

PEDERSOLI e ASSOCIATI  
STUDIO LEGALE

Avv. CARLO PEDERSOLI  
Avv. MARIO NAPOLI  
Avv. DAVIDE D'ANGELO  
Avv. ANDREA MAGLIANI  
Avv. ANTONIO PEDERSOLI  
Avv. ANDREA GANDINI  
Avv. ELIO MARENA  
Avv. ALESSANDRO DUBINI  
Avv. ALESSANDRO MARENA  
Dott. GIOVANNI BANDERA\*\*  
Avv. ASCANIO CIBRARIO  
Avv. MAURA MAGIONCALDA  
Prof. Avv. EUGENIO BARCELLONA\*\*\*  
Avv. ALESSANDRO FOSCO FAGOTTO  
Avv. FILIPPO CASO  
Avv. DAVIDE CACCHIOLI  
Avv. PIERO ALBERTARIO  
Avv. CARLO RE  
Avv. MARCELLO LUCA MAGRO\*  
  
Avv. LAURA ARNOLETTI  
Avv. BARBARA BELLINI  
Dott. DANIELA CAPORICCI\*\*  
Avv. ALESSANDRA DE CANTELLIS  
Dott. ANDREA de' MOZZI\*\*  
Avv. GIANVITTORIO GIROLETTI ANGELI  
Prof. Avv. ARTURO MANIACI\*\*\*\*  
Avv. LISA NOJA\*  
Avv. LUCA SARACENI  
Avv. ALESSANDRO TUFANI  
Avv. ANTONELLA VALENTI  
Avv. ROMANO VALENTINI  
Avv. ENRICO VALERIO  
Avv. ALBERTO VALFRE

Avv. NICOLETTA CARAPELLA\*  
Avv. CONSUELO CITTERIO  
Avv. ANDREA FAORO  
Avv. CSABA DAVIDE JÁKÓ  
Avv. FRANCESCA LEVERONE  
  
Avv. VALENTINA ARMAROLI  
Avv. CHIARA BALDI  
Avv. LAURA BERNARDI  
Avv. MORENA BONTORIN  
Avv. VALENTINA CANEPA  
Avv. MARIA ADELE COLA  
Avv. FRANCESCA CONTINI  
Avv. DANIELE LUIGI CUSUMANO  
Avv. OLIVIA FIORENZA  
Avv. ALESSANDRA FOTTICCHIA  
Avv. FILIPPO FRABASILE  
Avv. EDOARDO GALEOTTI  
Avv. FRANCO PAOLO GIALLORETI  
Avv. GIANLUCA GRAZIOLI  
Avv. TERESA GRISOTTI  
Avv. MARCO GUERRA  
Avv. GIULIO LANGELLA  
Avv. LUIGI MARAGHINI GARRONE  
Avv. NICOLA MARTEGANI  
Avv. RITA MARTUCCI-ZECCA  
Avv. MARCO MOLINERIS  
Avv. DEBORA MONACI  
Avv. ALFREDO PASCARELLI  
Avv. FRANCESCA PERRONE  
Avv. JEAN DANIEL REGNA-GLADIN  
Avv. ALESSANDRO RONCHINI  
Avv. LUCA ROSSI PROVESI

Avv. FABIO ROTTIGNI  
Dott. PAOLO VIGANÒ\*\*  
Avv. MIMOSA VIGLIETTI  
Avv. LUIGI ZAGHENÒ  
Avv. SILVIA ZORZETTO  
  
Dott. LUIGI AMATI  
Dott. GIULIA ARAGNO  
Dott. ANNALISA BARATTO  
Dott. PAOLO BOLLINI della PREDOSA  
Dott. BEATRICE BOSCO  
Dott. VALENTINA ISABELLA CAVALLO  
Dott. LAURA ERSETTIGH  
Dott. FABRIZIO MAJONE BIANCHI  
Dott. PAOLO MANZONI  
Dott. PIETRO ANTONIO MESSINA  
Dott. FEDERICO MICHELINI  
Dott. EDOARDO PEDERSOLI  
Dott. ANDREA SALVEMINI  
Dott. ANDREA STURINI  
Dott. FRANCESCA TURCHIARELLI  
Dott. TOMMASO ROBERTO MARIA ZANIRATO  
  
of Counsel  
Avv. ALESSANDRO PEDERSOLI  
Avv. SERGIO SPERANZA  
Avv. FRANCESCO MARENA  
Avv. ENZO PULITANO

\* NEW YORK BAR  
\*\* DOTTOR COMMERCIALISTA  
\*\*\* PROF. DIR. COMM. PRESSO UNIV. PIEMONTE ORIENTALE  
\*\*\*\* PROF. AGGR. DIR. PRIV. UNIV. CA' FOSCARI DI VENEZIA

Milano, 30 aprile 2013

Spettabile  
CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 Roma

- Via SIPE Sistema Integrato per  
l'Esterno -

**Oggetto: Osservazioni sulla bozza di Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”**

Egregi Signori,

con riferimento al documento di consultazione del 29 marzo 2013 avente ad oggetto il “Regolamento in materia di raccolta dei capitali di rischio da parte delle start-up innovative tramite portali on line” (il “**Regolamento**”) contenente le disposizioni di attuazione degli artt. 50-quinquies (“Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative”) e 100-ter (“Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”) del TUF introdotti dall’art. 30 del D. L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. “decreto crescita bis”, convertito con modificazioni, nella L. n. 221 del 17 dicembre 2012), ringraziamo Codesta Commissione per l’opportunità di presentare i nostri commenti e rimettiamo di seguito alcuni brevi spunti di riflessione.

## **Premessa**

Vogliamo innanzitutto esprimere il nostro apprezzamento per l'impostazione organica del Regolamento oggetto di consultazione, essendo consapevoli del difficile compito di codesta rispettabile Commissione nella ricerca di un delicato punto di equilibrio tra le opposte istanze di libertà di iniziativa e protezione dell'investitore.

Alla luce degli obiettivi espressi della normativa primaria - ossia quelli di favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, di creare un contesto maggiormente favorevole all'innovazione ed attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali - i commenti che seguono sono volti a porre in evidenza alcuni oneri e limitazioni imposti agli operatori (gestori, emittenti e intermediari finanziari) che potrebbero essere riconsiderati nell'intento di dare un'efficace risposta agli obiettivi "progressivi" della normativa primaria.

## **Osservazioni su temi specifici**

### Articolo 2 (Definizioni)

La normativa primaria contenuta nell'articolo 30 del decreto crescita *bis* si riferisce genericamente alla "raccolta di capitali" per le *start-up* innovative.

La definizione di "strumenti finanziari" contenuta nel Regolamento, tuttavia, rende applicabile la disciplina prevista dal decreto crescita *bis* esclusivamente alla sottoscrizione di "azioni" o "quote" rappresentative del capitale sociale delle società, escludendo dal proprio ambito di applicazione un ampio novero di strumenti finanziari che le *start-up* tecnologiche sono, invece, solite utilizzare per finanziare i propri progetti di sviluppo.

Si potrebbe considerare di ampliare la definizione di "strumenti finanziari" includendo anche quegli strumenti che consentono la successiva sottoscrizione del capitale sociale, quali, per esempio, obbligazioni convertibili e *warrants* (laddove sia consentito ai sensi delle applicabili disposizioni di diritto societario).

### Articoli 14 (Obblighi di correttezza), 15 (Informazioni relative alla gestione del portale), 16 (Informazioni relative all'investimento in start-up innovative) e 17 (Informazioni relative alle singole offerte)

Si condivide la funzione attribuita ai portali quali "vetrine" delle offerte con facoltà dei gestori di fornire ulteriori servizi a "valore aggiunto". D'altro canto, si sottolinea che lo sviluppo di tali strumenti e l'accesso delle *start-up* innovative alle modalità di reperimento di capitali che la normativa primaria intende facilitare, dipende in larga parte dall'avvio e sviluppo di portali da parte degli operatori del mercato (siano essi gestori di diritto o gestori iscritti nello speciale registro) che necessitano di individuare in maniera quanto più precisa possibile l'estensione dei propri obblighi e delle connesse responsabilità.

Al fine di perseguire tale obiettivo, nella declinazione delle regole di condotta secondo lo schema tripartito delle informazioni da fornire agli investitori *retail*, si potrebbero eventualmente distinguere le informazioni *sub* categorie (i) (natura

dell'attività svolta dal portale) e (ii) (natura e specificità degli strumenti finanziari emessi dalle *start-up* innovative) da quelle *sub* categoria (iii) (specifiche caratteristiche di ciascuna offerta).

Si potrebbe, pertanto, ipotizzare, a titolo esemplificativo:

- (a) di accorpate in due distinte disposizioni (i) il set informativo “standardizzato” relativo al portale, alla sua attività e alle offerte (genericamente intese) poste in essere da *start-up* innovative che i portali sono obbligati a fornire agli investitori e (ii) il set informativo “specifico” relativo alla singola offerta che l'emittente è tenuto a pubblicare per il tramite del portale;
- (b) di modificare l'articolo 14, comma 2, precisando che l'obbligo del gestore di fornire “informazioni corrette, chiare e non fuorvianti” si riferisce al set informativo standard che il portale deve mettere a disposizione e non alle informazioni relative alle singole offerte, la cui responsabilità dovrebbe rimanere in capo all'emittente;
- (c) di precisare nell'attuale articolo 17, comma 1, che “in relazione a ciascuna offerta” il gestore ha l'obbligo di pubblicare le informazioni fornite dagli emittenti, senza alcun obbligo di verificarne la correttezza e completezza (in questo modo, si rafforzerebbe l'avvertenza contenuta nell'Allegato 3 secondo la quale “...l'emittente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite”).

#### Articolo 17 (Informazioni relative alle singole offerte)

Si condividono le osservazioni relative alle informazioni da fornire successivamente alla conclusione dell'offerta che potenzialmente rappresentano un'area di specifico interesse degli investitori laddove non sussistano i presupposti per l'applicazione di disposizioni di natura equivalente (quali, per esempio, quelle applicabili agli emittenti titoli diffusi). Si potrebbe, peraltro, chiarire che sul gestore non grava l'obbligo di procurare la pubblicazione di tali informazioni bensì semplicemente quello di pubblicare l'informativa fornita dall'emittente, il quale rimarrebbe il solo responsabile per la preparazione e diffusione della stessa. Altrettanto opportuno potrebbe essere chiarire che il portale agirebbe, nella specie, esclusivamente quale *medium* per la pubblicazione dell'informativa.

#### Articolo 19 (Obblighi in capo alle banche e alle imprese di investimento che ricevono gli ordini dal gestore)

La scelta, effettuata dal legislatore primario, di prevedere il necessario intervento di una banca o di una impresa di investimento autorizzata per eseguire gli ordini di sottoscrizione raccolti per il tramite dei portali rappresenta indubbiamente una forma di tutela dell'investitore *retail*, sebbene sia prevedibile che tale intermediazione comporti un aggravio di costi per gli investitori (e indirettamente per gli emittenti), di entità percentualmente rilevante considerati gli importi prevedibilmente bassi delle sottoscrizioni. Tenuto conto dei limitati spazi di flessibilità concessi dalla normativa primaria, si potrebbe valutare la possibilità di precisare quale sia il servizio di

investimento di *default* prestato dall'intermediario, in assenza di diverso accordo tra le parti, che consenta, da una parte, di minimizzare la responsabilità dello stesso e i conseguenti costi per il cliente (per esempio, richieda esclusivamente una valutazione dell'appropriatezza) e, dall'altra parte, imponga il minor numero di oneri in funzione dell'esecuzione della sottoscrizione richiesta su iniziativa del cliente.

Articolo 26 (Condizioni per l'ammissione delle offerte sul portale)

(A) Il Regolamento prevede che la sottoscrizione di una quota dell'offerta da parte degli investitori professionali e delle altre categorie di investitori costituisce un requisito preventivo di ammissibilità dell'offerta sul portale. Tale scelta normativa impone agli investitori professionali di sottoscrivere a fermo una quota dell'emissione senza avere ancora certezza che la stessa sia sottoscritta integralmente consentendo all'emittente di ottenere le risorse necessarie per finanziare il proprio progetto imprenditoriale. D'altro canto, per ovviare a tale rischio, gli investitori professionali potrebbero richiedere ai soci dell'emittente impegni di riacquisto delle partecipazioni sottoscritte (o prevedere altri meccanismi statuari equivalenti, quali per esempio, uno speciale diritto di recesso) nel caso in cui l'offerta non si concludesse positivamente.

Tenuto conto di quanto precede, si potrebbe riconsiderare la necessità di tale requisito e di valutare, in sua vece, la possibilità che l'offerta possa essere ammessa sul portale anche in assenza della preventiva sottoscrizione da parte degli investitori professionali purché il *closing* della stessa sia condizionato a tale sottoscrizione. In altri termini, si potrebbe valutare di consentire l'ammissione sul portale anche di offerte che prevedano quale condizione di efficacia la sottoscrizione di una quota da parte degli investitori professionali, essendo comunque garantita per tal guisa la funzione di "garanzia" per gli investitori rappresentata da tale sottoscrizione. In quest'ultimo caso, potrebbe essere opportuno modificare coerentemente la lett. b) del punto 4 dell'Allegato 3 al Regolamento.

(B) Si potrebbe forse precisare meglio la disposizione relativa alla durata dei diritti statuari di *exit* prevista dall'articolo 26, comma 1, lettera b).

L'attuale formulazione collega, infatti, la durata di tali previsioni di *exit* al periodo in cui sussistono i requisiti stabiliti dall'articolo 25, comma 2 del decreto crescita *bis* che attengono a profili dimensionali, organizzativi, temporali, qualitativi nonché di composizione della compagine sociale; si deve, pertanto, ritenere che il venir meno anche solo di uno di tali requisiti produrrebbe l'automatica inefficacia delle suddette previsioni statuarie. Si rileva tuttavia che collegare la durata dei diritti di *exit* al venir meno di taluni di tali requisiti (per esempio, quelli sub lettera d) (valore della produzione), e) (distribuzione di utili) e h) (valore minimo delle spese in ricerca e sviluppo, composizione della forza lavoro e titolarità di diritti di privativa industriale)) potrebbe apparire non coerente con gli obiettivi che la norma primaria intende tutelare. Si potrebbe valutare, pertanto, di prevedere in modo esplicito il periodo durante il quale i diritti di *exit* possono essere esercitati ricorrendone i presupposti.

Nell'auspicio di aver fornito qualche valido spunto di riflessione, restiamo a disposizione di Codesta Spettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con osservanza.

Antonio Pedersoli / Marcello Magro / Giulia Aragno