ZITIELLO & ASSOCIATI
STUDIO LEGALE

LUCA ZITIELLO

UBALDO CARACINO
FABIO CIVALE
FABIO COCO
LUDOVICA D'OSTUNI
FEDERICA MALERBA
ROSSELLA MARIANI
LAURA MAZZUOCCOLO
FRANCESCO MOCCI
BENEDETTA MUSCO CARBONARO

CHIARA BELTRAMONE
MONICA BOTTI
PAOLO CARERI
GIULIA CHIARATO
VALENTINA DALCIELO
CARLO DI GAETA
MARTINA DI GIOVANNI
PIETRO LORENZI
LORENZO MACCHIA
RODOLFO MARGARIA
PIER PAOLO MARINACCI
STEFANIA MIHAILA'
ELISABETTA PAIANO
ANTONINO PUGLIESE
ILARIA SPIRITO
TANIA TASSINARI
CARLA FUTURA TOSCANO
GIULIO ZAMPINI

OF COUNSEL
SIMONETTA ANDRIOLI
ALESSANDRA MORANTE

Onorevole
Consob
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, n.3
00198 Roma

Milano, 30 aprile 2013

Trasmesso *on - line* tramite il SIPE

Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione in materia di "Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line".

Con riferimento alla procedura di consultazione relativa alla bozza di regolamento in tema di "Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line", lo scrivente Studio intende sottoporre alcune osservazioni al documento datato 29 Marzo 2013 (di seguito, il "**Regolamento**").

(1) Parte I del Regolamento – "Disposizioni Generali": Art. 2 (Definizioni), paragrafo 1, lett. f).

Il controllo ai sensi del Regolamento ricorre quando "*un soggetto*" o "*più soggetti congiuntamente dispongono, direttamente o indirettamente della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria ovvero dispongono di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria*" (il sottolineato è nostro).

CORSO DI PORTA VITTORIA, 9
20122 MILANO
TELEFONO + 39 02 5999491
TELEFAX + 39 02 55196870

EMAIL: STUDIO@ZITIELLOASSOCIATI.IT
SITO INTERNET: WWW.ZITIELLOASSOCIATI.IT
C.F. - P.IVA 05426670963

VIA NAZIONALE, 204
00184 ROMA
TELEFONO + 39 06 37517266
TELEFAX + 39 06 3721889

Con riferimento alla nozione di controllo congiunto, si precisa che tale richiamo è "*volto a ricomprendere ipotesi facilmente riscontrabili in piccole realtà societarie in cui due o tre soggetti detengono quote paritetiche di capitale*" (cfr. commento all'art. 2 del Regolamento).

Sulla base di tali indicazioni, non appare chiaro se, ai fini della configurabilità del "controllo congiunto" (rilevante anche ai fini dell'azionabilità del diritto di recesso di cui all'art. 26 del Regolamento), sia necessario che i soci abbiano raggiunto un accordo che disciplini l'esercizio del controllo congiunto (mediante un patto parasociale o un'apposita clausola statutaria), oppure se sia sufficiente che sempre tali soggetti possano esercitare di fatto un controllo congiuntamente.

Si richiede pertanto a codesta Onorevole Autorità di chiarire la nozione di controllo introdotta nel Regolamento.

(2) Parte II del Regolamento – Titolo III "Regole di condotta": Art. 14 (Obblighi di correttezza), paragrafo 2; Art. 16 (Informazioni relative all'investimento in start-up innovative) paragrafo 1; Art. 17 (Informazioni relative alle singole offerte); Art. 19 (Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore).

Con riferimento al regime delle responsabilità determinate dalla violazione degli obblighi informativi in capo ai soggetti coinvolti nell'offerta, rilevano le seguenti disposizioni del Regolamento.

Riguardo ai canoni generali di correttezza posti in capo ai gestori di portali, l'art. 14, paragrafo 2, prevede che: "*Il gestore fornisce agli investitori, in forma comprensibile, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all'offerta affinché gli stessi possano ragionevolmente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.*"

Nello specifico, con riferimento agli obblighi informativi in merito all'investimento in start-up innovative, inoltre, l'art. 16, paragrafo 1, sancisce che: "*Il gestore fornisce agli investitori diversi dagli investitori professionali, in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche mediante l'utilizzo di tecniche multimediali, le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari di start-up innovative, riguardanti almeno:*

a) *Il rischio di perdita dell'intero capitale investito;*

b) *Il rischio di illiquidità*

c) *[...omissis...]*

d) *[...omissis...]*

e) *[...omissis...]*

f) *[...omissis...]*

g) *l'illustrazione dei contenuti tipici di un business plan.*"

L'art. 17 nell'enunciare quali siano le informazioni chiave atte ad incidere sul processo formativo della scelta di investimento nelle specifiche tipologie di strumenti finanziari fa rinvio, tra gli altri, all' "Allegato 3" dedicato alle informazioni sulle singole offerte.

L'"Allegato 3", nel paragrafo 1 relativo alle avvertenze da includere nel modello di scheda sintetica sulle informazioni in merito alle singole offerte che il gestore è tenuto a pubblicare sul portale, richiede che il gestore medesimo provveda a riportare, per ciascuna offerta, il seguente avviso: "*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. [...omissis...]*" (il sottolineato è nostro).

Circa gli oneri gravanti sulle banche e sulle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore per il perfezionamento delle relative operazioni di investimento, l'art. 19 rinvia al sistema di regole di condotta contemplato dal Testo Unico della Finanza e dalla relativa disciplina di attuazione in materia di prestazione di servizi ed attività di investimento.

Nelle disposizioni normative menzionate non sembra essere contemplato espressamente il profilo attinente la responsabilità del gestore per omissioni o false informazioni pubblicate sul portale che si rivelino idonee ad influenzare le decisioni degli investitori (di seguito, "**Responsabilità da offerta tramite portale**").

L'indicazione di cui all'"Allegato 3" sembrerebbe voler precisare che la responsabilità per la veridicità e la completezza delle informazioni rese disponibili ai potenziali investitori ricada esclusivamente sugli emittenti senza alcun apparente coinvolgimento a tale riguardo da parte dei gestori dei portali e/o delle banche e delle imprese di investimento.

Tuttavia, con riferimento ai gestori dei portali, il proposto quadro regolamentare sembrerebbe comunque richiamare la responsabilità dei gestori dei portali, laddove agli stessi viene fatto obbligo di fornire agli investitori, informazioni corrette, chiare e non fuorvianti in merito all'offerta; i gestori sembrerebbero quindi essere chiamati ad esercitare un controllo sulla veridicità

e sulla completezza delle informazioni relative alle offerte presentate sul portale ed a fungere da "garanti" circa l'esattezza ed esaustività dei dati pubblicati oltre che relativamente alla sottoscrizione della quota minima riservata agli investitori professionali.

Per converso, lo scrivente Studio ritiene che l'attuale impostazione dell'infrastruttura regolamentare non pare legittimare un'attribuzione implicita di Responsabilità da offerta tramite portale in capo alle banche ed alle imprese di investimento, le quali sarebbero coinvolte, a salvaguardia degli interessi degli investitori non professionali, solo quali meri "esecutori" delle operazioni di investimento veicolate per il tramite dei portali on-line.

Al fine di delineare un quadro di riferimento certo sulla materia, si chiede a codesta spettabile Autorità di chiarire e precisare nel testo regolamentare il regime della responsabilità imputabile ai gestori, in qualità di curatori delle offerte e dei relativi contenuti informativi, anche a seguito dell'espletamento di un'apposita attività di controllo e di un'eventuale analisi di fattibilità sui progetti, ed il regime di responsabilità applicabile alle banche ed alle imprese di investimento per quanto attiene la veridicità e completezza dei dati pubblicati sui portali on line.

Peraltro, in considerazione della disciplina normativa di cui al decreto legislativo n. 179/2012 ai sensi della quale le start-up innovative i cui strumenti finanziari sono oggetto di offerte tramite portali on-line possono essere costituite in forma di s.r.l. anche semplificata, con capitale sociale pari a 1 €, sembrerebbe opportuno allo scrivente Studio che venissero previsti degli strumenti di tutela, ad es. sotto forma di adeguate coperture assicurative, finalizzati a rafforzare l'affidabilità economica dei gestori nell'eventualità che questi venissero chiamati a rispondere per episodi di *mala gestio* nell'esercizio della propria attività.

(3) Parte II del Regolamento – Titolo III "Regole di condotta": Art. 14 (Obblighi di correttezza), paragrafo 2; Art. 16 (Informazioni relative all'investimento in start-up innovative) paragrafo 3.

Codesta Onorevole Autorità richiede ai gestori dei portali di:

- fornire agli investitori informazioni affinché gli stessi possano "*prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole*" (cfr. art. 14, paragrafo 2 del Regolamento);
- assicurare che "*possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali che abbiano*

dichiarato di aver preso visione delle informazioni indicate alle lettere da a) a e) del paragrafo 1 e di aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative per il tramite di portali" (cfr. art. 16, paragrafo 3 del Regolamento – il sottolineato è nostro).

Nel commento dell'art. 14 – interamente richiamato anche nel commento dell'art. 16 – si precisa che "*si è ritenuto opportuno prevedere che l'investitore (retail) possa accedere alle sezioni del portale ove è possibile aderire alle offerte solo se dia prova di avere preso visione dell'informativa fornita dal gestore e di averne compreso i tratti essenziali (tramite apposito questionario)*" (cfr. commento all'art. 14 del Regolamento – il sottolineato è nostro).

In tal senso non si comprende se, ai fini dell'accesso di un investitore *retail* alle sezioni del portale dalle quali è possibile aderire alle offerte, sia sufficiente la mera dichiarazione di aver visionato le informazioni ed aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento come indicato nell'art. 16, paragrafo 3 del Regolamento o se sia necessario dare prova di tale comprensione come indicato nel commento dell'art. 14 del Regolamento.

Nell'eventualità in cui si ritenesse necessario – come sembra potersi desumere dalle indicazioni dell'Autorità – che l'investitore dia prova di aver compreso i tratti essenziali dell'informativa resa dal gestore del portale, ci si chiede se codesta Onorevole Autorità abbia semplicemente suggerito tra le varie possibilità ipotizzabili quella di sottoporre un questionario all'investitore dinanzi al superamento del quale sia possibile concedere l'accesso – perché l'indicazione relativa al questionario è presente solo nel commento dell'art. 14 e non anche nel corpo del testo del Regolamento – o se si ritiene che l'esito positivo delle risultanze del questionario sia, per l'investitore, una condizione necessaria di accesso alle sezioni del portale dalle quali poter aderire alle offerte. In questo ultimo caso, sembra preferibile richiamare la necessità di un "*apposito questionario*" anche nel corpo del testo del Regolamento.

Si richiede pertanto a codesta Onorevole Autorità di esplicitare i propri intendimenti nel testo del Regolamento, in considerazione dell'impatto di tali disposizioni sull'accesso degli investitori alle offerte presenti su un portale ed in considerazione della importanza per il gestore del portale dell'onere di predisporre un questionario.

Con osservanza

Avv. Ubaldo Caracino

Avv. Fabio Coco