investitori retail.

14

I gestori devono assicurarsi che le informazioni e la documentazione presentate dalle società emittenti ai potenziali investitori siano chiare, trasparenti, complete, aggiornate e accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e, comunque, disponibili per i successivi 5 anni per chi ne faccia richiesta.

Devono, inoltre, assicurarsi che i potenziali investitori siano consapevoli di acquisire strumenti finanziari ad alto rischio, emessi da start up operanti in settori o segmenti di mercato innovativi e quindi a elevata probabilità di default.

Il gestore del portale **non può amministrare i flussi di denaro** provenienti dagli investitori ma deve limitarsi a raccogliere gli ordini di acquisto e trasmetterli agli intermediari finanziari autorizzati, ovvero banche e società di investimento.

Al fine di evitare conflitti di interesse, il gestore del portale, laddove fosse necessario procedere alla profilatura di rischio dell'investitore, dovrà affidare l'incarico a un istituto di credito che svolga solo attività bancaria, non abbia un proprio portale e non sia incaricato di raccogliere i fondi.

8

L'iscrizione al registro dei gestori

Come si è detto, i gestori diversi da banche e società di investimento sono tenuti a presentare domanda di iscrizione al registro tenuto dalla Consob. Per farlo, devono utilizzare una apposita modulistica a cui va allegata una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa. Inoltre, devono specificare se alcune delle funzioni operative essenziali saranno affidate a soggetti terzi.

Entro **7 giorni** dal ricevimento, la Consob verifica la regolarità e la completezza della domanda e richiede all'aspirante gestore l'eventuale documentazione mancante, che deve essere trasmessa alla Consob entro **30 giorni** dal ricevimento della comunicazione.

Qualora, nel corso dell'istruttoria, la Consob richieda ulteriori informazioni all'aspirante gestore, l'istruttoria **viene sospesa** in attesa della ricezione della documentazione richiesta.

Nel caso in cui, durante l'istruttoria, vi siano cambiamenti sostanziali circa i requisiti richiesti per l'iscrizione al registro, l'aspirante gestore informa la Consob ed entro **7 giorni** invia la relativa documentazione. L'istruttoria è **interrotta** e ricomincia dal momento in cui la Consob riceve la documentazione circa la nuova situazione venutasi a creare.

15

Entro **60 giorni** dal ricevimento della documentazione necessaria, la Consob delibera sulla domanda di iscrizione al registro.

La domanda di iscrizione è respinta qualora il gestore non disponga dei requisiti richiesti o non risulti garantita la capacità del richiedente di gestire correttamente il portale.

9

I provvedimenti a carico dei gestori

Qualora vi sia il fondato sospetto che il gestore abbia commesso gravi violazioni delle norme, la Consob può decidere in via cautelare la sospensione dell'attività del portale per un periodo massimo di **90 giorni**.

Laddove le violazioni siano verificate, la Consob può adottare le seguenti sanzioni:

- **ulteriore sospensione dell'attività**, qualora siano state violate le regole di condotta previste dal Regolamento;
- **radiazione** dal registro;
- **sanzioni** pecuniarie.

Le cause di cancellazione dal registro possono essere:

- **perdita dei requisiti** richiesti per l'iscrizione;
- **mancato pagamento** del contributo di vigilanza;
- **radiazione**;
- **richiesta del gestore**.

I gestori cancellati dal registro **possono presentare domanda di re-iscrizione** qualora:

- siano rientrati in possesso dei requisiti richiesti;
- abbiano versato il contributo di vigilanza;
- siano passati almeno 3 anni dalla data di notifica del provvedimento di radiazione.

I contatti

**Consorzio Camerale per il credito e la finanza
Ufficio Studi e Comunicazione**

Via Camperio 1
20123 Milano

studi@consorziocamerale.eu
Tel. 02 8515 4264/4269

Per informazioni:

Gianmarco Paglietti
paglietti@consorziocamerale.eu

Maria Gloria Cesarini
cesarini@consorziocamerale.eu

Valentina Morelli
morelli@consorziocamerale.eu

I Dossier del Consorzio

1. Gli aiuti di Stato
2. La riforma della Politica Agricola Comune
3. Le start up innovative
4. Il Regolamento sull'equity crowdfunding