

30 aprile 2013

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini 3
00198 ROMA

REGOLAMENTO IN MATERIA DI "RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO DA PARTE DI STARTUP INNOVATIVE TRAMITE PORTALI ON-LINE" - RISPOSTA ALLA CONSULTAZIONE**1. Premesse**

In via preliminare si desidera ringraziare questa Spettabile Commissione per l'opportunità concessa di partecipare alla fase di consultazione concernente l'emanazione della regolamentazione secondaria in merito alla raccolta di capitali di rischio di *start-up* innovative per il tramite di portali *on-line*. Al riguardo si formulano specifici apprezzamenti per il *modus operandi* adottato nella circostanza da Consob per la regolamentazione di un fenomeno nuovo e dagli effetti potenzialmente dirompenti, dapprima con l'avvio di una fase preliminare di raccolta dati e informazioni necessari all'elaborazione delle opzioni regolamentari attuative e successivamente con un'attenta considerazione delle risultanze dell'indagine conoscitiva avviata tramite il questionario pubblicato il 21 gennaio 2013 in materia di *crowdfunding*.

Giova innanzitutto premettere che le osservazioni al Regolamento in consultazione vengono da questo Studio formulate anche per conto di una serie di operatori e soggetti con cui ci siamo confrontati e che hanno preso parte al dibattito concernente il tema del *crowdfunding*. A tal proposito, si deve segnalare come la quasi totalità dei soggetti con cui si è entrati in contatto ed interessati al fenomeno (esponenti di incubatori di *start-up*, soggetti interessati a rivestire il ruolo di gestori di portali *on-line*, rappresentanti di *start-up* innovative) abbiano espresso perplessità concernenti il limitato ambito applicativo soggettivo della normativa in oggetto.

Sebbene sia noto allo scrivente che la scelta di limitare l'ambito soggettivo di applicazione della normativa in tema di *equity crowdfunding* alle sole *start-up* innovative discenda direttamente dalle disposizioni contenute nel Decreto Legge 179/2012, c.d. Decreto Crescita *bis*, si auspica che tale *favor* del legislatore possa essere esteso ad altre categorie di *start-up*, magari anche solo successivamente ad una auspicabilmente favorevole conclusione della fase iniziale di applicazione della nuova normativa alle *start-up* innovative.

2. Osservazioni al Regolamento in consultazione*Selezione dei progetti ed offerta sui portali*

Nell'esprimere apprezzamento per la scelta regolamentare volta a lasciare alla discrezionalità del gestore la scelta sulle modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale (incluso l'affidamento di tale attività a soggetti terzi, fermo restando il rispetto di opportuni presidi e misure

L'elenco dei soci e degli altri professionisti e la loro rispettiva qualifica è disponibile all'indirizzo di cui sopra.

Hogan Lovells Studio Legale è un'entità collegata a Hogan Lovells International LLP, un'associazione a responsabilità limitata registrata in Inghilterra e Galles.

"Hogan Lovells" è uno studio legale internazionale che comprende Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP e i loro uffici collegati, con sede a: Alicante Amburgo Amsterdam Baltimora Berlino Bruxelles Caracas Colorado Springs Denver Dubai Dusseldorf Francoforte Hanoi Ho Chi Minh Hong Kong Houston Londra Los Angeles Madrid Miami Milano Mosca Monaco New York Northern Virginia Parigi Pechino Philadelphia Praga Roma San Francisco Shanghai Silicon Valley Singapore Tokio Ulaanbaatar Varsavia Washington DC Uffici associati: Budapest Jakarta Jeddah Riyadh Zagabria.

La parola "partner" è usata per indicare un partner o un socio di Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP, o di ciascuno degli uffici collegati e i dipendenti e consulenti che abbiano equivalente standing. Alcune delle persone indicate come partner, ma che non sono soci di Hogan Lovells International LLP, non hanno qualifiche equivalenti ai soci. Maggiori informazioni su Hogan Lovells, i partners e le loro qualifiche sono disponibili su www.hoganlovells.com.

volte ad assicurare il controllo sulle attività affidate e per mitigarne i connessi rischi), anche in considerazione della obiettiva difficoltà di valutare le proposte sotto ogni punto di vista (tecnico-scientifico, economico-finanziario, ecc.), si domanda se non possano addirittura essere previsti, in aggiunta e non in sostituzione a quanto sopra esposto, forme di selezione dei progetti comportanti anche una scelta di investimento ad opera degli investitori. Ad esempio, esaurita la prima fase di selezione di progetti ad opera del gestore o di soggetti terzi da questi individuati, si potrebbero ipotizzare forme di investimento nel singolo progetto subordinate e parametriche a diversi livelli di *due diligence* (tecnico-scientifica ed economico-finanziaria) sul progetto stesso. Al sottoscrittore sarebbe in pratica affidata la scelta sul grado di approfondimento di *due diligence* da effettuarsi in relazione al singolo progetto (con le connesse implicazioni in termini di costi da sopportare per l'espletamento di tale attività e di scelta dell'ammontare da investire), mentre al proponente l'iniziativa spetterebbe la decisione finale sul tipo di *due diligence* da effettuarsi e sull'ammontare del capitale da raccogliere.

Art. 2 – Definizioni

Con riferimento all'ambito soggettivo di applicazione della disciplina secondaria, potrebbe forse rendersi opportuno l'introduzione di una definizione contenente un'elencazione delle attività che il gestore del portale può svolgere.

Ciò in considerazione del fatto che alla finalità esclusiva della generica attività di facilitazione della raccolta di capitali di rischio da parte delle *start-up* innovative che caratterizza la definizione e nozione di portale non corrisponde un analogo vincolo di esclusività per quanto riguarda la nozione di gestore di cui all'art. 50-*quinquies*, comma 3 del TUF. In particolare, sembrerebbe opportuno specificare che il gestore possa svolgere tutta una serie di attività connesse e strumentali rispetto all'esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali di rischio da parte delle *start-up* innovative, sostanzialmente assimilabili a quelle attività e servizi a valore aggiunto cui fanno riferimento sia l'articolo 13 del Regolamento che l'Allegato 2 dello stesso.

Art. 10 – Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo

In generale, nel condividere l'impostazione adottata tesa a ripristinare l'uniformità della tutela spettante agli investitori con riferimento alle decisioni di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative offerti tramite portali *on-line* a prescindere dalla natura giuridica del soggetto che tali portali gestisce, si auspica che le previsioni regolamentari in materia di servizi e attività di investimento dettate dal TUF e dal Regolamento Intermediari applicabili ai "gestori di diritto" siano completate con l'inserimento di norme specifiche in materia di raccolta di strumenti finanziari emessi da *start-up* innovative tramite portali *on-line* analoghe a quelle introdotte con il Regolamento attualmente in consultazione per i gestori iscritti al registro tenuto dalla Consob.

Art. 14, comma 3, secondo periodo

L'obbligo posto a carico del gestore di "*astenersi dall'influenzare l'andamento delle adesioni alle singole offerte*" potrebbe confliggere con il naturale ruolo di luogo di incontro tra progetti e investitori rivestito dal portale. Si suggerisce di meglio specificare in cosa esattamente consista l'obbligo posto a carico del gestore da questa disposizione.

Art.26, comma 1 – Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale

in via preliminare è utile osservare che, alcuni operatori interpellati dal nostro Studio, hanno manifestato dubbi circa l'effettiva capacità della "*sottoscrizione da parte di investitori professionali*" a costituire un effettivo strumento capace di garantire che l'offerta venga considerata affidabile dagli investitori potenziali (il dato si conferma dunque in linea con quanto

emerso in sede di analisi delle risposte al questionario per l'indagine conoscitiva pubblicato dalla Consob il 21 gennaio 2013).

E' indubbio che la decisione di riservare una quota degli strumenti finanziari offerti ad investitori professionali presenti dei vantaggi sia in termini di preventiva valutazione della redditività/rischiosità dei progetti esposti sul portale effettuata da un soggetto professionale, sia in termini di riduzione delle asimmetrie informative. I costi di intermediazione connessi a tale scelta regolamentare (peraltro non rintracciabile, per quanto a conoscenza dello scrivente, in altri ordinamenti quale, ad esempio, quello statunitense con il *JOBS Act*), uniti alla concreta difficoltà di individuare e reperire categorie di investitori professionali effettivamente interessati al fenomeno del *crowdfunding*, rischiano tuttavia di rappresentare una notevole barriera all'affermarsi di tale nuova forma di raccolta.

Se dunque l'inclusione nel novero degli investitori professionali di altri soggetti quali le fondazioni bancarie, le società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della Legge 5 ottobre 1991 n.317 e gli incubatori di *start-up* innovative di cui all'art.25, comma 5 del Decreto Crescita, deve accogliersi positivamente (anche in termini di valutazione dei progetti da parte di soggetti con specifica esperienza nel settore delle *start-up* innovative), potrebbe rendersi opportuno estendere la definizione di investitori professionali così da includere anche gli investitori professionali privati "su richiesta", così come individuali nell'Allegato 3 al punto II del Regolamento Consob in materia di Intermediari.

In tal senso si propone anche, con riferimento all'individuazione della soglia da riservare ad investitori professionali o particolari categorie di investitori, di ridurre la percentuale dal 5 al 2%. Avendo infatti la Consob optato, nell'ambito della delega regolamentare, per la natura di requisito costitutivo della effettiva sottoscrizione da parte di tali categorie di investitori per l'ammissione dell'offerta sui portali, nel mercato degli operatori interessati si è avvertita l'esigenza di alleggerire tale onere al fine di non limitare la possibilità di successo di determinate iniziative imprenditoriali che non incontrino l'iniziale interesse degli investitori professionali.

Art. 17, comma 1 – Informazioni relative alle singole offerte

Alcuni operatori interessati hanno manifestato il desiderio di veder inseriti nella norma in oggetto specifici obblighi a carico dei gestori dei portali *on-line* a proposito delle informazioni che il portale dovrebbe fornire una volta chiusa l'offerta. Si allude, in particolare, a quelle che la quasi totalità dei rispondenti al questionario hanno ritenuto essere le informazioni più importanti che gli investitori dovrebbero ricevere nella fase successiva alla chiusura delle offerte, ovvero: (i) attività di rendicontazione sul progetto imprenditoriale (pubblicazione periodica dei *milestone* e dei traguardi intermedi raggiunti nello sviluppo imprenditoriale); (ii) informativa periodica finanziaria nonché informativa sui fatti salienti.

Art. 26, comma 2

Fermo restando la valutazione positiva della scelta regolamentare effettuata volta a tutelare gli investitori *retail* nel caso di cessione delle partecipazioni di controllo mediante l'introduzione della previsione del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, si segnala l'opportunità di introdurre specifiche esenzioni per le ipotesi di successione *mortis causa* o di vendita a familiari.

L'occasione è gradita per porgere i nostri migliori saluti e si rimane a disposizione per ogni eventuale chiarimento,

Avv. Roberto Culicchi (02 7202521) – Avv. Elena Pagnoni (06 6758231)

Hogan Lovells Studio Legale