



**CONSOB – Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa**
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma

Milano, 26 aprile 2013

**Commenti relativi al documento di consultazione sul Regolamento in materia di
“Raccolta di capitali di rischio da parte di Start-Up Innovative tramite portali on-line”
datato 29 marzo 2013**

Spettabile Commissione,

Lo Studio Legale Associato a Watson, Farley & Williams e IL PUNTO Real Estate Advisor S.r.l. sono grati per l'opportunità di poter partecipare al processo di pubblica consultazione relativo alle principali scelte regolamentari compiute da codesta spettabile Commissione, in attuazione delle deleghe alla stessa conferite, in merito al fenomeno conosciuto anche come “*equity crowdfunding*”, processo iniziato con documento pubblicato in data 29 marzo 2013 (il “**Documento di Consultazione**”).

Condividendo nella sostanza le principali linee attuative predisposte all'interno del Regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di Start-Up Innovative tramite portali on-line (il “**Regolamento**”), i commenti formulati nel prosieguo mirano, in particolare, a fornire ulteriori elementi di valutazione e nuovi punti di vista.

Sottoponiamo, pertanto, all'attenzione di codesta spettabile Commissione le nostre osservazioni, che tengono conto, *inter alia*, delle esigenze che il contatto con i possibili futuri operatori del mercato ci ha consentito di individuare.

1. Considerazioni generali

Condividiamo pienamente l'iniziativa intrapresa e gli strumenti di intervento.

Si ritiene, infatti, che, sebbene le misure delegate diano attuazione agli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del Tuf, relativi, rispettivamente, alla disciplina della gestione collettiva del risparmio e all'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita, la scelta di predisporre un regolamento autonomo ed unico, inclusivo sia delle disposizioni attinenti ai gestori che di quelle

concernenti più propriamente la fase dell'offerta, appaia un mezzo di intervento più idoneo alla luce dell'unitarietà del fenomeno considerato.

Quanto alla finalità perseguita dalla relativa disciplina regolamentare, esprimiamo pieno apprezzamento rispetto agli obiettivi perseguiti da codesta rispettabile Commissione con l'elaborazione dell'articolato di norme. In particolare, si ritiene che il c.d. *crowdfunding* rappresenti una modalità innovativa di raccolta di capitali, in grado di indirizzare la liquidità esistente verso un sistema imprenditoriale caratterizzato da idee innovative.

Infatti, la possibilità di effettuare l'offerta di strumenti finanziari emessi da start-up innovative tramite portali *on-line* permette di sfruttare le potenzialità della rete, aprendo l'accesso dei privati a progetti in fase di crescita, con investimenti dall'importo contenuto.

Nel contempo, constatiamo che la liquidità tende ad essere allocata verso la trasparenza, verso progetti che necessitano di essere confezionati in maniera strutturata al fine di attirare gli investitori, donde deriva la centralità del ruolo dei "gestori dei portali" (riservato a soggetti iscritti nel registro tenuto dalla Commissione, nonché a banche e imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi di investimento) nell'incontro tra investitori e progetti innovativi.

La centralità del ruolo dei "gestori dei portali" si apprezza, altresì, alla luce delle disposizioni di cui al Titolo III, Parte seconda del Regolamento, in tema di regole di condotta cui sono sottoposti i gestori dei portali iscritti al registro. A tale riguardo, in linea con le considerazioni svolte da codesta rispettabile Commissione nel Documento di Consultazione, giova ricordare che, considerata la "fragilità" delle *start-up*, tali realtà societarie saranno incapaci per alcuni anni di generare dividendi, remunerando il capitale investito. Trattasi, dunque, di una forma di investimento a medio/lungo termine che necessita di adeguata tutela.

Tale tutela non può che essere veicolata attraverso regole di condotta, aventi un sostanziale contenuto informativo, che trovano applicazione nei confronti dei gestori iscritti nel registro tenuto dalla Commissione, cui non si applicano, invece, le disposizioni del Tuf per lo svolgimento dei servizi di investimento, in base alle quali viene condotta l'offerta qualora i gestori siano banche o altre imprese di investimento. Non può che condividersi, pertanto, il tentativo di conferire una tutela omogenea all'investitore, specie se non professionale, a prescindere dalla natura giuridica del gestore.

2. Osservazioni su temi specifici

Si sviluppano di seguito alcune osservazioni più specifiche ad alcune delle proposte di cui al Regolamento, fermo restando il supporto generale per l'iniziativa regolamentare nel suo insieme e per le singole proposte non specificamente commentate di seguito.

2.1 Art. 15 – Informazioni relative alla gestione del portale

➤ Estensione della portata delle informazioni da fornire e ruolo del gestore

Si aderisce alla proposta della Commissione di specificare le informazioni che il gestore è chiamato a pubblicare nel portale. Tale proposta costituisce un evidente beneficio per gli investitori *retail*, anche nel rispetto e in conformità al principio di trasparenza che informa l'intera disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari, che altrimenti si vedrebbero verosimilmente disincentivati ad investire, data la scarsità delle informazioni possedute.

Si ritiene, tuttavia, di osservare come sia opportuno, alla luce della rischiosità connessa a operazioni su strumenti finanziari emessi da *start-up*, un maggiore dettaglio, sia in termini quantitativi, estendendo il novero delle informazioni cui dare *disclosure* nei portali, sia in termini qualitativi, chiarendone la portata.

Si rileva, inoltre, che dalla disposizione in esame emerge che l'intermediario fungerà da "vetrina", da "filtro", nei confronti della clientela, specie *retail*, assicurando l'attendibilità dei mercati, mediante la pubblicazione di informazioni quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le modalità per la trasmissione degli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti (art. 15 lett. c), gli eventuali costi a carico degli investitori (art. 15 lett d) ovvero la normativa di riferimento, il collegamento ipertestuale al registro nonché alla sezione di *investor education* del sito *internet* della Commissione (art. 15 lett. k). Dunque, quanto al ruolo attribuito a questo *player*, i benefici attesi sono indiscussi: le informazioni fornite nel portale dovrebbero realizzare una prima selezione dei progetti che intendono accedere a questa forma alternativa di finanziamento, attribuendo visibilità al progetto e incrementando la competitività tra gli emittenti. L'attività del gestore, unitamente alla procedura semplificata rispetto alla disciplina del prospetto d'offerta di cui agli artt. 94 e ss. Tuf, realizza, pertanto, un abbattimento dei costi di raccolta.

Tuttavia, accanto ai vantaggi attesi si collocano i rischi tipicamente connessi alla gestione di un azionariato su base allargata. A nostro giudizio, andrebbe esplorata l'ipotesi di attribuire altresì all'intermediario un ruolo di gestione della *governance* che potrebbe, altrimenti, rischiare una paralisi, alla luce dell'allargamento della compagine sociale.

➤ Costi a carico degli investitori

Si condivide l'idea secondo cui il gestore debba fornire, anche nella fase successiva alla offerta, assistenza continua nella forma di servizi di "valore aggiunto" quali, *inter alia*, analisi di fattibilità dei progetti, attività di *monitoring* ovvero attività di consulenza.

Ciononostante, in coerenza a quanto suggerito al punto precedente, si ritiene necessario un chiarimento circa la natura delle commissioni di cui alla voce "eventuali costi a carico degli investitori" ex articolo 15 lett. d), essendo opportuno, a nostro giudizio, dare *disclosure*, nel portale, ai soli costi attinenti la fase dell'offerta, lasciando che l'allocazione e l'ammontare dei costi legati ai servizi di "valore aggiunto" siano risolti in via contrattuale, con ciò favorendo una competizione tra i gestori, a beneficio degli investitori.

2.2 Art. 26 - Sottoscrizione di una quota di strumenti finanziari offerti da parte di investitori professionali

Concordiamo con la proposta di codesta rispettabile Commissione di individuare una quota di strumenti finanziari che sia sottoscritta dalla specifica categoria di investitori (di cui si apprezza l'ampliamento soggettivo) di cui all'art. 26, comma 1, lett. a) del Regolamento (al pari degli investitori professionali), dovendosi constatare che questa forma di co-investimento rappresenti un adeguato, seppur da solo insufficiente, strumento di garanzia dell'affidabilità della *start-up*.

Come emerge dal Documento di Consultazione, la scelta del *regulator* è stata quella di configurare tale requisito quale condizione all'ammissibilità dell'offerta sul portale, attribuendo, in tal modo, agli investitori la possibilità di fare affidamento sulla *due diligence* svolta dagli investitori istituzionali.

Tuttavia, riteniamo che l'opzione privilegiata da codesta rispettabile Commissione possa generare un eccessivo irrigidimento del mercato, limitando fortemente il numero delle offerte ai soli progetti i cui strumenti finanziari offerti siano stati sottoscritti (nella misura stabilita) da investitori istituzionali e precludendo, da un lato, agli emittenti di presentare l'offerta al pubblico degli investitori, e, dall'altro, agli investitori di compiere una qualsiasi valutazione sull'opportunità di effettuare un investimento.

Pertanto, si suggerisce di qualificare il requisito della sottoscrizione da parte di investitori istituzionali in termini di "condizione al perfezionamento" dell'offerta: tale soluzione consentirebbe di ammettere l'offerta sul portale anche qualora la quota riservata non sia stata ancora sottoscritta, in modo da contemperare l'esigenza di maggiore flessibilità del

mercato con gli effetti benefici per gli investitori derivanti da tale meccanismo di co-investimento.

* * *

Lieti di aver potuto condividere con codesta rispettabile Commissione le nostre riflessioni su una disciplina che riveste una notevole rilevanza per la sua portata innovativa, rimaniamo a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento doveste ritenere opportuno ed appropriato.

Qualora riteneste necessari ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare:

Francesco DIALTI (fdialti@wfw.com, Tel: 027217071)

Antonio Campagnoli (antonio.campagnoli@ilpunto-re.eu, Tel: 0245494253)

Con osservanza,

Watson, Farley & Williams – Studio Legale Associato

Watson, Farley & Williams

IL PUNTO Real Estate Advisor S.r.l.

IL PUNTO Real Estate Advisor