

AVV. MARIO SIRAGUSA
AVV. ROBERTO CASATI¹
AVV. GIUSEPPE SCASSELLATI SFORZOLINI¹
AVV. ROBERTO BONSIGNORE¹
AVV. PIETRO FIORUZZI¹
AVV. VANIA PETRELLA
AVV. C. FERDINANDO EMANUELE
AVV. MARCO D'OSTUNI¹
AVV. CARLO SANTORO
AVV. MATTEO BERETTA
AVV. CARLO DE VITO PISCICELLI¹

AVV. FRANCESCO DE BIASI
AVV. G. CESARE RIZZA BAJARDO
AVV. CLAUDIO DI FALCO¹
AVV. PIETRO MERLINO

AVV. FRANCESCA M. MORETTI
AVV. SAVERIO VALENTINO¹
AVV. STEFANO DE DOMINICIS
AVV. FAUSTO CARONNA
AVV. GIULIA FAUSTA GOSI
AVV. PAOLA ALBANO
AVV. GEROLAMO DA PESAANO¹
AVV. PIERANTONIO D'ELIA
AVV. LUCIANA BELLIA

AVV. PIETRO ACERBI
AVV. PATRICK ACTIS PERINETTO
AVV. ROBERTO ARGERI
AVV. GIANLUCA ATZORI
AVV. LARISA BABIY
AVV. ALESSANDRO BARDANZELLI
AVV. LAURA BERGAMINI
AVV. PAOLO BERTOLI
AVV. ACHILLE CALIÒ MARINCOLA SCULCO¹
AVV. CHIARA CAPALTI
AVV. DOMENICO CAPONE
AVV. MARCO CAPPELLETTI
AVV. ANDREA CAZZANI
AVV. FEDERICO GENZI VENEZZE¹
AVV. GIOVANNA CICCIOLI
AVV. ANDREA CONZATTI¹
AVV. PHILIPPE CROENE

AVV. MICHELE CURATOLA¹
AVV. FRANCESCO DE LORENZI
AVV. EUGENIO SIMONE DE NARDIS¹
AVV. LUCA DENORA¹
AVV. ALESSANDRO DE STEFANO
AVV. MASSIMILIANO DI TOMMASO¹
AVV. GIANLUCA FAELLA
AVV. LORENZO FREDDI¹
AVV. ROSSELLA GANCITANO
AVV. ALESSANDRO GENNARINO¹
AVV. FRANCESCA GESUALDI¹
AVV. FENIO PENEY GOSPODIHOV
AVV. ALESSANDRA GUERRIERI
AVV. FRANCESCO IODICE
AVV. MARCO CESARE LAURITA¹
AVV. FRANCESCO LIBERATORI
AVV. ROBERTO FABIO LIPARI
AVV. MARIA GRAZIA MAMONE²
AVV. ANDREA MANTOVANI¹
AVV. FEDERICO MARINI BALESTRA
AVV. LUDOVICA MARVASI
AVV. BERNARDO MASSELLA DUCCI TERI¹
AVV. LORENZO MELCHIONDA⁴
AVV. MARIO MICCICHÉ
AVV. LUIGI NASCIBENE
AVV. CECILIA PARISINI³
AVV. SARA PARMIGGIANI
AVV. LAURA PROSPERETTI
AVV. NICOLE BRUNELLA PUPPIENI¹
AVV. PAOLO RAINELLI
AVV. GIANLUCA RUSSO
AVV. FABIO SACCONI
AVV. CLEMENTE SARDI
AVV. MARCO SCALERA¹
AVV. GIANPAOLO SCANDONE
AVV. ALICE SETARI
AVV. DAVID SINGER¹
AVV. MARCO SPADA¹
AVV. LORENZO VITALI
AVV. MARCO ZOTTA

¹ MEMBER OF THE NEW YORK BAR
² SOLICITOR, ENGLAND AND WALES
³ AVOCAT À LA COUR DE LUXEMBOURG
⁴ AVOCAT AU BARREAU DE PARIS

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

10 luglio 2015

Spettabile Commissione,

ringraziamo per la possibilità di formulare alcune osservazioni nell'ambito della consultazione preliminare per la revisione del regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on line (il “**Regolamento**”).

Forniamo di seguito sintetiche risposte alle domande in merito alle quali riteniamo utile il nostro contributo.

1. Ritenete che il Regolamento abbia favorito la creazione di un “ambiente” affidabile per l'operatività dei gestori dei portali on-line?

Si, come confermato dalla analisi dei dati comunicati dai gestori di portali al 31 marzo 2015, che non segnala esposti in materia di crowdfunding, né reclami nei confronti dei gestori di portali, e riporta che la facoltà di revoca dell'adesione all'offerta da parte dell'investitore è stata esercitata per meno dell'1% del capitale complessivamente raccolto.

La totale assenza di reclami è in parte riconducibile alla diffusione assai limitata del crowdfunding fino ad ora; l'auspicato aumento del numero di offerte e di portali on line potrebbe portare ad una “quota fisiologica” di situazioni di non conformità.

2. Rispetto a questa finalità:
 - a) Il “Registro dei Portali” costituisce un efficace strumento di pubblicità e certezza del diritto?

Si.

- b) I “Requisiti” di onorabilità e professionalità dei soci ed esponenti aziendali costituiscono strumenti proporzionati?

Per gli esponenti aziendali sono previsti 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.

Ci sembra, infatti, che i requisiti richiesti del Regolamento si siano rivelati eccessivi rispetto alla finalità di creare un ambiente affidabile. Gli stessi, se da un lato hanno sicuramente contribuito a realizzare la situazione descritta al punto 1) di totale assenza di provvedimenti cautelari, sanzioni, esposti o reclami nei confronti di gestori, dall'altro possono avere rappresentato un ostacolo allo sviluppo del fenomeno del crowdfunding in Italia, il quale, come descritto nel documento di consultazione, è stato caratterizzato dalla nascita di pochi gestori, molti dei quali inattivi, e dalla presentazione di poche offerte, solo quattro delle quali conclusesi con successo.

c) I “Requisiti organizzativi” costituiscono strumenti proporzionati?

In generale, anche alla luce delle osservazioni svolte al precedente punto b), riteniamo auspicabile una semplificazione degli obblighi informativi e di compliance posti a carico dei gestori di portali e dei conseguenti requisiti organizzativi.

d) Ritenete che l'introduzione di nuovi soggetti i cui strumenti finanziari possono essere oggetto di offerta richiedano regole di condotta specifiche rispetto a quelle attuali?

No, anche perché tali soggetti sarebbero probabilmente più strutturati delle start-up.

e) Ritenete opportuna la previsione di disposizioni di dettaglio per la prevenzione delle frodi?

No, l'impianto normativo attuale sembra adeguato. Inoltre, ci pare che l'esperienza internazionale indichi che meccanismi di autoregolamentazione da parte dei gestori di portali e di valutazione pubblica da parte degli utenti/investitori (ad esempio attraverso commenti/voti pubblicati sul sito) in merito alla affidabilità sia dei portali che delle singole offerte siano preferibili ad a una pervasiva eteroregolazione. Andrebbero pertanto incentivati tali meccanismi.

f) Gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori costituiscono presidi proporzionati?

Generalmente sì, in particolare ci sembra condivisibile l'attuale impostazione del Regolamento che prevede una soglia di investimento al di sotto della quale non si applica il complesso di norme di derivazione MiFID relative ai rapporti con i clienti. Tuttavia, suggeriamo di considerare di innalzare tale soglia in quanto ci sembra particolarmente bassa.

Tuttavia, riteniamo che uno dei principali vincoli che ha frenato lo sviluppo del crowdfunding in Italia sia costituito dalla necessità che i gestori autorizzati (cioè i portali c.d. “puri”) ricorrano ad intermediari autorizzati per l'esecuzione degli ordini, i quali peraltro richiedono all'investitore di aprire un conto corrente presso

di essi. Ancorché tale vincolo sia posto dal legislatore primario, nell'ambito della revisione del Regolamento potrebbe essere utile approfondire la possibilità di individuare, all'interno della disciplina MiFID, un insieme limitato di norme applicabili ai gestori di portali "puri", al fine di consentire lo sviluppo di portali indipendenti che possano eseguire gli ordini ricevuti, senza ricorrere ad una banca o ad una SIM. Una volta individuato uno "statuto" applicabile ai gestori di portali "puri", si potrebbe indirizzare al Governo una proposta di modifica della norma primaria al fine di eliminare il citato vincolo.

g) Gli obblighi informativi relativi alle "Comunicazioni alla Consob" determinano oneri amministrativi proporzionati?

Ci pare che tali obblighi informativi non siano proporzionati e comportino oneri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla normativa primaria. Sugeriamo di ridurre al minimo le comunicazioni alla Consob e di sostituire la relazione annuale dei gestori con un questionario a risposte standardizzate predisposto dalla Consob e completato dai gestori.

3. Ritenete che il Regolamento abbia determinato una dotazione di strumenti di valutazione del profilo rischio/rendimento e dell'investimento nel suo complesso, idonea a mettere gli investitori diversi dai clienti professionali nelle condizioni di operare scelte consapevoli?

Sì. In merito alla nozione di investitori professionali, peraltro, non è chiaro il motivo per cui siano 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. Sugeriamo di inserire anche questa categoria di investitori, al fine di aumentare la platea di possibili sottoscrittori della quota riservata degli strumenti finanziari offerti.

4. Rispetto a questa finalità:

a) Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sul portale sull'investimento in start-up innovative è adeguato?

Come già rilevato, sugeriamo di limitare al minimo gli oneri informativi posti a carico del gestore di portali ed eliminati inutili vincoli aggiuntivi (cfr. ad es. l'art. 15.2 del Regolamento).

b) Il livello di profondità e standardizzazione delle informazioni sulle start-up innovative e sulle singole offerte è adeguato?

Sì. Andrebbe ulteriormente chiarito che la responsabilità per la completezza, tempestività ed aggiornamento delle informazioni relative alle offerte grava esclusivamente sull'emittente.

c) Il "percorso consapevole" disegnato dall'art. 15 del Regolamento costituisce un utile strumento a disposizione dell'investitore o la sua concreta attuazione rappresenta una formalità amministrativa?

Le informazioni di cui al comma 1 sono utili, mentre suggeriamo di eliminare il comma 2.

5. Ulteriori osservazioni

- a) In merito alla definizione di “portale”, 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 che tale attività esula dall’ambito applicativo del Regolamento e può essere legittimamente svolta anche in assenza di specifiche autorizzazioni.*
- b) Le disposizioni relative all’iscrizione nel registro dei gestori di portali, 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. Sugeriamo, pertanto, di semplificare il processo di iscrizione nel citato registro.*

Restiamo a disposizione per qualsiasi chiarimento e inviamo distinti saluti.

Pietro Fioruzzi / Claudio Di Falco / Fabio Saccone