

Spettabile
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Strategie Regolamentari
via G. B. Martini, 3
00198 Roma

Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione recante il testo del Regolamento in materia di “Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line” (di seguito, il “Regolamento”)

Egregi Signori,

come discusso durante l'incontro del 19 aprile u.s. presso gli uffici di codesta spettabile Commissione, Vi presentiamo di seguito alcune osservazioni al testo di Regolamento nonché determinate considerazioni di ordine generale in tema di raccolta di capitale di rischio da parte di start-up e di operatività dei portali on-line.

Al riguardo le aree di intervento prese in considerazione sono le seguenti: Valutazioni, *Governance* e Liquidabilità.

In primo luogo, occorre premettere che al fine di rendere possibile l'attività di *crowdfunding*, il costo amministrativo della singola operazione non dovrebbe, a nostro avviso e sulla base della nostra esperienza, eccedere il 5% dell'ammontare investito. Conseguentemente, nel caso in cui il limite minimo dell'investimento fosse pari a 50 euro, il costo amministrativo relativo all'operazione dovrebbe essere inferiore a 2,5 euro, nel caso in cui il limite minimo dell'investimento fosse pari a 100 euro il costo amministrativo non dovrebbe superare i 5 euro e così via (ogni incremento dell'ammontare minimo diminuirebbe però drasticamente la valenza del *crowdfunding*).

Alla luce di quanto sopra esposto, si osserva che qualunque regolamentazione che non tenesse in considerazione i relativi costi di implementazione rischierebbe di vedere ridotta la sua attuabilità.

1. Stima del valore della singola start-up (Valutazione)

Una delle principali esigenze in tema di raccolta di capitali di rischio da parte di start-up risiede sicuramente nel cercare di garantire ai potenziali investitori che le valutazioni finanziarie sul valore dell'azienda proposte dalle singole start-up in fase di raccolta di capitali non siano sovrastimate rispetto al loro effettivo *fair value* che deve rispecchiare l'effettivo stato di

avanzamento dei progetti.

La congruità di tale valore può essere garantita attraverso la partecipazione all'investimento di uno o più investitori professionali alle stesse condizioni alle quali viene effettuato l'investimento da parte dell'investitore non professionale.

In tal senso, l'art.26, lett. a) del Regolamento prevede che: *“una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti **sia stata sottoscritta** da investitori professionali ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo di cui all'art. 2 della legge 5 ottobre 1991 n. 317, incubatori di start-up innovative di cui all'art. 25, comma 5, del decreto”*.

A tal fine, secondo la nostra esperienza la quota riservata agli Investitori Professionali (i.e. 5% del capitale richiesto su ciascun round da parte della singola start-up) appare sufficiente all'ottenimento degli obiettivi di cui sopra.

Diversamente, appare poco efficiente al fine della corretta operatività dei portali online la scelta operata di prevedere, quale meccanismo volto ad assicurare che una quota di strumenti finanziari oggetto dell'offerta sia sottoscritta da parte di investitori professionali o di altre categorie di investitori, che tale sottoscrizione rappresenti **un requisito per l'ammissione delle offerte sui portali**. Non sarebbe dunque possibile avviare le offerte tramite portale (facendo appello al pubblico degli investitori) se l'intera quota riservata non sia stata preventivamente sottoscritta. In tal modo si otterrebbe ostacolerebbe l'operatività delle piattaforme svuotandone al contempo l'utilità in quanto la pubblicazione delle informazioni sul portale ha proprio la funzione di promuovere l'attività della start-up innovativa affinché la stessa possa aumentare la propria visibilità sul mercato e facilitare l'approvvigionamento di risorse finanziarie tanto presso privati quanto presso investitori professionali.

L'investimento da parte dell'Investitore Professionale, infatti, non dovrebbe essere necessariamente precedente rispetto a quello degli altri investitori ma potrebbe essere ugualmente contestuale purché avvenga ad una valutazione pari o comunque non inferiore rispetto a quella degli investitori *retail*.

In tal modo, sarebbe possibile contemporaneamente:

- a. garantire che gli investitori non professionali beneficino della medesima valutazione dei professionali.
- b. rendere più agevole l'accesso al canale del *crowdfunding*. La ricerca di un investitore istituzionale prima di ricorrere al canale online, di fatto vanificherebbe i benefici di questa modalità di finanziamento, costringendo le start-up ad una dispersione di tempo e risorse per la ricerca dell'investitore.

La sottoscrizione del 5% da parte di investitori professionali e/o altre particolari categorie identificate da Consob dovrebbe quindi essere configurata come una condizione sospensiva dell'efficacia dell'operazione di finanziamento e quindi delle singole manifestazioni di interesse degli investitori ovvero dell'offerta anziché come un pre-requisito alla presentazione della start-up sui portali.

2. Governance

Il *crowdfunding* comportando per sua natura l'apertura del capitale sociale anche ad investimenti di piccolo taglio da parte del pubblico indistinto determina l'eventualità per le start-up di dover accogliere un numero elevato di nuovi soci, anche nell'ordine delle centinaia ed in alcuni casi delle migliaia. Questo pone la necessità di prevedere meccanismi in grado di salvaguardare

l'efficacia e la semplicità della *governance*, elemento di essenziale importanza per un'azienda nascente.

I possibili rischi percepiti dalle start-up in relazione ad un eccessivo allargamento della compagine sociale sono da ricercarsi principalmente nella difficoltà di amministrazione dell'azienda in presenza di un numero eccessivo di soci di minoranza dotati di diritti amministrativi (i.e. diritto di convocare assemblea, azione di responsabilità nei confronti degli amministratori etc...) e la presenza di una normativa primaria che garantisce a tutti i soci di minoranza delle società a responsabilità limitata diritti di verifica e impugnativa dei bilanci indipendentemente dalla quota detenuta.

In merito, è possibile ipotizzare due distinte soluzioni:

- a. una prima possibilità potrebbe prevedere la costituzione di veicoli di investimento che raggruppino gli investitori "crowd". In tal modo l'investimento verrebbe effettuato nel veicolo che a sua volta investirebbe nella start-up interessata. L'investitore del veicolo dovrebbe avere la possibilità di richiedere in qualunque momento la conversione delle proprie quote in quote della start-up (come avviene con gli ETF), permettendo in tal modo di avvicinare il valore di mercato del nav dell'investimento a quello di mercato e permettendone di conseguenza una più agevole contrattazione sul secondario. Le quote della start-up sottoscritte dal veicolo potrebbero in questo caso avere diritti amministrativi aumentando così l'interesse dell'investitore a rimanere nel veicolo. La costituzione e la gestione dei veicoli potrebbe essere demandata ai portali stessi; e/o
- b. alternativamente sarebbe possibile assegnare agli investitori direttamente le quote della start-up. Prevedendo però quote con diritti patrimoniali ma prive di diritti amministrativi. Questa soluzione espone le start-up, per loro natura dotate di poche risorse e struttura, alla necessità di dover far fronte ad un carico amministrativo relativo alle comunicazioni con i soci.

3. Liquidabilità dell'investimento

Al fine di poter garantire o quantomeno facilitare l'exit da parte degli investitori a nostro avviso sarebbe necessario ipotizzare un mercato secondario delle quote di start-up innovative sottoscritte nel primario.

Questo mercato potrebbe essere organizzato nei due seguenti modi:

- a. incontro di domanda e offerta ad un prezzo di listino, con cadenza da definire, ma comunque non inferiore ai 30 giorni;
- b. pubblicazione di tutte le offerte di acquisto e di vendita, favorendo la compravendita e la contrattazione privata.

In entrambi i casi le quote dovrebbero essere liberamente trasferibili, meglio se al portatore (come le azioni di risparmio) e senza alcun diritto di prelazione.