

*Avv. Alessandro di Gioia*

Roma, 9 luglio 2015

Comunicazione a mezzo SIPE

Spett.le  
**Consob**  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

**OGGETTO: Osservazioni alla consultazione preliminare avente ad oggetto la revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*.**

Egregi Signori,

la presente in nome e per conto della SiamoSoci S.r.l., società autorizzata alla gestione di portali di *crowdfunding*.

Si è scritto molto in questi ultimi anni sull'importanza delle *startup* e non è nostra intenzione dilungarci su questo. Intendiamo però sottolineare che le *startup* rappresentano il presente ed futuro del nostro paese tanto che i nostri governanti non solo hanno pensato ed attuato una legge *ad hoc* per le *startup* innovative, ma le pongono al centro di un disegno di crescita volto a sopperire alle mancanze venutesi a creare con la grande crisi economica ed occupazionale.

Vogliamo quindi iniziare il presente contributo ponendo l'accento sull'importanza dei giovani che con fiducia guardano al sistema *startup* come possibile modello per "uscire" dalla forte crisi occupazionale al tempo stesso offrendo a giovani loro pari altrettante opportunità di lavoro.

I dati circa la costituzione di *startup* innovative sono incoraggianti e nell'ultimo periodo la percentuale di costituzione di *startup* innovative è incrementata di circa il 66%, passando da 2.227 *startup* registrate a fine anno 2013 a 3711 registrate a marzo 2015.

Se le *startup* dunque sono importanti è altresì ed ancora più importante aiutarle a crescere e sviluppare le loro idee.

In tale contesto assume rilievo l'ecosistema che si è creato intorno alle *startup* con la presenza da un lato degli incubatori/acceleratori che offrono i servizi di base (dalla *location*, alla connettività, al

*mentoring* principalmente in tema di programmazione, *business plan* e *marketing*) e dall'altro dei *business angel/venture capital* che offrono i capitali di rischio.

Mentre il sistema degli incubatori/acceleratori sta dando buoni frutti, essendo molte le *startup* che fruiscono dei diversi servizi di incubazione, il sistema di raccolta dei capitali di rischio stenta a decollare ed è attualmente circoscritto a pochi soggetti "esperti" che conoscono il settore ed hanno deciso di investirvi. I dati testimoniano che oggi sul mercato operano alcuni (si contano sul palmo di una mano) fondi di *venture capital* che investono prevalentemente in *startup* e alcuni *club deal*, società veicolo che investono prevalentemente in *startup*.

Probabilmente nel momento in cui si scrive se non vi fosse stata l'esistenza di questi (seppur pochi) soggetti neanche si potrebbe parlare di ecosistema *startup*, il quale sarebbe "morto sul nascere".

Vogliamo portare l'esempio di un *club deal* vicino a SiamoSoci, denominato Club Italia Investimenti 2. Tale *club deal* ha un capitale sociale di Euro 5 milioni e ad oggi ha effettuato 63 investimenti per un totale di Euro 4.337.096,39, con un investimento medio in ogni singola *startup* di circa Euro 49.000,00. Club Italia Investimenti 2 ha investito in *startup* facenti parte del programma di incubazione presso i principali incubatori italiani ed è intervenuta nelle primissime fasi di vita di queste *startup* (*pre-seed*) consentendo alle medesime da un lato di sviluppare i prototipi delle loro idee, dall'altro di presentarsi preparate al successivo round di investimento (*seed*) da parte dei pochi fondi di *venture capital*.

Club Italia Investimenti 2 ha collaborato con 8 acceleratori. Il numero massimo di *startup* provenienti dal singolo acceleratore è 15, il numero minimo 1. L'investimento medio per acceleratore è stato di Euro 544.000,00, l'investimento massimo Euro 1.000.073,22, il minimo Euro 50.000,00.

Da questa breve disamina appare dunque evidente che il problema più grande da risolvere attualmente per la crescita delle idee e dell'innovazione è il reperimento dei capitali di rischio.

L'*equity crowdfunding* ("EC") oggetto della presente consultazione ad oggi purtroppo, così come la Consob ha potuto concludere al termine della propria analisi, non è riuscito a rispondere a tale esigenza. Riteniamo che diverse siano le ragioni di tale "falsa partenza", di cui parleremo brevemente in seguito, qui preme evidenziare la motivazione che a nostro avviso è la più rilevante. L'EC, come evidenzia il nome stesso, è nato con l'obiettivo di reperire risorse presso una folla di investitori. Tuttavia, così come indicato nella breve disamina sopra riportata e così anche come concluso dalla Consob a seguito della propria analisi, i dati dimostrano che il finanziamento alle *startup* è un sistema circoscritto a pochi "esperti" del settore. La folla non è ancora pronta ad investire in *startup* in quanto, riteniamo, non è ancora educata in tal senso. Manca ancora la creazione di un tessuto di conoscenza intorno al settore che ad oggi non consente alla folla di capire l'importanza di investire nelle *startup* sia per un eventuale ritorno sull'investimento e sia per la crescita occupazionale del paese.

Occorre dunque educare la folla. Sarà un processo lento che passa sicuramente per l'impronta che i nostri governanti vorranno dare al sistema, ma anche per un'attività che giorno per giorno chi è più vicino agli investitori dovrebbe svolgere e che invece ad oggi non può svolgere. Nessuno più dei promotori finanziari ad oggi sarebbe in grado di portare a conoscenza degli investitori l'importanza di

investire nelle startup. Viceversa l'attuale regolamento della Consob non ammette tale possibilità. Conseguentemente il primo suggerimento che ci sentiamo di offrire alla Consob è quello di consentire ai promotori finanziari di "raccontare" ai loro clienti che esiste la possibilità di investire in startup innovative su portali di crowdfunding. **Ovviamente i promotori finanziari dovranno essere incentivati a svolgere tale attività e conseguentemente dovranno poter essere remunerati dai gestori dei portali di EC.** Non si vede del resto quale possa essere una valida ragione per vietare tale opportunità. La Consob all'esito della consultazione del regolamento attualmente in vigore ha ritenuto di vietare tale opportunità ritenendo che la stessa *"non è in linea con la filosofia del crowdfunding, indirizzato alla folla direttamente attraverso la piattaforma on-line"*.

Nel constatare che la Consob non adduce alcuna motivazione a tutela degli investitori, ai quali peraltro si aggiungerebbe eventualmente un'ulteriore tutela rispetto a quelle già previste dalla raccolta tramite i portali di EC in quanto i promotori si limiterebbero a segnalare le opportunità presenti sui vari portali, così mantenendo la struttura degli investimenti tramite gli stessi, ci permettiamo di sottolineare che in ragione di quanto sopra osservato in tema di educazione del mercato dell'EC, **la possibilità per i gestori di portali di EC di servirsi di promotori finanziari contribuirebbe allo sviluppo del mercato dell'EC medesimo.**

L'altra ragione per cui riteniamo che l'EC non si sia sviluppato in questo primo periodo risiede nelle soglie di investimento previste dall'attuale regolamento. La motivazione principale di tale mancato sviluppo è riconducibile sempre al fatto che la folla non è ancora matura per l'EC. La stessa analisi della Consob ha concluso che gli investimenti eseguiti nei quattro casi di successo fino ad oggi riscontrati sono stati effettuati da pochi investitori con un investimento medio di 10.000,00 euro. La seconda motivazione risiede invece nella mancanza di incentivazione da parte delle *startup* stesse, in quanto un investimento medio di euro 500,00 per investitore non rende particolarmente veloce il reperimento delle risorse di cui le *startup* hanno bisogno, che viceversa sono nell'ordine delle centinaia di mila euro.

Vi è anche di più. Con l'entrata in vigore dell'*investment compact* (Legge 33/2015), adesso possono raccogliere tramite portali di *crowdfunding* anche gli OICR e le altre società che investono prevalentemente in *startup* innovative. Nell'osservare che tale possibilità rappresenta un ottimo impulso per il mercato consentendo peraltro agli investitori di poter investire direttamente nei veicoli che poi a loro volta investiranno in molteplici *startup* così potendo maggiormente garantire un ritorno agli investitori medesimi in un'ottica di investimento quantitativo e di diversificazione del rischio, rileviamo come il limite di 500 euro per tali veicoli sia veramente inappropriato. Tali veicoli difatti, dovendo investire in diverse startup hanno un obiettivo di raccolta più alto della singola startup ed il limite di 500 euro non consentirebbe affatto una raccolta alla velocità che richiede il mercato delle startup.

**Riteniamo dunque che la Consob nel nuovo regolamento debba alzare la soglia dei singoli investimenti degli investitori non professionali almeno ad Euro 25.000,00.**

Per quanto attiene invece gli investimenti c.d. "sopra soglia", l'attuale regolamento prevede l'obbligo per gli istituti autorizzati di effettuare i *test* di adeguatezza e appropriatezza previsti dalla MIFID. Ad

*Avv. Alessandro di Gioia*

oggi l'ABI non è riuscita a concludere gli accordi interbancari utili a consentire a chi voglia effettuare un investimento sopra soglia di eseguire i *test* presso il proprio istituto bancario con onere di quest'ultimo di trasmettere i *test* medesimi alla banca depositaria. Tale inefficienza costituisce un vero ostacolo allo sviluppo dell'EC e i fatti dimostrano che se gli accordi interbancari non sono intervenuti fino ad oggi difficilmente interverranno da qui a breve. Occorre conseguentemente creare un'alternativa che agevoli il processo ed in tal senso si ritiene che una possibile soluzione sia quella di consentire agli stessi gestori di portali di EC di svolgere i *test* attraverso una procedura da svolgersi esclusivamente on line.

Per quanto attiene infine la norma contenuta nell'attuale regolamento circa l'obbligo di riservare una quota di partecipazione all'investimento sui portali di EC ad investitori professionali o a particolari categorie di investitori individuati dalla Consob, si ritiene che la stessa debba essere allargata a ulteriori categorie di soggetti ed in particolare a quei soggetti che nella loro qualità di "esperti" di settore siano in grado di valutare la bontà o meno di un progetto di impresa. In tal senso suggeriamo di allargare l'ambito ai *club deal* i quali, come sopra indicato, rappresentano una delle principali risorse messe a disposizione delle startup, nonché a *business angel* qualificati che abbiano effettuato almeno 5 investimenti in capitale di rischio nell'arco di due anni.

Di seguito si riportano in sintesi le proposte di modifica suggerite:

1. consentire ai gestori di portali di EC di concludere accordi remunerativi con i promotori finanziari;
2. aumentare la soglia degli investimenti "sotto soglia" almeno ad euro 25.000,00;
3. consentire ai gestori di portali di EC di svolgere essi stessi i *test* di adeguatezza e appropriatezza previsti dalla MIFID attraverso una procedura da svolgersi esclusivamente on line;
4. allargare l'ambito dei soggetti della quota riservata ai *club deal* e ai *business angel* qualificati che abbiano effettuato almeno 5 investimenti in capitale di rischio nell'arco di due anni;

Nell'auspicare di aver offerto un valido contributo e nella speranza che le proposte di modifica dell'attuale regolamento sopra riportate possano essere accolte da Consob e nel rimanere a disposizione per eventuali incontri, cogliamo l'occasione per inviare cordiali saluti.

Distinti saluti.

Avv. Alessandro di Gioia