

AVV. MARIO SIRAGUSA
AVV. ROBERTO CASATI¹
AVV. GIUSEPPE SCASSELLATI SFORZOLINI¹
AVV. ROBERTO BONSIGNORE¹
AVV. PIETRO FIORUZZI¹
AVV. VANIA PETRELLA
AVV. C. FERDINANDO EMANUELE
AVV. MATTEO MONTANARO
AVV. MARCO D OSTUNI¹
AVV. CARLO SANTORO

AVV. FRANCESCO DE BIASI
AVV. MATTEO BERETTA
AVV. G. CESARE RIZZA BAJARDO
AVV. CLAUDIO DI FALCO¹
AVV. PIETRO MERLINO
AVV. CARLO DE VITO PISCICELLI¹

AVV. FRANCESCA M. MORETTI
AVV. SAVERIO VALENTINO¹
AVV. STEFANO DE DOMINICIS
AVV. FAUSTO CARONNA
AVV. PAOLA ALBANO
AVV. GIULIA FAUSTA GOSI

AVV. PIETRO ACERBI
AVV. PATRICK ACTIS PERINETTO
AVV. ROBERTO ARGERI
AVV. ALESSANDRO BARDANZELLI
AVV. LUCIANA BELLIA
AVV. LAURA BERGAMINI
AVV. PAOLO BERTOLI
AVV. EMILY BRETAS ROMANO¹

AVV. ACHILLE CALIÒ MARINCOLA SCULCO¹
AVV. FABIO CANNIZZARO
AVV. DOMENICO CAPONE
AVV. ANDREA CAZZANI
AVV. SABRINA COSTANZO
AVV. PHILIPPE CROENE
AVV. GEROLAMO DA PASSANO¹
AVV. PIERANTONIO D'ELIA
AVV. FRANCESCO DE LORENZI
AVV. EUGENIO SIMONE DE NARDIS¹

AVV. ALESSANDRO DE STEFANO
AVV. MASSIMILIANO DI TOMMASO¹
AVV. GIANLUCA FAELLA
AVV. PATRICK MARCO FERRARI
AVV. LORENZO FREDDI¹
AVV. ROSSELLA GANCITANO
AVV. ALESSANDRO GENNARINO
AVV. FRANCESCA GESUALDI¹
AVV. GIULIO GIANNINI²
AVV. ERIKA GUERRI
AVV. ALESSANDRA GUERRIERI

AVV. FRANCESCO IODICE
AVV. ROBERTO FABIO LIPARI
AVV. MARIA GRAZIA MAMONE²
AVV. ANDREA MANTOVANI¹
AVV. FEDERICO MARINI BALESTRA
AVV. LUDOVICA MARVASI
AVV. BERNARDO MASSELLA DUCCI TERI¹

AVV. NICCOLÒ MORESCHINI
AVV. LUIGI NASCIBENE
AVV. ALESSANDRO NOLET²
AVV. CECILIA PARISINI^{1, 3}

AVV. SARA PARMIGGIANI
AVV. KOSTANDIN PEČI
AVV. CIRO DANIELE PIRO
AVV. LAURA PROSPERETTI
AVV. NICOLE BRUNELLA PUPPIENI¹
AVV. PAOLO RAINELLI
AVV. GIANLUCA RUSSO
AVV. FABIO SACCONI

AVV. BRIAN T. SANDSTROM¹
AVV. MARCO SCALERA¹
AVV. GIANPAOLO SCANDONE
AVV. CLEMENTE SARDI
AVV. DAVID SINGER¹
AVV. MARCO SPADA¹
AVV. FRANCESCA STRUMIA¹
AVV. VANESSA TISCI
AVV. MARCO ZOTTA

¹ MEMBER OF THE NEW YORK BAR
² SOLICITOR, ENGLAND AND WALES
³ AVOCAT À LA COUR DE LUXEMBOURG

CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP

VIA SAN PAOLO 7

20121 MILANO

TELEFONO
02 726081

TELEFAX
02 86984440

WWW.CLEARYGOTTLIEB.COM

PIAZZA DI SPAGNA 15

00187 ROMA

TEL 06 695221
FAX 06 69200665

NEW YORK • WASHINGTON, DC • PARIGI • BRUXELLES • LONDRA

FRANCOFORTE • MOSCA • COLONIA • HONG KONG

PECHINO • BUENOS AIRES • SAN PAOLO • ABU DHABI • SEOUL

CONSOB

Via G.B. Martini, 3
00198 ROMA

30 aprile 2013

Spettabile Commissione,

ringraziamo per la possibilità di formulare osservazioni alla bozza di regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on line* (il “Regolamento”).

Alcuni profili del Regolamento non sembrano pienamente allineati alla *ratio* del d.l. 179/2012 (il “Decreto Sviluppo”). Emerge, infatti, una sostanziale equiparazione tra i gestori di portali iscritti nell’apposito registro e gli intermediari autorizzati, come del resto reso palese dallo stesso documento di consultazione (p. 3).

L’intento del Decreto Sviluppo era, invece, di tracciare per i gestori di portali iscritti nel registro una disciplina ampiamente derogatoria degli obblighi MiFID nonché della regolamentazione relativa alla promozione e collocamento a distanza di strumenti finanziari. Ciò al fine di eliminare una serie di oneri regolamentari sproporzionati al ruolo effettivamente assunto dai gestori, ampliando così l’accesso potenziale al mercato dei gestori di portali a soggetti diversi dai consueti operatori del mercato finanziario.

Tali soggetti opereranno, almeno in un primo tempo, in una dimensione “artigianale” e “pionieristica”, in un settore le cui prospettive di sviluppo e i cui margini di profittabilità sono ancora da definire. L’applicazione di un apparato regolamentare ridotto risponde pienamente al principio di proporzionalità e rappresenta l’unica alternativa per consentire la

nascita di questa innovativa forma di raccolta di capitale.

Del resto, è noto che informazioni sovrabbondanti e standardizzate non accrescono il grado di tutela dell'investitore *retail*. Esse rischiano, invece, nel caso di specie, di diluire l'elemento informativo centrale che deve essere percepito dall'investitore e cioè l'elevata rischiosità intrinseca che contraddistingue l'investimento in *start-up*.

In questo quadro, l'esistenza di uno "*scalino normativo*" tra i gestori "*di diritto*" e quelli iscritti nel registro tenuto dalla Consob appare giustificabile e, se un intervento di uniformazione deve essere 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.

In linea generale, suggeriremmo di adottare un approccio che riduca al minimo le disposizioni prescrittive nei confronti dei gestori di portali, facendo affidamento (i) sulla capacità degli stessi portali di fissare degli *standard* informativi e comportamentali adeguati a comunicare ai potenziali investitori la serietà dell'attività svolta e (ii) sulla possibilità di successivi interventi regolamentari, nonché di adottare misure *ad hoc*, ove necessario.

Indichiamo di seguito alcune osservazioni più puntuali sul testo del Regolamento.

Art. 2, comma 1, lett. d. La definizione di "*portale*" riproduce quella contenuta nel Decreto Sviluppo, che ne limita l'accesso alle *start-up* innovative, comprese quelle a vocazione sociale. In proposito, si pone la questione della corretta qualificazione dell'attività di gestione di un sito *internet* che si limita a elencare alcune opportunità di investimento (riferite anche a società diverse dalle *start-up* innovative), senza svolgere alcuna attività di intermediazione, ma rinviando ad una trattativa diretta tra emittente e potenziali sottoscrittori. Al fine di fornire un quadro regolamentare più chiaro, sarebbe opportuno precisare, eventualmente anche nella relazione accompagnatoria al Regolamento, che tale attività esula dall'ambito applicativo del Regolamento e può essere legittimamente svolta, non necessitando di specifiche autorizzazioni, eventualmente anche dai gestori iscritti nel registro tenuto dalla Consob.

Art. 2, comma 1, lett. j. Non è chiaro il motivo per cui dalla definizione di "*investitori professionali*" sono stati esclusi i clienti professionali "*su richiesta*". Tale categoria comprende tra l'altro gli "*angel investors*", che sono importante linfa vitale del mondo delle *start-up*. Suggeriamo di inserire anche questa categoria di investitori, al fine di aumentare la platea di possibili sottoscrittori della quota riservata degli strumenti finanziari offerti.

Art. 7 e Allegato 2. Il procedimento di iscrizione nel registro e le informazioni richieste a tal fine ai gestori costituiscono un esempio evidente della citata equiparazione fra questi ultimi e gli altri intermediari. Tali disposizioni riproducono l'impostazione prevista per l'accesso al mercato di banche e SIM, contemplando un'istruttoria articolata e la richiesta di molteplici informazioni utili ad esercitare una funzione di "*filtro*" *ex ante* che, nel caso dei gestori di portali, appare ingiustificata. Suggeriamo, 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.

Art. 10, comma 2. La norma impone per gli esponenti aziendali requisiti simili a quelli applicabili alle SIM. Sugeriamo, invece, di valorizzare, con una formula meno stringente, le capacità e le esperienze che potrebbero essere utili alla gestione del portale, lasciando che eventualmente gli stessi gestori individuino requisiti più precisi.

Titolo III. Le disposizioni ivi comprese dettano una disciplina che riproduce quella di derivazione MiFID in misura ben maggiore di quanto previsto dal Decreto Sviluppo, e comportano dei costi verosimilmente insostenibili per i gestori diversi dagli intermediari autorizzati. Si 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.

Art. 14, comma 2. Sugeriamo di eliminare la disposizione o di riferire le previsioni ivi contenute all'emittente.

Art. 15. Sugeriamo di eliminare le lettere e); g); h); i); m), che, peraltro, impongono l'adozione di "misure" non previste dalla disciplina primaria e di affidarsi maggiormente all'iniziativa dei gestori di portali.

Art. 16, comma 3. Sugeriamo di eliminare la disposizione in quanto costituisce un ostacolo operativo senza accrescere effettivamente il grado di tutela per gli investitori.

Art. 17. Si rinvia a quanto osservato sopra, in particolare con riferimento alla non chiara attribuzione della responsabilità in merito alle informazioni sulle singole offerte (si pensi, ad esempio, all'aggiornamento delle informazioni pubblicate). Sarebbe opportuno ridurre gli obblighi previsti e, in ogni caso, riferirli all'emittente.

Art. 19. 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, ci chiediamo 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. Qualora la risposta fosse affermativa, anche in considerazione del fatto che gli investimenti attraverso i portali saranno generalmente di importo limitato ed effettuati in via occasionale, riteniamo opportuno ridurre ampiamente gli obblighi citati, che ostacolerebbero in maniera significativa l'operatività dei portali.

Art. 23. Anche gli obblighi di comunicazione contenuti in tale articolo sembrano sproporzionati e comportano oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla normativa primaria. Sugeriamo di ridurre al minimo le comunicazioni alla Consob e di eliminare il comma 3 dell'art. 23.

Art. 26, comma 1, lett. b. La disposizione prevede che il diritto di recesso o di co-vendita in favore degli investitori diversi dai clienti professionali sia previsto nello statuto dell'emittente

almeno per il periodo in cui la società conservi i requisiti di “start-up *innovativa*”. In generale, la scelta di prevedere un meccanismo di tutela statutario ci sembra opportuna perché garantisce maggiore flessibilità. Il riferimento temporale citato, tuttavia, può 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 perde i requisiti di “start-up *innovativa*” in quanto il valore della produzione annua eccede la soglia indicata dall’art. 25, comma 2 del Decreto Sviluppo. In tale ipotesi di 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. Sugeriamo pertanto di riformulare la disposizione prevedendo eventualmente un limite temporale fisso. Inoltre, sarebbe opportuno 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.

Con osservanza,

Pietro Fioruzzi / Claudio Di Falco / Fabio Saccone