

## **Il finanziamento delle attività d'impresa attraverso il ricorso alle operazioni di Crowdfunding**

a cura di Giuseppe Demauro

Lo scorso 12 luglio la Consob ha pubblicato il regolamento sulle c.d. operazioni di Equity Crowdfunding, disciplinando finalmente un istituto destinato a creare condizioni favorevoli al finanziamento delle start-up innovative al pari di quanto accade in altre giurisdizioni (USA in primis) dove ormai ha raggiunto grande notorietà e diffusione.

Con il termine “crowdfunding” si fa riferimento al “regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di imprese start-up innovative tramite portali on-line”; introdotto nel nostro ordinamento con il Decreto Legge del 18 ottobre 2012, n. 179 (convertito con modificazioni dalla Legge del 17 dicembre 2012, n. 221), che demanda alla Consob la definizione dei relativi profili di dettaglio, la nuova normativa sull'equity crowdfunding sembrerebbe, almeno in prima battuta, aprire nuove prospettive per l'accesso al capitale delle sole start-up innovative individuate dal Decreto operanti prevalentemente nel settore tecnologico.

L'obiettivo finale del legislatore è stato quello di consentire alle start-up attraverso le attività di *equity crowdfunding* di raccogliere capitali di rischio tramite internet rivolgendosi direttamente ad investitori retail senza alcuna distinzione.

Prima di analizzare il contenuto della nuova disciplina, appare opportuno qualificare ed individuare le start-up innovative secondo quanto sancito dall'art. 25 co. II, del D. L. 18 ottobre 2012, n. 179 che prevede una serie di requisiti formali e sostanziali.

### **Definizione di “start-up innovativa”**

Da un punto di vista formale, l'art. 25 del D. L. 18 ottobre 2012, n. 179 richiede che l'impresa “start-up innovativa” debba assumere la forma di società di capitali (attraverso la forma della società per azioni, della società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata anche nella forma di s.r.l. semplificata o s.r.l. a capitale ridotto) o di società cooperativa di diritto italiano ovvero di società europea residente in Italia ai sensi dell'art. 73 del DPR 917/86 e le azioni

o le quote rappresentative del capitale sociale non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione.

Il possesso dei requisiti di forma appena indicati non appare tuttavia sufficiente per poter definire un'impresa come start-up innovativa dal momento che l'art. 25 del D. L. 18 ottobre 2012, n. 179 richiede altresì la sussistenza dei seguenti ulteriori requisiti sostanziali:

1. la maggioranza delle azioni o delle quote rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci devono essere detenuti da persone fisiche al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi;
2. la società deve essere costituita e svolgere attività d'impresa da non più di 48 mesi;
3. la società deve avere la sede principale dei propri affari ed interessi in Italia;
4. il totale del valore della produzione annua della società, a partire dal secondo anno, non deve essere superiore a 5 milioni di euro;
5. la società non deve distribuire o aver distribuito utili;
6. la società deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
7. la società non deve essere stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione d'azienda o di ramo d'azienda.

A ciò si aggiunge il fatto che la start-up innovativa deve possedere almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti sostanziali:

1. le spese in ricerca e sviluppo sostenute dalla società debbono essere uguali o superiori al 20% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione;
2. la società deve impiegare come dipendenti o collaboratori, in percentuale uguale o superiore ad 1/3 della propria forza lavoro, personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca ovvero in possesso di laurea, che abbia svolto un'attività di ricerca certificata presso istituti di credito da almeno 3 anni;
3. la società deve essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o ad una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale ed all'attività d'impresa.

Per poter essere considerate start-up innovative, le società già costituite alla data di entrata in vigore della legge di conversione debbono depositare presso l'Ufficio del Registro delle Imprese di cui all'art. 2188 c.c., una dichiarazione sottoscritta dal rappresentante legale dell'impresa tramite pertanto autocertificazione attestante il possesso dei requisiti previsti dall'art. 25, co. II, del D. L. 18 ottobre 2012, n. 179.

### **Natura e caratteristiche dei Portali on-line di collocamento**

Si evidenzia che l'attività di raccolta presso il pubblico di capitali di rischio per imprese tramite portali on-line, presuppone la promozione e il collocamento a distanza di strumenti finanziari, attività questa da sempre riservata alle imprese di investimento e banche autorizzate alla prestazione dei servizi di collocamento di strumenti finanziari.

Tuttavia in deroga a quanto appena detto e con l'obiettivo di agevolare la raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up, il Decreto Legge 179/2012 consente, a certe condizioni, la raccolta di capitali attraverso portali on-line che hanno come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte di tale tipologia di portali gestiti da soggetti non rientranti nelle predette categorie di intermediari autorizzati.

Si tratta quindi di soggetti non istituzionali iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob per il quale sulla base del regolamento si è stabilito che:

1. sono assoggettati a oneri autorizzativi e regolamentari semplificati rispetto a quelli generalmente applicabili agli intermediari che svolgono servizi di investimento;
2. possono svolgere l'attività di gestione di Portali per la raccolta di capitali esclusivamente per start-up e a condizione che gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale delle stesse siano trasmessi a banche e imprese di investimento. Tali banche e imprese di investimento saranno tenute a porre in essere i presidi di correttezza e trasparenza applicabili nel contesto della prestazione di servizi di investimento a tutela dei clienti (normativa MIFID con valutazione della coerenza dell'investimento rispetto alle caratteristiche del medesimo etc.).
3. non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi;
4. beneficiano di una significativa esenzione dalla disciplina relativa allo svolgimento dei servizi di investimento ed dai relativi obblighi di comportamento – ai Gestori non si applicano, infatti, le disposizioni in materia di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento di cui alla Parte II, Titolo II, capo II del TUF (articoli da 21 a 25-bis del TUF) e l'articolo 32 del TUF relativo alla promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari.

### **Modalità di iscrizione del Registro dei Gestori**

L'iscrizione nel Registro dei Gestori (tenuto dalla Consob) è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti, previsti all'articolo 50-*quinquies* del TUF e dettagliati del Regolamento Consob:

1. forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;

2. sede legale e amministrativa nel territorio italiano;
3. oggetto sociale conforme all'esercizio professionale del servizio di gestione di Portali per la raccolta di capitali di rischio di start-up. Si precisa, al riguardo, che la previsione di cui all'articolo 50-*quinquies* del TUF non sembra imporre alcun vincolo di esclusività dell'oggetto sociale del gestore, al quale, si richiede di dotarsi (ai fini dell'iscrizione al Registro) di un oggetto sociale "conforme" con l'esercizio dell'attività di gestione sopra indicata e, implicitamente, si consente lo svolgimento di altre attività. Differente, invece, la nozione di Portale, di cui all'articolo 1, comma 5-*novies*, del TUF, che deve avere quale finalità esclusiva l'attività di facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up;
4. possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti nel Regolamento;
5. possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei requisiti di professionalità stabiliti nel Regolamento.

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

All'atto della domanda di iscrizione dovranno essere allegati un programma concernente l'attività iniziale, le procedure adottate per l'esercizio dell'attività e la tipologia di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa che illustri le eventuali deleghe a terzi di funzioni operative essenziali e contenga le ulteriori informazioni indicate nel regolamento.

Ai fini del rilascio del provvedimento di iscrizione al Registro, la Consob verifica il possesso dei predetti requisiti e valuta la capacità del soggetto istante di esercitare correttamente la gestione di un portale.

Il termine per il rilascio del provvedimento di iscrizione è di 60 giorni a decorrere dalla data di presentazione della domanda corredata della documentazione necessaria.

Tale termine può essere interrotto dalla medesima Autorità in caso di irregolarità o incompletezza della domanda e, ove ciò avvenga, lo stesso ricomincerà a decorrere dalla data di ricevimento da parte della Consob della documentazione mancante.

Il termine può essere, inoltre, sospeso nel corso dell'istruttoria per la richiesta di ulteriori elementi informativi fino alla data di ricezione degli stessi.

Chiaramente la nuova disciplina garantisce agli investitori che aderiscono ad iniziative di equity crowdfunding un livello di tutela analogo a quello assicurato alle offerte effettuate tramite intermediari autorizzati.

### **Limiti delle offerte al pubblico**

Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più Portali per la raccolta di capitali per start-up sono soggette ai seguenti limiti:

- a. possono avere ad oggetto esclusivamente la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle start-up, azioni o quote<sup>1</sup>;
- b. devono avere un corrispettivo totale all'interno dell'Unione Europea inferiore a 5 milioni di Euro. Al riguardo, l'articolo 100-ter del TUF ha esteso alle offerte effettuate tramite Portali l'esenzione dalla disciplina relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari e, dunque, dall'obbligo di redigere un prospetto, applicabile qualora il corrispettivo totale dell'offerta di prodotti finanziari all'interno dell'Unione Europea sia inferiore al predetto ammontare;
- c. una quota, pari al 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta, deve essere stata sottoscritta, prima dell'avvio dell'offerta, da investitori professionali (come definiti nell'Allegato 3, punto I, del Regolamento Consob 16190 del 29 ottobre 2007, ivi inclusi i clienti professionali pubblici di cui all'articolo 2 del D.M. Economia e Finanze 11 novembre 2011 n. 236) ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'articolo 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up di cui all'articolo 25, comma 5, del Decreto. L'introduzione di tale preventiva sottoscrizione persegue l'obiettivo di tutelare gli investitori retail, i quali, in tale modo, potrebbero avvalersi della attività di due diligence dei progetti esposti sul Portale effettuata da un soggetto professionale;
- d. lo statuto o l'atto costitutivo della start-up preveda, in favore e a tutela degli investitori retail - diversi dai clienti professionali o dalle altre categorie di investitori indicate alla precedente lettera c) - il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni e le relative modalità<sup>2</sup> e condizioni di esercizio, nel caso in cui i soci di controllo della start-up trasferiscano, successivamente all'offerta, il controllo a terzi. L'efficacia di tali clausole è limitata al periodo in cui le società emittenti mantengono la

---

<sup>1</sup>L'articolo 26, comma 5, del Decreto deroga al regime ordinario (previsto all'articolo 2468 del codice civile) che vieta l'offerta al pubblico di quote di S.r.l., le quali, invece, possono costituire oggetto di offerta al pubblico se emesse da start up innovative e nei limiti previsti dal Decreto. Nella relazione illustrativa al Decreto si precisa che l'eliminazione del divieto di offerta al pubblico di quote di S.r.l. ha lo scopo di consentire alle start up che non dispongono in fase iniziale di una dotazione di capitale sufficiente per costituirsi in forma di S.p.A., o che intendono crescere senza doversi necessariamente trasformare in S.p.A., di far ricorso al pubblico risparmio.

<sup>2</sup>Nelle osservazioni al Regolamento, la CONSOB ha richiamato le Massime n. 74 e n. 88 della Commissione "Società"-Consiglio Notarile di Milano per sottolineare la legittimità di tali clausole di recesso ovvero di *tag along* (tale ultima tipologia di clausola obbliga un socio, solitamente, il partner industriale o il socio di maggioranza, che intenda vendere ad un terzo la propria partecipazione, a procurare la vendita delle quote partecipative dell'altro socio, di solito, il socio finanziatore o comunque quello di minoranza, che il terzo acquirente si obbliga ad acquistare alle medesime condizioni).

qualità di start up innovativa (la definizione di start-up contenuta nel Decreto fissa tale periodo in 4 anni);

- e. in relazione a ciascuna offerta devono essere pubblicate le informazioni previste nel Regolamento.

Appare tuttavia utile evidenziare che tra i requisiti elencati, maggiore attenzione merita il meccanismo di garanzia che impone la sottoscrizione preventiva, da parte degli investitori professionali privati di diritto o delle altre categorie di investitori definiti dal Regolamento, del 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta.

Se è pur vero che obiettivo di questa sottoscrizione preventiva è far usufruire gli investitori delle attività di controllo e corrispondenza alle norme in materia di strumenti finanziari partecipativi svolta in maniera professionale da soggetti più esperti (attività di due diligence), sarebbe stato auspicabile rendere anche questo passaggio ancora più immediato, agevole e rapido ritenendo sufficiente il rilascio di un parere di una società di consulenza e/o esperti del settore in merito alla validità del progetto<sup>3</sup>.

Appare tuttavia evidente come la necessità di avere un investitore professionale nel capitale serve a fornire un maggiore livello di tutela ai risparmiatori che, in quanto dotati di adeguati strumenti, possono anche valutare la reputazione dell'investitore oltre alla intrinseca validità dell'offerta.

Anche sul tema di chi dovrebbe essere qualificato come investitore professionale le opinioni sono divergenti tra chi ritiene che la selezione dovrebbe essere forte e chi, invece, vorrebbe allargare la categoria di 'investitori professionali' che possono accompagnare una campagna di crowdfunding.

### **I rischi delle operazioni di crowdfunding**

L'investimento in start-up innovative presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali.

Infatti una start-up innovativa è qualcosa di nuovo: non ha una storia, né propria né riferita al settore in cui opera, non ha risultati da presentare, non ha dividendi da promettere (la cui distribuzione non è consentita affinché gli utili eventualmente realizzati siano reinvestiti nell'attività d'impresa).

Ne deriva che la decisione di investire non si basa su elementi economici e razionali ma sul modo di apprezzare, anche emotivamente, il progetto che viene presentato.

Poiché si tratta di società neo costituite operanti in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già

---

<sup>3</sup> Direzione auspicata e già presa in considerazione dal legislatore per eventuali successive integrazioni e modifiche all'attuale impianto normativo.

da tempo operanti in un determinato settore con conseguente maggiore rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito.

A tutto ciò si aggiunge il rischio di mancata remunerazione dell'investimento effettuato in termini di assenza di utili prodotti e distribuiti, caratteristica questa abbastanza comune alle neo costituite società.

Il "Decreto crescita bis" ha addirittura posto il divieto di distribuzione di utili (per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di start-up innovativa, e cioè per un massimo di 4 anni dalla iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese).

Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui la start-up consegua risultati positivi nel tempo; chi investe in start-up potrà però beneficiare di un trattamento fiscale di favore come meglio esamineremo appresso (art. 29 del "Decreto crescita bis" e regolamenti ministeriali di attuazione).

Altro rischio insito nell'investimento in questione riguarda la scarsa liquidità dello strumento sottoscritto; la liquidità di uno strumento finanziario riguarda la sua capacità a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore, ragion per cui essa dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato.

In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "mercati regolamentati" (es. Borsa Italiana) sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati e ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliati in gran parte sui mercati regolamentati ed organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari.

Quando invece gli strumenti finanziari non sono negoziati in mercati organizzati può risultare difficoltoso o impossibile liquidarli o comprenderne il valore effettivo: questi strumenti finanziari sono più "illiquidi", ciò significa che è più difficile venderli in tempi rapidi e a un prezzo che rispecchi effettivamente il loro valore.

Gli strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity crowdfunding appartengono alla seconda categoria, dal momento che il Decreto crescita ne vieta la negoziazione nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una start-up innovativa.

### **Regime fiscale di favore previsto**

Così come chiaramente indicato dall'art'25 del "Decreto crescita bis 1, per gli anni 2013, 2014 e 2015, all'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche si detrae un importo pari al 19% della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o più start-up innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio che investano prevalentemente in start-up innovative.

Ai fini di tale verifica, non si tiene conto delle altre detrazioni eventualmente spettanti al contribuente; l'ammontare, in tutto o in parte, non detraibile nel periodo d'imposta di riferimento può essere portato in detrazione dall'imposta sul reddito delle persone fisiche nei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il terzo.

L'investimento massimo detraibile ai sensi del comma 1, non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di Euro 500.000 e deve essere mantenuto per almeno due anni; l'eventuale cessione, anche parziale, dell'investimento prima del decorso di tale termine comporta la decadenza dal beneficio e l'obbligo per il contribuente di restituire l'importo detratto, unitamente agli interessi legali.

Per i periodi d'imposta 2013, 2014 e 2015, non concorre alla formazione del reddito dei soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle società, diversi da imprese start-up innovative, il 20% della somma investita nel capitale sociale di una o più start-up innovative direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investano prevalentemente in start-up innovative.

L'investimento massimo deducibile ai sensi del comma 4 non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di Euro 1.800.000 e deve essere mantenuto per almeno due anni; l'eventuale cessione, anche parziale, dell'investimento, diversa da una di quelle disciplinate dagli articoli 175, 177 e 178 del D.P.R. del 22 dicembre 1986, n. 917, prima del decorso di tale termine, comporta la decadenza dal beneficio ed il recupero a tassazione dell'importo dedotto, maggiorato degli interessi legali.

Per le start-up a vocazione sociale così come definite all'articolo 37, comma 4 e per le start-up che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico, la detrazione di cui al comma 1 è pari al 25% della somma investita e la deduzione di cui al comma 4 è pari al 27% della somma investita<sup>4</sup>.

Di seguito viene riportata la scheda sintetica del Regolamento così come pubblicata sul sito della Consob utile al lettore per l'analisi delle principali disposizioni dell'istituto esaminato.

---

<sup>4</sup> Gli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investano prevalentemente in imprese start-up innovative non beneficiano delle agevolazioni previste.

Regolamento Consob

**SCHEMA SINTETICA SUI CONTENUTI DEL REGOLAMENTO IN MATERIA DI  
“RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DELLE START-UP INNOVATIVE  
TRAMITE PORTALI ON-LINE”**

**Disposizioni generali**

Le disposizioni generali contengono i riferimenti alle:

- deleghe regolamentari (art. 1);
- definizioni (art. 2);
- modalità di comunicazione e trasmissione di informazioni alla Consob che devono essere effettuate per “posta elettronica certificata (PEC) all’indirizzo [portalicrowdfunding@pec.consob.it](mailto:portalicrowdfunding@pec.consob.it)”. (art. 3).

**Registro e disciplina dei gestori dei portali**

E’ istituito il registro dei gestori, pubblicato sul sito della Consob, che riporta indicazioni specifiche per ciascun gestore autorizzato e una sezione speciale con elementi informativi sui gestori di diritto che intendono svolgere l’attività (artt. 4 – 6).

Viene disciplinato il procedimento di iscrizione (art. 7) con riferimento a:

- l’istanza e la documentazione da allegare (a supporto della redazione sono stati predisposti gli allegati 1 e 2 al Regolamento);
- i poteri e i compiti della Consob;
- il termine massimo per la conclusione del procedimento (60 giorni).

In attuazione della disciplina primaria sono stati, inoltre, definiti i requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo (art. 8) e quelli di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 9). In sintesi, l’onorabilità è legata all’insussistenza di condanne penali mentre la professionalità è legata sia all’esperienza che a competenze specifiche in diversi settori e graduate in base al ruolo (esecutivo o non esecutivo) degli amministratori. In caso di perdita dei requisiti di onorabilità (art. 10) è disposto l’obbligo di comunicazione agli organi sociali e la revoca dell’autorizzazione

qualora non siano ricostituiti entro due mesi (periodo entro il quale non possono essere pubblicate nuove offerte e quelle in corso sono sospese). Ulteriori norme sono volte a disciplinare le cause di sospensione dalla carica dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo (art. 11).

Infine, vengono definite le cause di cancellazione (art. 12) del gestore dal registro che può avvenire: su richiesta del gestore, a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione, a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza alla Consob o per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione.

### **Regole di condotta**

Il Regolamento definisce una serie di obblighi generali relativi al comportamento dei gestori autorizzati (diligenza, correttezza e trasparenza, gestione dei conflitti di interesse, parità di trattamento dei destinatari delle offerte), alle informazioni (corrette, aggiornate, chiare e non fuorvianti) da fornire affinché gli investitori possano ragionevolmente comprendere la natura dell'investimento e prendere le decisioni in modo consapevole, nonché al diritto di recesso che può essere esercitato entro sette giorni dall'ordine (art. 13).

Il Regolamento individua poi specifici elementi informativi che devono essere pubblicati dai gestori in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali, relativi alla gestione del portale (art. 14) e all'investimento in start-up innovative (art. 15). Oltre a fornire informazioni sull'investimento il gestore assicura che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano preso visione delle informazioni pubblicate sul portale e nella sezione di investor education predisposta dalla Consob, risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche essenziali dell'investimento e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.

Una volta compreso il servizio svolto e le caratteristiche dell'investimento gli investitori non professionali potranno avere accesso alle singole offerte che sono rese pubbliche attraverso apposite schede (art. 16 e allegato 3) che riportano informazioni aggiornate sull'emittente e sulla specifica offerta secondo un formato standardizzato che prevede un elenco tassativo di elementi informativi (in aggiunta, le medesime informazioni possono essere oggetto di presentazioni multimediali).

Il gestore deve trasmettere gli ordini a banche e imprese di investimento che operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili della Parte II del Testo Unico e della relativa disciplina di attuazione (disciplina "MiFID" come tutela ulteriore rispetto al "percorso consapevole" definito dagli artt. 15 e 16). Nell'intento di graduare gli oneri e favorire lo sviluppo del fenomeno, tali regole (art. 17) non si applicano al ricorrere di determinate condizioni relative al controvalore dell'ordine e alla natura dell'investitore, la cui sussistenza viene dichiarata dallo stesso prima dell'adesione. Le soglie rilevanti sono: 500 € per investimento e 1.000 € annui per le persone fisiche, 5.000 € per investimento e 10.000 € annui per le persone giuridiche.

Le ulteriori regole di condotta istituiscono obblighi di tutela degli investitori connessi alla gestione dei rischi operativi (art. 18), di riservatezza (art. 19) e di conservazione della documentazione (art. 20). Le regole sono completate dall'elenco (art. 21) di dati e informazioni che i gestori devono trasmettere alla Consob in caso di

variazione di elementi precedentemente comunicati (compresa la perdita dei requisiti di onorabilità e la sospensione degli amministratori) o annualmente ai fini della vigilanza.

### **Provvedimenti cautelari e sanzionatori**

Qualora sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di norme che regolano l'attività, la Consob può, in caso di necessità e urgenza, disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo massimo non superiore a di novanta giorni (art. 22). Qualora le violazioni risultino accertate, le sanzioni irrogabili (art. 23) prevedono un'ulteriore ipotesi di sospensione (da uno a quattro mesi) o la radiazione dal registro (nei casi espressamente previsti), oltre alle sanzioni pecuniarie stabilite dalla norma primaria.

### **Disciplina delle offerte tramite portali**

Ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore verifica (art. 24) che l'emittente abbia previsto nel proprio statuto il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi e la comunicazione alla società nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul proprio sito internet. Inoltre, ai fini del perfezionamento delle offerte, spetta al gestore del portale verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori. Per avere la certezza dell'esistenza delle risorse da destinare all'effettiva sottoscrizione degli strumenti finanziari, i fondi necessari al perfezionamento degli ordini vengono versati in un conto indisponibile intestato all'emittente acceso presso le banche o le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini. Agli investitori è comunque riconosciuto il diritto di revoca in caso di cambiamenti significativi della situazione dell'emittente o delle condizioni dell'offerta (art. 25).

14 ottobre 2013

Demauro Giuseppe