



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

IL FINANZIAMENTO 2.0: L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING

RELATORE:

CH.MA PROF.SA CINZIA BALDAN

LAUREANDA: GIACOMAZZO DEBORA

MATRICOLA N. 1090238

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 1
CAPITOLO 1: L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING	pag. 3
1.1 Cos'è l' <i>equity-based crowdfunding</i> ?	
1.2 Lo sviluppo del <i>crowdfunding</i>	
1.3 Le prospettive di sviluppo	
CAPITOLO 2: IL QUADRO NORMATIVO	pag. 14
2.1 La normativa negli USA: il <i>JOBS Act</i>	
2.2 La regolamentazione in Europa	
2.2.1 Il quadro normativo in Italia	
CAPITOLO 3: EQUITY CROWDFUNDING: CONFRONTO TRA ELEMENTI DI CRITICITÀ E OPPORTUNITÀ DI SVILUPPO	pag. 25
3.1 I rischi dell' <i>equity-based crowdfunding</i> : analisi della letteratura	
3.2 I vantaggi dell' <i>equity-based crowdfunding</i> : analisi della letteratura	
3.3 I vantaggi superano i rischi?	
3.3.1 Descrizione di due casi tipo	
CONCLUSIONI	pag. 41
BIBLIOGRAFIA	pag. 43
SITOGRAFIA	pag. 46

INTRODUZIONE

Il presente elaborato contiene un approfondimento sull'*equity-based crowdfunding*, ossia una forma di finanziamento alternativa che consente ad un numero elevato di investitori di ottenere un titolo di partecipazione al capitale di rischio di una società senza che vi sia un processo di quotazione. In particolare, l'obiettivo del lavoro è dimostrare che si tratta di una forma di finanziamento "complementare" alle forme tradizionali, particolarmente idonea a soddisfare le esigenze finanziarie tipiche della fase di avviamento di un'impresa.

La scelta di trattare questo argomento deriva dalla consapevolezza che il mondo economico sta cambiando grazie a molteplici fattori, tra i quali spiccano la tecnologia e la digitalizzazione. Conseguentemente a ciò, la condivisione e la collaborazione hanno assunto un'importanza crescente, comportando la definizione di nuovi paradigmi comportamentali (Iosio e Valentinuz, 2016). Di conseguenza si è sviluppato un nuovo concetto di economia: la *sharing economy*. Quest'ultima è un fenomeno in continuo sviluppo, in grado creare nuove opportunità di lavoro e di remunerazione.

Più in particolare, ai fini della trattazione si è ritenuto più utile considerare la *crowd economy*, cioè un'evoluzione della *sharing economy* che pone maggiore importanza al ruolo del network. Non esiste una vera e propria definizione di *crowd economy*, tuttavia essa può essere considerata un'espressione che descrive un sistema basato su nuove tecnologie che permettono agli individui di condividere risorse di diversa natura. Si tratta di un mercato molto connesso in cui l'obiettivo è sfruttare le risorse e i beni sottoutilizzati (Iosio e Valentinuz, 2016). L'*equity-based crowdfunding* rientra tra le tipologie di *crowd economy*.

L'elaborato si sviluppa in tre capitoli.

Nel primo capitolo, sono state brevemente descritte le diverse tipologie di crowdfunding: *reward-based*, *donation-based*, *lending-based*, *equity-based* e *ibride-based*. La scelta di approfondire la categoria *equity-based* deriva dal fatto che essa fornisce uno sbocco concreto per i microimprenditori alla ricerca di risorse finanziarie. Oltre a ciò, questo metodo di finanziamento è in grado di aiutare l'innovazione in quanto risponde alle esigenze finanziarie tipiche delle start up, anche innovative. Inoltre, il ricorso a questo tipo di raccolta di capitali si

è intensificato molto negli ultimi anni, soprattutto in quei casi in cui i canali tradizionali non erano in grado di intervenire. Infatti l'*equity-based crowdfunding*, negli anni seguenti la crisi finanziaria, si è dimostrato uno strumento a sostegno della crescita, in particolare per le imprese di piccole e medie dimensioni. Si tratta, dunque, di un argomento di estrema attualità e, per questo, in continuo sviluppo.

Nel secondo capitolo si delineano i principali profili normativi dell'argomento trattato, ponendo l'attenzione sul fatto che il quadro normativo è in continuo sviluppo e sulla mancanza di una normativa armonizzata a livello europeo. In seguito vengono delineate le principali caratteristiche dei corpi normativi americano ed italiano poiché costituiscono le prime e più complete regolamentazioni riguardo l'*equity-based crowdfunding*.

Nel terzo e ultimo capitolo vengono descritti e messi a confronto i principali rischi e vantaggi di questa forma di finanziamento. Successivamente, con l'ausilio della letteratura, di due casi aziendali e di dati empirici, si cerca di dimostrare a quali condizioni i vantaggi possono superare gli elementi di criticità evidenziati.

CAPITOLO 1

L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING

1.1 Cos'è l'*equity-based crowdfunding*?

Equity-based crowdfunding letteralmente significa “raccolta di fondi basata sul capitale”. Più in particolare, come si può leggere dal sito della Borsa Italiana, si tratta di una forma di finanziamento alternativa che consente di ottenere un titolo di partecipazione al capitale di rischio di una società attraverso un investimento *online*. Tale partecipazione attribuisce all'investitore diritti patrimoniali e amministrativi: dunque, può essere considerata come una sorta di ricompensa che egli riceve dalla società in seguito al finanziamento che le ha concesso. Perciò l'investitore, che finanzia un progetto attraverso l'*equity-based crowdfunding*, condividerà il rischio d'impresa con il fondatore della società e, se il progetto andrà a buon fine, essi divideranno anche i dividendi o il capital gain nel caso in cui la società dovesse essere ceduta a un acquirente.

Le particolarità di questa forma di finanziamento sono:

- l'apertura della sottoscrizione del capitale a una moltitudine di soggetti, sia privati sia istituzionali, anche se non vi è alcuna quotazione in Borsa. Per questo motivo, è necessario che la società presenti in modo chiaro e coerente un business plan che delinea i risultati economico-finanziari ai quali essa ambisce;
- i principali costi si riferiscono all'elaborazione del progetto, alla remunerazione per l'attività svolta *online* e alle consulenze legali, finanziarie e di marketing. In aggiunta bisogna considerare anche dei costi indiretti attenenti, come spiegano Iosio e Valentinuz (2016, p. 95), “alla disciplina gestionale (come ad esempio le assemblee con gli azionisti), alla tenuta in ordine dei libri contabili, e al pacchetto informativo minimo richiesto dalle autorità di vigilanza e dagli statuti societari al fine di tutelare gli azionisti”;

- la comunicazione deve essere efficace e coinvolgere tutti gli stakeholders. Per questo motivo, la strategia che la società intende attuare dovrebbe essere presentata in modo semplice e chiaro, soprattutto in situazioni innovative. Inoltre è essenziale esporre i diritti e i meccanismi di uscita dalla società per gli azionisti.

La caratteristica principale dell'*equity-based crowdfunding*, però, è l'utilizzo di piattaforme *online* che si sono diffuse negli ultimi anni. Questi portali contengono tutte le informazioni necessarie all'eventuale investitore per decidere se finanziare o no un progetto, ad esempio dal sito della Borsa Italiana si può leggere che "si tratta di piattaforme vigilate dalla Consob... [che] forniscono agli investitori le informazioni sulle start-up e sulle singole offerte attraverso apposite schede...". Inoltre, questi portali eseguono una sorta di selezione *ex-ante* dei progetti da presentare, valutando i business plan e la coerenza dei risultati economico-finanziari cui la società aspira. Perciò, come spiegano Iosio e Valentinuz (2016), la novità che queste piattaforme introducono è che, tramite esse, avviene una sorta di disintermediazione dei soggetti istituzionali, quali ad esempio le banche. Nonostante ciò, questi portali *online* consentono comunque, di creare una *best practice* in modo da poter supportare al meglio le controparti durante il processo di finanziamento. Ciò si può riscontrare nel fatto che, in generale, è possibile definire il meccanismo di funzionamento dell'*equity-based crowdfunding*, che può essere essenzialmente riassunto in questi punti:

- la società prepara la campagna di *equity-based crowdfunding* e rende pubblico il proprio progetto attraverso una piattaforma *online*;
- tramite il portale *online*, l'eventuale investitore acquisisce tutte le informazioni sul progetto e decide se finanziarlo o no;
- se l'investitore decide di sovvenzionare il progetto, il gestore della piattaforma *online* trasmette la decisione a una banca o a un'impresa d'investimento;
- la banca o l'impresa d'investimento perfeziona la sottoscrizione raccogliendo la somma in un conto corrente indisponibile a favore della società.

Più in particolare, il procedimento dipende dal tipo di piattaforma *online* di cui ci si serve, o meglio: i portali *online* perseguono sempre lo stesso scopo, cioè raccogliere offerte finché non si raggiunge l'ammontare richiesto e, in seguito, dar luogo alla fase vera e propria di sottoscrizione dell'investimento, tuttavia, il modo con cui tale obiettivo viene raggiunto è

diverso da piattaforma a piattaforma. Per esempio, tra i più importanti portali italiani che offrono progetti di *equity-based crowdfunding*, si possono trovare:

- SiamoSoci: si tratta di un operatore che, essenzialmente, si occupa solamente di semplificare la comunicazione tra società e investitore e di facilitare il monitoraggio dell'investimento. Infatti, Piattelli (2013, p. 20) scrive “-Siamosoci- dichiara poi di non offrire servizi, e di non svolgere attività, di consulenza finanziaria e/o agli investimenti, sottoscrizione e/o collocamento di strumenti finanziari, ricezione e trasmissione di ordini, consulenza legale e/o fiscale, mediazione o collocamento di prodotti finanziari; precisa infine di non essere una società di intermediazione mobiliare o un broker o un intermediario finanziario autorizzato e non è autorizzata in quanto tale ai sensi della normativa sull'intermediazione finanziaria.” Attraverso questo portale, in pratica, gli investitori possono accedere a tutte le informazioni necessarie per valutare i progetti ai quali sono interessati e, in seguito, selezionare autonomamente i progetti che intendono finanziare. D'altra parte, le società hanno la possibilità di trovare degli investitori privati che finanzino la propria crescita.
- Unicaseed: si tratta di una piattaforma *online* gestita da “Unicasim società di intermediazione mobiliare S.p.a.”. A differenza di Siamosoci, Unicasim, in quanto società d'intermediazione mobiliare, è un soggetto autorizzato di diritto dalle norme approvate dal Governo italiano nel 2012 a gestire piattaforme di *equity-based crowdfunding*. Un'altra diversità rispetto a Siamosoci è che non tutti gli investitori possono liberamente accedere alle informazioni riguardanti i progetti che necessitano di finanziamenti. Unicaseed, infatti, si può dividere in tre differenti aree:
 - ✓ area “pubblica”: consente di accedere solamente alle informazioni di carattere generale e non permette di compiere investimenti;
 - ✓ area “registrata”: accessibile a coloro che si registrano nel portale. Consente di conoscere più dettagli riguardo ai progetti proposti, ma non permette di investire;
 - ✓ area “identificata”: l'utente sarà tenuto a leggere un contratto, che dovrà poi sottoscrivere e inviare alla sede del gestore. In quest'area il cliente ha pieno accesso a tutte le opportunità che il portale può offrire. Infatti dopo che Unicasim avrà verificato la disponibilità finanziaria, la conoscenza e l'esperienza del cliente, egli potrà anche effettuare investimenti.

Tra le piattaforme estere di *equity-based crowdfunding* più utilizzate ci sono:

- Crowdcube: si tratta di una piattaforma inglese soggetta alla vigilanza della *Financial Conduct Authority* (FCA). Per investire sui progetti presentati nel portale, l'utente deve innanzitutto diventare socio della società Crowdcube Ventures Limited e non avrà l'obbligo di versare denaro finché la raccolta non sarà stata sottoscritta. Una volta che l'ammontare richiesto è stato raggiunto, sarà Crowdcube a predisporre tutti i documenti necessari e a inviarli a tutti gli investitori. Questi ultimi, dal momento della ricezione, hanno sette giorni di tempo per proporre modifiche o per ritirarsi, dopodiché l'investimento diventerà vincolante. Alla fine della procedura, ogni socio riceverà il certificato che rappresenta la propria partecipazione e il denaro sarà versato alla società.
- Symbid: è una piattaforma olandese che permette di investire da un minimo di 25 euro fino a un massimo di 2,5 milioni di euro per ogni progetto presentato. Ogni investitore può ritirarsi in qualunque momento fino a che non viene raggiunto l'ammontare richiesto. Qualora la raccolta vada a buon fine, ogni investitore diventerà socio e la quota che possiederà sarà proporzionale all'investimento. Symbid è dotata anche di uno spazio chiamato *inner circle* dedicato alla comunicazione tra investitore e imprenditore durante tutta la vita dell'investimento.
- AngelList: è un portale americano che mette in contatto gli imprenditori solamente con gli *Accredit Investors*, cioè con gli investitori professionali facenti parte della *Security and Exchange Commission* (SEC). Gli utenti possono accedere alle informazioni riguardanti i progetti solamente dopo aver compilato un questionario che verifica le loro conoscenze.
- Alternativa: si tratta di una piattaforma francese che consente di investire da un minimo di 500,00 euro fino a un massimo di 10.000,00 euro per ogni progetto. Come spiega Piattelli (2016, p. 18) “il gestore dichiara di essere autorizzato allo svolgimento di servizi di investimento, alla gestione di mercati alternativi di investimento, soggetto alla regolamentazione delle autorità francesi (ACP e AMF)...”. Infatti, Alternativa si propone come un operatore di *crowdsourcing*, *crowdfunding* e *crowdtrading* giacché le partecipazioni delle società, cui il progetto ha ottenuto successo, possono essere scambiate tra gli investitori in un mercato alternativo chiamato *multilateral trading facility*, quale ad esempio AIM Italia.

- Foundbyme: è un portale che opera in Svezia e Finlandia. La caratteristica principale di questa piattaforma è che è l'imprenditore che stabilisce quali informazioni mettere a disposizione degli investitori. Il procedimento si può suddividere in due fasi:
 - ✓ *pre-round*: gli imprenditori presentano il loro progetto e gli investitori interessati possono sottoscriverlo oppure chiedere delucidazioni o informazioni;
 - ✓ *opening round*: gli imprenditori contattano gli investitori per chiedere di versare la somma sottoscritta. Essi possono anche decidere di non contattare alcuni finanziatori che hanno mostrato interesse nella fase precedente.

Come si può vedere da questa breve esposizione, ogni piattaforma è caratterizzata da un proprio approccio alla campagna di *crowdfunding*, e ciò influenza il procedimento con cui avviene la raccolta fondi.

2.1 Lo sviluppo del *crowdfunding*

Contrariamente a ciò che si potrebbe pensare, il *crowdfunding* non è un fenomeno così recente. Infatti, Piattelli (2016) ricorda che la prima raccolta fondi realizzata attraverso un finanziamento collettivo è stata eseguita nel 1884. Si trattò di una sorta di “antenato” del *civic crowdfunding*, ossia il finanziamento collettivo civico attraverso il quale vengono finanziate opere pubbliche e attività di restauro. Sostanzialmente i francesi inviarono negli Stati Uniti la Statua della Libertà, ma, all'arrivo della scultura nel 1885, si riscontrò una complicazione: non erano stati stanziati fondi a sufficienza per la costruzione del piedistallo che avrebbe dovuto sostenere la statua. Dopo diversi tentativi di raccolta fondi falliti, Joseph Pulitzer, che pubblicava il giornale americano *World* comunicò la sua intenzione di raccogliere 100.000,00 dollari (2,3 milioni di dollari odierni) per finanziare la costruzione del piedistallo e promise di pubblicare nel suo giornale il nome di chiunque avesse partecipato, a prescindere dall'importo. Dopo cinque mesi la raccolta andò a buon fine: furono accumulati 102.000,00 dollari!

In questo evento si possono riconoscere tutte le peculiarità che caratterizzano il *crowdfunding*, a eccezione dell'utilizzo di portali *online*. Di conseguenza, si può affermare che la vera novità dei giorni nostri non è tanto il *crowdfunding* in sé, ma l'utilizzo del *web* per promuovere le campagne di *crowdfunding*. Per questo motivo, si ritiene appropriato non tanto analizzare le

più remote origini del fenomeno in questione, bensì concentrarsi sulla storia del *crowdfunding* associato allo sviluppo del *web*. In questo senso, la nascita del termine *crowdfunding* risale al 2006, quando Michael Sullivan lanciò ‘fundavlog’, una piattaforma nella quale era possibile effettuare donazioni *online* per sostenere eventi o progetti legati al *videoblog*. Tuttavia, il termine divenne di uso comune solo nel 2009 con l’avvento di ‘Kickstarter’, che oggi è la piattaforma di *crowdfunding* online più famosa al mondo insieme a ‘IndieGoGo’. Focalizzando l’attenzione sulla tipologia *equity-based*, la sua nascita è da attribuire a ‘GrowVc’, una piattaforma inglese che comparve nel *web* nel 2010 e che si definiva come un “*market place for start-up funding*”. Nel 2011 ‘GrowVc’ è stata seguita da ‘Crowdcube’, la prima piattaforma di *crowdfunding* che offriva soluzioni di finanza aziendale.

Come si può vedere da questo *excursus* e come accennato precedentemente, sviluppo del *crowdfunding* e sviluppo del *web* vanno a braccetto. Infatti i continui progressi di Internet, in particolare la nascita del *web 2.0*, hanno creato maggiore connettività e interdipendenza e stanno progressivamente influenzando il sistema economico. In effetti, oggi Internet è un ambiente in cui gli utenti possono interagire e offrire contenuti, proprio come avviene, per esempio, nei *social media*. A tal proposito, è necessario sottolineare che esiste un forte collegamento tra questi ultimi e il *crowdfunding*. In particolare, i progetti che necessitano di finanziamenti tramite campagne di *crowdfunding* dovrebbero raggiungere più persone possibili, e i *social media* permettono di fare proprio questo. Più precisamente, essi consentono “la rapidissima diffusione e condivisione di informazioni tra soggetti, semplicemente attraverso la ripetizione dell’informazione o l’approvazione della stessa (“*I Like*”) e la possibilità di verificare rapidamente chi sia il promotore di un progetto, dove vive, quali esperienze professionali o personali ha maturato, quali sono le sue passioni e i suoi hobbies e, infine, se magari si conosce qualcuno dei suoi amici” (Piattelli 2013, p. 7 e 8). Come si può notare, questo sistema è caratterizzato da una forte trasparenza, la quale ha contribuito ad aumentare la fiducia tra gli utenti, e da un elevato grado di flessibilità. Infatti, il *crowdfunding* si basa sull’idea di raccogliere fondi attraverso un processo semplice, di facile comprensione e accessibile a tutti. È proprio questo ciò che differenzia siffatto metodo di finanziamento dai sistemi più tradizionali, come il ricorso al mercato finanziario.

Lo sviluppo del *crowdfunding*, in particolare dell’*equity-based*, è avvenuto anche grazie alle start up. Infatti sono principalmente esse a servirsi di questo metodo di finanziamento, in quanto, in genere, hanno un accesso limitato ai finanziamenti tradizionali. Il motivo principale è la rischiosità tipica delle loro iniziative imprenditoriali, soprattutto se si tratta di start up innovative. Inoltre, i finanziatori faticano a dare loro fiducia anche a causa del fatto che esse

non possono presentare report che illustrino i loro risultati, e non possono nemmeno offrire garanzie idonee (per esempio assets) a ottenere in prestito ingenti somme di denaro. Com'è facile intuire, tutta questa situazione si è accentuata durante la recente crisi finanziaria.

Per quanto riguarda il panorama italiano, è proprio durante la recente recessione che il *crowdfunding* si è diffuso. Infatti, è noto come il sistema bancario abbia subito pesanti conseguenze sia nella redditività sia nella qualità degli attivi, e ciò, com'è facile intuire, ha portato a una contrazione del credito bancario, della quale hanno risentito soprattutto le piccole medie imprese (d'ora in poi "PMI"). In effetti il tessuto economico italiano è, per la maggior parte, composto da PMI, le quali per finanziare la loro attività tradizionalmente si rivolgono alle banche, che assumono quindi un ruolo centrale. Per questo motivo, durante la recente crisi finanziaria, la situazione per le PMI è diventata critica. Difatti, gli istituti bancari hanno risposto alla crisi finanziaria sia con politiche di vigilanza più stringenti, sia, soprattutto, con la restrizione del credito, e, di conseguenza "imprese solide ma illiquide si sono incamminate verso un sentiero di insolvibilità, in un circolo vizioso che ha finito per incrementare ulteriormente le sofferenze bancarie". (Vegas 2013, p. 6). Il panorama economico italiano è, dunque, principalmente composto da un tessuto produttivo molto indebolito e da un sistema bancario che difficilmente potrebbe intervenire a favore delle PMI.

Inoltre, la contrazione del credito bancario è stata accompagnata da una tradizionale riluttanza delle PMI italiane verso i mercati finanziari. Infatti, questi ultimi in Italia sono da sempre poco sviluppati a causa di molteplici fattori. In particolare, in Italia gli investitori istituzionali hanno ancora un ruolo marginale ma, soprattutto, mancano investitori che assistano le società nelle fasi iniziali della crescita e nella quotazione. Inoltre, il sistema fiscale che grava sul mercato finanziario italiano può essere considerato penalizzante. Forse, però, il motivo principale dello scarso sviluppo dei mercati finanziari italiani, è proprio la sfiducia che le PMI ripongono nei mercati dei capitali. Infatti esse non sono disposte né a sottoporsi a un processo di valutazione di requisiti formali e sostanziali necessari per entrare nei mercati finanziari, né a sostenere gli elevati costi per la quotazione.

Perciò, "il progressivo inaridimento del canale tradizionale di finanziamento delle piccole e medie imprese... impone un ripensamento del paradigma classico di sostegno del tessuto produttivo italiano, che ha storicamente visto le banche quali interlocutori privilegiati, o quasi esclusivi, delle necessità finanziarie delle imprese." (Vegas 2013, p. 7). Ed è in questo contesto che si sono diffusi gli strumenti di finanza alternativa, tra i quali spicca il *crowdfunding*.

1.3 Le prospettive di sviluppo

Negli ultimi anni, il *crowdfunding*, che fino a poco tempo fa era considerato un'attività di nicchia rispetto alle altre forme di finanziamento, sta mostrando un *trend* in crescita. I motivi principali di questa diffusione potrebbero riscontrarsi proprio nelle caratteristiche tipiche del fenomeno. Infatti, questo nuovo mezzo di finanziamento da un lato offre una buona alternativa all'intermediazione tradizionale (in modo particolare al sistema bancario che, come descritto poc'anzi, si trova in una situazione di difficoltà) e dall'altro consente alle imprese di reperire più agevolmente finanziamenti per la propria crescita. In effetti le categorie che più si servono del *crowdfunding* sono le start up e le piccole imprese. Il motivo principale è che il *crowdfunding* “nelle sue forme «for profits» (specialmente nel modello *equity*)... è oggi in grado di anticipare pratiche di mercato «at a very early stage» offrendo un ulteriore strumento per segmentare l'offerta di prodotti finanziari e abituando le piccole imprese (sin da subito) a una maggiore trasparenza e relazione con una moltitudine di interlocutori, condividendo progressi, difficoltà e successi.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 216).

La Tavola 2 mostra il ricorso al *crowdfunding* a livello mondiale. Osservando il grafico, si

nota che nel 2012 era possibile riconoscere

quattro categorie di *crowdfunding*: *donation-*

based crowdfunding, in cui i partecipanti

effettuano delle vere e proprie donazioni

poiché non ricevono alcuna remunerazione

finanziaria; *reward-based crowdfunding*, in

cui i partecipanti ricevono una ricompensa o

un premio sotto diverse forme (ad esempio

prelazioni, servizi o sconti); *lending-based*

crowdfunding, che riguarda il microcredito a

supporto sia degli individui sia delle imprese

(in quest'ultimo caso i finanziatori investono

in titoli di debito emessi e offerti in una

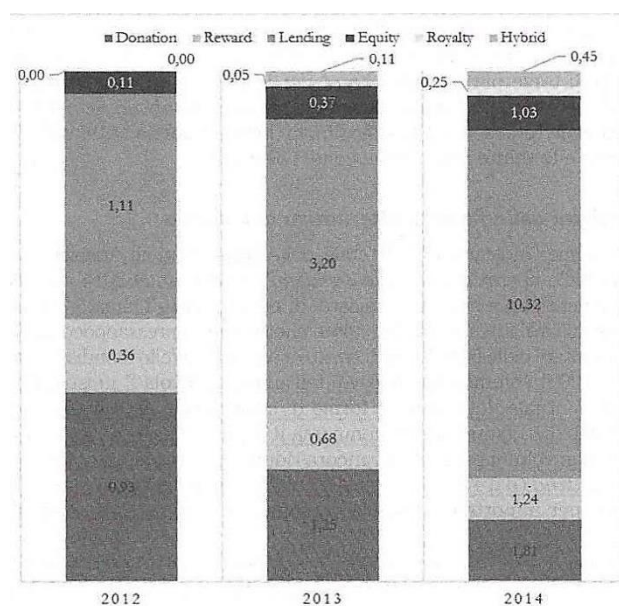
piattaforma *online*); e infine il modello *equity-based*. Nel 2013 fanno il loro ingresso il

royalty crowdfunding, in cui la ricompensa per il finanziamento concesso è una percentuale o

un ammontare fisso del fatturato o del profitto, e l'*hybrid crowdfunding*, che consiste in una

combinazione delle altre tipologie di *crowdfunding*. Da questo grafico è possibile dedurre che,

in generale, tra il 2012 e il 2014 il ricorso a tutte le categorie di *crowdfunding* appena descritte



Iosio e Valentinuz 2016, p. 56. Tavola 2.

è aumentato (in modo particolare il *lending-based*), e che l'*equity-based* non rappresenta la parte più consistente degli investimenti effettuati attraverso il *crowdfunding*. È, dunque, possibile desumere che dal punto di vista internazionale l'*equity-based crowdfunding* non è la tipologia più diffusa e sviluppata.

Per quanto riguarda, invece, le piattaforme online, Massolution riporta che nel 2014 a livello mondiale quelle attive erano pari a 1250, un numero maggiore rispetto all'anno precedente, anche se la crescita è avvenuta a un tasso inferiore rispetto al passato. “Il maggior numero di piattaforme opera in Europa e in Nord America; interessante la situazione europea che pur presentando volumi monetari di raccolta significativamente inferiori a quelli del Nord America conta un numero quasi doppio di piattaforme” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 58 e 59). Infatti, nel 2014 le più grandi piattaforme di *crowdfunding* nel mondo in termini di volumi, non erano europee, bensì americane, cinesi e inglesi. In particolare, tra queste se ne trova solamente una specializzata in *equity-based crowdfunding*, e il motivo potrebbe essere identificato nel fatto che i finanziamenti erogati attraverso questa categoria sono stati di molto inferiori rispetto a quelli imputabili alla tipologia *lending-based*. Ancora una volta, dunque, i dati mostrano che l'*equity-based* non rientra tra i metodi di *crowdfunding* più sviluppati. Per quanto riguarda il panorama Europeo, nel 2014 i portali *online* di *crowdfunding* più diffusi erano di tipo *reward* ed *equity*: su un totale di 510 piattaforme, 155 appartenevano alla prima categoria e 117 alla seconda. Inoltre, “a fine 2014 ben 22 dei 28 Stati membri dell'UE ospitano la sede di almeno una piattaforma di crowdfunding...”. (Iosio e Valentinuz, p. 67). Restringendo l'analisi all'Europa, perciò, l'*equity-based* è una delle tipologie di *crowdfunding* più diffusa, contrariamente a ciò che si registra a livello mondiale.

Per quanto concerne, invece, i portali *online* italiani, alla fine del mese di novembre 2015, l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano ha contato ben 82 piattaforme, delle quali 69 attive contro le 55 che si erano calcolate a fine luglio dello stesso anno. Invece “alla data del 30 giugno 2017 i portali autorizzati erano 19 (numero identico rispetto a un anno fa, con alcuni ‘nuovi arrivi’ e alcuni ‘ritiri’)” (Osservatori entrepreneurship & finance del politecnico di Milano 2017, p. 5). Più in particolare, per quanto attiene all'*equity-based crowdfunding*, nel 2014 tra i 41 portali attivi in totale, solo 2 appartenevano a questa categoria. Nel 2015, poi, il numero è salito a 14, realizzando così un tasso annuale di crescita pari a 550%, il più elevato tra tutte le categorie di *crowdfunding*. Inoltre, nel 2017 il numero di campagne di *equity-based crowdfunding* è aumentato notevolmente, infatti in un solo semestre sono raddoppiate rispetto all'intero 2016. Dai dati appena esposti, perciò, emerge che l'*equity-*

based è la categoria di *crowdfunding* più diffusa in Italia, ma ciò non significa che sia adeguatamente sviluppata.

Da questa esposizione emerge come il *crowdfunding* sia stato protagonista di una significativa crescita, soprattutto a livello italiano, ma anche europeo. A fronte del contributo all'economia che sta offrendo questo fenomeno, soprattutto per i giovani, e considerando il notevole sviluppo che ha subito negli ultimi anni, sembra opportuno effettuare alcune considerazioni riguardo alla sua crescita futura in relazione a un possibile miglioramento. Innanzi tutto, è importante sottolineare che, per svilupparsi a 360 gradi, il *crowdfunding* dovrebbe passare da forma di finanziamento cui attingere in via alternativa a una vera e propria scelta strategica che compie l'impresa. Per questo, potrebbe essere utile l'adozione di una *best practice* che aiuti e faciliti la comunicazione e la gestione post investimento, poiché avendo a che fare con una moltitudine di investitori, tali dinamiche potrebbero risultare molto complesse e, dunque, potrebbero costituire un motivo per non usufruire di questa forma di finanziamento. In secondo luogo, il maggiore ostacolo per lo sviluppo del *crowdfunding* è l'assenza di un mercato secondario in cui gli investitori, che non vogliono più sostenere un progetto nel lungo termine, possono avere una possibilità di uscita. In altre parole, è necessario, un mercato in cui i titoli possono essere trasformati in liquidità e, sotto questo punto di vista, probabilmente, le istituzioni potrebbero essere d'aiuto. Iosio e Valentinuz (2016), per esempio, propongono la creazione da parte dell'Unione Europea di un mercato pan-europeo in cui potrebbe avvenire la negoziazione delle partecipazioni. A proposito di Unione Europea, come verrà approfondito in seguito, non esiste una normativa comune sul *crowdfunding* alla quale tutti i paesi membri dell'Unione possano aderire. La creazione di una regolamentazione comune aiuterebbe lo sviluppo e il miglioramento del fenomeno in Europa, in particolare per le transazioni che possono avvenire tra stati diversi. Infatti "in questo modo sarebbero più semplici le operazioni transfrontaliere, posto che *Internet* e i *Social Media* non si fermano certamente a fronte dei confini nazionali e la raccolta può avvenire da qualunque area del mondo". (Iosio e Valentinuz 2016, p. 218). Un altro aspetto molto importante su cui sicuramente le istituzioni europee dovrebbero intervenire riguarda la tutela degli investitori. Infatti, questi ultimi incorrono in molti rischi derivanti soprattutto dal fatto che l'investimento avviene *online* (quest'aspetto sarà approfondito nel dettaglio nel capitolo 3). Oltre a ciò, l'Unione Europea dovrebbe anche intervenire per quanto riguarda la protezione della vendita di strumenti finanziari attraverso Internet, e più in generale sul metodo di funzionamento del *crowdfunding*. È necessario precisare, comunque, che una regolamentazione troppo ridondante o troppo limitativa rischia di annullare molti dei vantaggi che offre questo metodo

di finanziamento, come ad esempio la semplicità del procedimento. Ciò comporterebbe una perdita di competitività e porrebbe un netto freno alla crescita e diffusione del fenomeno. Questo è proprio il caso dell'Italia, in cui nonostante esista un corpo normativo *ad hoc* (costituito da Leggi, Decreti Legge e Regolamenti Consob che verranno approfonditi nel capitolo 2), non è stato riscontrato un grande sviluppo di questo metodo di finanziamento poiché la normativa creata, è troppo rigida e burocratizzata. Nonostante ciò una regolamentazione chiara è comunque necessaria e importante, soprattutto al fine di evitare “che si possano creare operazioni incontrollate di finanza derivata o strutturata basate sulle operazioni di *lending* ed *equity crowdfunding*,... con effetti indotti anche su investitori inconsapevoli e non necessariamente per importi definiti.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 219).

Restringendo, infine, l'analisi al panorama italiano, come accennato in precedenza, il *crowdfunding* fatica a decollare. I motivi sono molteplici, primo fra tutti il già citato fattore normativo, ma anche l'aspetto culturale gioca la sua parte. Infatti, in Italia, prima di preoccuparsi dello sviluppo del *crowdfunding*, è necessaria la maturazione di una cultura economica che sia orientata all'apertura del capitale a soggetti diversi dai familiari e dalle istituzioni bancarie. In generale, comunque, in Italia ci sono tutte le premesse affinché il *crowdfunding* continui a crescere, a partire da una normativa che, anche se rigida e burocratizzata, è in continuo sviluppo e aggiornamento. A sostegno di ciò, si consideri il fatto che l'*equity crowdfunding*, rimasto fino a poco tempo fa esclusiva delle start up e delle PMI innovative, è stato esteso nel 2018 anche alle PMI non innovative. Nel frattempo sarà utile monitorare l'andamento di quelle start up che si sono servite di questo metodo di finanziamento e, in particolare, verificare se saranno in grado di mantenere i loro business plan.

Le riflessioni esposte in questo paragrafo non hanno la pretesa di esaurire tutte le possibili azioni che potrebbero aiutare la crescita e il miglioramento del *crowdfunding*, (ad esempio, in particolare in Italia, sarebbe necessaria anche una generale alfabetizzazione digitale). Tuttavia si è preferito esporre gli interventi che si ritiene aiuterebbero lo sviluppo del fenomeno in modo più significativo, ancorché, come in tutti i fenomeni in pieno sviluppo, molti altri miglioramenti siano possibili.

CAPITOLO 2

IL QUADRO NORMATIVO

Si ritiene opportuno premettere che le norme presentate in questo capitolo sono in continuo sviluppo, considerata l'attualità dell'argomento oggetto di analisi. Non hanno pertanto, pretesa di esaustività, bensì di inquadramento generale.

2.1 La normativa negli USA: il *JOBS Act*

I primi in assoluto ad essersi espressi riguardo al *crowdfunding* sono stati gli USA, ed è questo il motivo principale per cui si è deciso di iniziare la trattazione normativa dal *Jumpstart Our Business Startups Act*, o più brevemente *JOBS Act*.

Prima dell'introduzione del *JOBS Act*, come spiega Alvisi (2014), il ricorso al modello *equity-based* era vincolato al *Securities Act* del 1933. Di conseguenza, le imprese che intendevano servirsi del *crowdfunding* potevano farlo scegliendo tra due opzioni:

- adottare il modello *reward-based*, e dunque rinunciare all'attribuzione di partecipazioni finanziarie;
- oppure, se il ricorso al *crowdfunding* avesse comportato l'assunzione di partecipazioni finanziarie, sarebbe entrata in gioco la *Regulation A* dell'appena citato *Securities Act* riguardante l'onerosa fattispecie dell'offerta pubblica. In questo caso, l'intera operazione sarebbe stata gestita da un intermediario registrato presso al *Securities and Exchange Commission* (SEC) e autorizzato presso la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA).

Risulta, perciò, evidente che, a causa dei vincoli appena citati, il quadro normativo applicato all'*equity-based crowdfunding* prima dell'introduzione del *JOS Act* rallentava la diffusione e lo sviluppo del fenomeno. Questa situazione cambiò con l'introduzione del *JOBS Act*.

Il *JOBS Act* rientra in un progetto elaborato nel periodo in cui Barack Obama ricopriva il ruolo di Presidente degli Stati Uniti d'America e venne adottato il 5 aprile del 2012. Piattelli (2013, p. 139) ricorda che “il Presidente Obama definì il *JOBS Act* quale “*game changer*” per lo sviluppo delle *start-up* e piccole imprese e per la creazione di nuovi posti di lavoro.” Infatti l’obiettivo del *JOBS Act* era quello di adottare misure economiche volte a stimolare e rafforzare l’economia americana, che si trovava in una situazione di recessione in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Sostanzialmente, per raggiungere questo obiettivo, l’Amministrazione Obama puntava ad agevolare il reperimento di capitali per le start up e per le piccole imprese, evitando che esse si dovessero scontrare con i pensanti vincoli normativi presenti fino ad allora.

Il cuore della normativa sul *crowdfunding* è contenuto nel *Title III* del *JOBS Act*, che infatti è conosciuto come *Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act*, o più brevemente *CROWDFUND Act*. A fianco a quest’ultimo la SEC ha promulgato il *Regulation Crowdfunding* per dare attuazione al *Title III*. Tuttavia, per i motivi che verranno precisati in seguito, tale regolamento non è stato emanato nei tempi attesi. Infatti, l’introduzione era prevista entro 270 giorni dalla promulgazione del *JOBS ACT*, ma concretamente è avvenuta solamente a fine ottobre 2015. Questo regolamento, innanzi tutto, ha introdotto la possibilità anche per gli investitori non professionali di fare ricorso agli strumenti di *crowdfunding*. In secondo luogo, sono state stabilite esenzioni e deroghe sia per gli emittenti di partecipazioni finanziarie sia per gli intermediari. Per i primi è stato introdotto un esonero dai requisiti di registrazione presso la SEC per le offerte fino a 1 milione di dollari. Più in particolare, Piattelli (2013) spiega che tale esonero è concesso solo se ogni singolo investimento non eccede le seguenti soglie:

- 2.000,00 dollari o il 5% del reddito annuale dell’investitore (si prende come riferimento il più alto tra i due parametri) se il suo reddito è inferiore a 100.000,00 dollari;
- 10% del reddito annuale se il reddito dell’investitore è maggiore di 100.000,00 dollari, fermo restando che il limite assoluto dell’investimento è 100.000,00 dollari.

In aggiunta a ciò, l’emittente deve osservare anche altre condizioni introdotte dalla SEC con lo scopo di tutelare l’investitore dai rischi che comporta questo tipo di investimenti. Tra queste prescrizioni è previsto che il tetto massimo di investimenti che l’impresa emittente può effettuare attraverso il *crowdfunding* è pari a un milione di dollari (la SEC nel momento in cui si sta scrivendo sembra intenzionata a portare questo limite a 5 milioni di dollari). La più

importante tra queste condizioni è che l'impresa che ha intenzione di servirsi del *crowdfunding* deve rivolgersi a un intermediario registrato come broker-dealer o *funding portal*. Quest'ultimo, spostando ora l'attenzione sugli intermediari, è una nuova figura introdotta proprio con il *Title III*. In sostanza il portale *online*, a meno che non sia già iscritto come broker o dealer, dovrà registrarsi sotto l'etichetta di *funding portal* per poter raccogliere finanziamenti. In questo caso, dunque, il *JOBS Act* si aggancia alla normativa ordinaria, poiché prevede l'intervento di un soggetto dotato di funzioni di intermediazione che in precedenza poteva essere solo un broker o un dealer, mentre ora anche un *funding portal*. Piattelli (2013) spiega che un *funding portal* può essere definito come un intermediario che:

- non offre consulenza in materia di investimenti;
- non sollecita l'acquisto, la vendita o l'offerta alla sottoscrizione degli strumenti esposti sul proprio portale;
- non corrisponde un salario ai propri collaboratori, come dipendenti o agenti;
- non possiede, non gestisce e non detiene strumenti finanziari o fondi di proprietà di investitori;
- non esercita le attività che la SEC definirà come precluse ai *funding portal* con apposito regolamento.

Inoltre, l'operato dei *crowdfunding broker-dealer* e dei *funding portal* deve rispettare alcuni limiti imposti dalla SEC. Più nel dettaglio, è proibito remunerare terzi per fornire all'intermediario informazioni sugli investitori e consentire ai propri dirigenti, soci o amministratori di avere un interesse economico in qualsiasi emittente che utilizzi i servizi dell'intermediario. Inoltre, allo scopo di proteggere gli investitori, sono stati imposti obblighi informativi in capo ai broker, ai dealer e ai *funding portal*.

Brevemente, tali obblighi sono:

- fornire agli investitori una panoramica sui rischi e tutto il materiale informativo previsto dalla SEC attraverso un regolamento. In particolare, vige l'obbligo di pubblicare sulla piattaforma un sintetico documento informativo "contenente le caratteristiche dell'offerta, informazioni fondamentali sull'offerente, i suoi amministratori o soci con partecipazioni sopra il 20% del capitale, l'attività imprenditoriale esercitata e i rischi connessi, il *business plan*" (Alvisi 2014, p. 5);

- assicurarsi che gli investitori prendano visione del materiale sopra citato, dichiarino di aver compreso i rischi e di poter sostenere l'eventuale perdita, e compilino un questionario che dimostri che essi hanno compreso il livello di rischio dell'investimento;
- proteggere le informazioni riguardanti gli investitori;
- adottare tutte le misure idonee a ridurre il rischio di frode, per esempio controllare "il *curriculum vitae* di ogni dirigente, amministratore e persona in possesso di più del 20% del capitale sociale di ogni società emittente" (Piattelli 2013, p. 141).

Infine, è previsto si possano cedere i titoli acquistati dopo 12 mesi, tuttavia non esiste un mercato secondario regolamentato dove poterlo fare.. Di conseguenza, come spiegano Iosio e Valentinuz (2016) potrebbe essere che un'eventuale cessione in realtà sia concretamente irrealizzabile oppure che avvenga a prezzi irrazionali.

La nuova regolamentazione in materia di *crowdfunding* in generale è stata apprezzata, tuttavia non manca chi la guarda con sospetto. Alcuni americani, infatti, sostengono che deregolamentare la materia degli investimenti potrebbe provocare una bolla finanziaria e, quindi, comportare una minor tutela nei confronti degli investitori, che non sono protetti da frodi o da comportamenti poco trasparenti da parte delle imprese. Piattelli (2013) spiega che tra questi critici spicca il *New York Times* che, nonostante sia un grande sostenitore dell'Amministrazione Obama, ha sottolineato che anche se il *JOBS Act* sia stato ideato per le start up, potrebbe attirare anche le grandi imprese per le norme meno rigorose sulla trasparenza. Anche alcuni sostenitori del *crowdfundig* si sono schierati contro questa normativa criticando l'imposizione del limite di un milione di euro imposto alle imprese che vogliono servirsi di questo metodo di finanziamento. Essi, infatti, sostengono che per le start up più piccole questo limite difficilmente è rispettabile poiché in genere è proprio questo tipo di imprese che necessita di finanziamenti più corposi.

Sembra che siano proprio questi i motivi che hanno causato un ritardo nell'emanazione del regolamento da parte della SEC. Infatti quest'ultima, quale autorità di vigilanza, ha dovuto agire con estrema cautela al fine di bilanciare due interessi che sembrano essere opposti: la facilità nella reperibilità del capitale da immettere nel mercato e le asimmetrie informative a danno degli investitori. Il tutto, comunque, cercando di non perdere la portata innovativa del corpo normativo.

In conclusione, si può affermare con ragionevole sicurezza che il *JOBS Act* in America ha agevolato il ricorso al *crowdfunding*, ma non si può trascurare la portata di alcuni risvolti applicativi, soprattutto per quanto riguarda la tutela del piccolo investitore.

2.2 La regolamentazione in Europa

Come accennato nel capitolo 1, a livello di Unione Europea non esiste una vera e propria regolamentazione comune alla quale tutti gli stati membri della comunità possano adeguarsi. Nonostante ciò, l'Unione Europea non poteva e non può ignorare l'esistenza di questo fenomeno in continuo sviluppo. Infatti, Iosio e Valentinuz (2016) spiegano che, in generale, l'Unione si è dimostrata favorevole riguardo al *crowdfunding* sostenendo che si tratta di un mezzo in grado di dare un contributo all'economia per quanto riguarda gli investimenti, l'occupazione, l'innovazione e le possibilità di accesso al credito. Ciò nonostante, sono state riscontrate anche delle problematiche, ed è proprio su queste ultime che l'Unione Europea ha cercato di esprimersi attraverso direttive, regolamenti e guide. Focalizzando l'attenzione sull'*equity-based crowdfunding*, vengono coinvolte “la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari, la direttiva sui contratti di credito dei consumatori, la proposta sui contratti di credito relativi ad immobili residenziali.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 103 e 104). Molto attuale è, poi, il regolamento relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato che è stato pubblicato il 14 giugno 2017, e che è stato applicato per una parte dal 20 luglio, mentre le parti restanti verranno applicate dal 21 luglio 2018 e 2019. L'obiettivo di questo regolamento “è assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, rafforzando allo stesso tempo il mercato interno dei capitali” (Regolamento del Parlamento e del Consiglio Europeo 2017). Infatti, il Consiglio e il Parlamento Europeo hanno stabilito quali siano le caratteristiche e le informazioni del prospetto informativo per le offerte pubbliche, definendo anche i casi in cui è necessario che esso sia redatto e quelli in cui, invece, possono essere applicate delle esenzioni. Molto recente è anche il Regolamento di esecuzione n. 980/2017 del 7 giugno, che verrà applicato a partire dal 3 gennaio 2018. Questo Regolamento affronta il tema della vigilanza, definendo gli aspetti pratici e tecnici attraverso i quali essa deve essere esercitata, soprattutto per quanto riguarda la collaborazione e lo scambio di informazioni tra le autorità competenti dell'Unione Europea.

Dunque, coerentemente a quanto affermato inizialmente, la normativa Europea in tema di *crowdfunding* non è omogenea e dedicata puramente a questo fenomeno, ma, al contrario, è una regolamentazione frammentata e spesso applicata al *crowdfunding* in maniera residuale. Di conseguenza, ogni Stato membro della comunità affronta questo tema in modo diverso. Più nel dettaglio, all'interno dell'Unione Europea ci sono alcuni Stati che hanno adottato una normativa *ad hoc* e altri che si servono di leggi già esistenti. Ciò ha comportato, inevitabilmente, delle importanti differenze tra Stati per quanto riguarda gli aspetti base del *crowdfunding*, ossia riguardo alle soglie minime e massime di investimento, alla regolamentazione delle piattaforme, al trattamento fiscale e ai requisiti di trasparenza e di tutela dell'investitore. Ciò comporta inevitabilmente delle complicazioni. La più importante è il fatto che una normativa così frammentata pone dei limiti al fenomeno in quanto rende più difficili le operazioni *cross border*, tenendo in considerazione che la raccolta potrebbe avvenire in qualunque luogo del mondo poiché Internet e i *social media* non si fermano di fronte ai confini nazionali. Dunque, paradossalmente, molti investitori potrebbero rimanere esclusi dalle possibilità offerte dal *crowdfunding* solo a causa della loro localizzazione geografica. Lo stesso problema sorge anche nel caso in cui un Paese applichi al *crowdfunding* una regolamentazione già esistente. In questo caso, inoltre, ci si potrebbe ritrovare a dover affrontare un'ulteriore complicazione derivante dal fatto che la normativa in vigore potrebbe essere troppo rigida per un fenomeno innovativo come il *crowdfunding*, che dunque richiederebbe una regolamentazione più flessibile.

In conclusione, sembra corretto affermare che lo sviluppo del crowdfunding all'interno dell'Unione Europea dovrebbe essere accompagnato da una regolamentazione comune al fine di poter sfruttare tutti i benefici derivanti da questo fenomeno e in modo da poter ridurre al minimo i rischi. Innanzi tutto, alla luce del fatto che in generale il crowdfunding è strettamente legato alle start up e alle imprese di dimensioni contenute, le regole “devono essere tali da non «ingessare» un mercato che – per sua stessa natura – non può essere normato con precetti analoghi a quelli impiegati per le imprese di grandi dimensioni... che sono in grado di supportare i costi derivanti da normative complesse” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 104 e 105). In primo luogo, ciò dev'essere concretizzato soprattutto con l'introduzione di procedure amministrative snelle, che permettano la creazione di *iter* efficaci in tempi brevi. Oltre a ciò è necessaria una regolamentazione sulla trasparenza che garantisca all'investitore di accedere ad informazioni chiare, adeguate, veritiere e non ingannevoli, così da evitare che si creino pratiche sleali. In particolare, come spiegano Iosio e Valentinuz (2016), il Comitato Economico Sociale Europeo ha fornito dei suggerimenti alla

Commissione Europea riguardo all'introduzione di un possibile regolamento sulle piattaforme di *crowdfunding*, suggerendo che esso dovrebbe almeno contenere: servizi che possono essere offerti, eventuali limiti di importi per le somme da investire o da richiedere, obblighi di informazione e di registrazione pubblica, requisiti finanziari per poter usufruire dei servizi e divieti. La Commissione ritiene che in questo modo l'Unione contribuirebbe alla creazione di un clima di fiducia tra gli utilizzatori delle piattaforme, spesso costituiti da utenti che investono su start up, caratterizzate da un profilo di rischio molto elevato. In secondo luogo, è molto importante che la normativa comunitaria abbia il minore impatto possibile sull'operatività del *crowdfunding*. Per questo, si dovrebbe evitare di creare una sovrabbondanza di regole che conducano ad una perdita della portata innovativa del fenomeno.

Comunque, riprendendo quanto esposto inizialmente, Iosio e Valentinuz (2016) spiegano che Steven Major, ha dichiarato che "l'Unione Europea è intenzionata a rendere le imprese meno dipendenti dai finanziamenti derivanti dal settore bancario, cercando di far partecipare attivamente al mercato dei capitali anche gli investitori *retail*, e di sviluppare un mercato dei capitali europeo più ampio e maggiormente interconnesso." (Iosio e Valentinuz 2016, p. 107). Tutto ciò sembra poter far pensare che, se pure in tempi non brevi, si giungerà alla creazione di un vero e proprio corpo normativo comunitario appositamente dedicato al *crowdfunding*.

2.2.1 Il quadro normativo in Italia

L'Italia è stato il primo Paese Europeo ad essersi dotato di una normativa sull'*equity-based crowdfunding*. Si ritiene utile presentare la regolamentazione italiana sul *crowdfunding* in ordine cronologico, in modo da poter esporre nel modo più chiaro possibile tutti gli sviluppi che essa ha subito.

Innanzitutto, il riferimento temporale in cui si inserisce la normativa oggetto di analisi va dal 2011 al 2018. Infatti, come spiegano Mirra e Zaottini (2016) in seguito all'introduzione del *JOBS Act* negli USA, in Italia è stata istituita presso il Ministero dello Sviluppo Economico una *task force* con il duplice obiettivo di approfondire il fenomeno del crowdfunding e di presentare al Governo delle proposte di legge mirate a sostenere la nascita e lo sviluppo delle start up in Italia. Tutto ciò è, poi, confluito nel Dl. n. 179/2012, convertito nella Legge 221/2012, conosciuta come Decreto Crescita Bis o Decreto Crescita 2.0. In generale, gli obiettivi di questa legge erano: “favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, con riguardo alle imprese start up innovative” (Piattelli 2013, p. 57). Infatti, il problema principale che si intendeva affrontare riguardava “la raccolta fondi da parte di soggetti interessati ad avviare nuove realtà imprenditoriali caratterizzate da un elevato profilo di rischio e di rendimento” (Piattelli 2013, p. 57) poiché, proprio per questi motivi, gli intermediari tradizionali non concedevano facilmente risorse a questa categoria imprenditoriale. È necessario porre l'attenzione sul fatto che, in tutto ciò, non viene menzionato direttamente il *crowdfunding*, e, di conseguenza, non è corretto definire questo testo normativo come “legge che disciplina il *crowdfunding*” in quanto gli obiettivi che si propone sono molto più ampi.

Dopo questa doverosa premessa è possibile passare alla presentazione dei contenuti principali della legge 221/2012 e del Regolamento della Consob. Innanzitutto, il comma 2 dell'art. 25 stabilisce che: “l'impresa start-up innovativa, ... , è la società di capitali, costituita anche in forma di cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ... le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”. Inoltre, come spiega Piattelli (2013), vengono anche descritti i requisiti che deve possedere una società innovativa per essere definita tale:

- al momento della costituzione e per i 24 mesi successivi la maggioranza delle quote o azioni e dei diritti di voto devono essere detenuti da persone fisiche;

- la società deve essere costituita e svolgere la propria attività da non più di 48 mesi;
- la sede principale degli affari e degli interessi deve essere in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività, il valore della produzione annua risultante dal bilancio deve essere minore o uguale a 5 milioni di euro;
- non distribuisce e non ha distribuito utili;
- non è stata costituita in seguito a una fusione, scissione societaria o cessione d'azienda o ramo d'azienda
- ha come oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi al alto valore tecnologico.

In aggiunta, una start up innovativa dovrà possedere almeno uno tra i seguenti requisiti:

- le spese di ricerca e sviluppo devono essere maggiori o uguali al 15% del maggiore tra il costo e il valore della produzione;
- almeno un terzo della forza lavoro deve possedere un titolo di dottorato di ricerca o sta svolgendo un dottorato di ricerca, oppure deve essere in possesso di una laurea e svolgere da almeno tre anni attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati; in alternativa almeno due terzi della forza lavoro complessiva deve possedere una laurea magistrale;
- la società deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa relativa ad un'invenzione industriale, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale.

Questa definizione è dal ricollegarsi all'articolo 100-ter del TUF, il quale stabilisce che solamente le start up innovative possono servirsi dell'*equity-based crowdfunding*. In questo modo, dunque, vengono escluse le start up non innovative e le piccole medie imprese, nonostante siano il cuore dell'imprenditorialità italiana (si veda in proposito il capitolo 1).

Il c.d. "Decreto Crescita Bis" ha delegato alla Consob la disciplina di alcuni aspetti. In particolare le è stato attribuito il compito di creare un ambiente affidabile per i gestori dei portali e per gli investitori, soprattutto quelli non professionali. Dunque, al fine di tutelare gli investitori e di renderli consapevoli delle caratteristiche e dei rischi degli investimenti, le

piattaforme devono fornire una serie di informazioni riguardanti il portale stesso e le caratteristiche generali degli investimenti in capitali di rischio delle start up innovative e delle singole offerte. L'investitore non professionale, dal canto suo, prima di effettuare gli investimenti deve "a) dare prova di aver preso visione delle informazioni di *investor education* presenti sul sito *internet* della Consob, b) avere compilato positivamente un questionario online dal quale deve risultare la presa visione delle informazioni messe a disposizione e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi delle *start up* innovative e c) dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'intera perdita dell'investimento che intende effettuare" (Iosio e Valentinuz 2016, p. 113). Infine, il Decreto Crescita 2.0 vieta che i titoli sottoscritti attraverso portali di *equity-based crowdfunding* vengano negoziati in mercati organizzati durante il periodo in cui l'impresa può essere definita come start up innovativa. Di conseguenza, si può affermare che ciò porta a una limitazione dei diritti e della protezione degli investitori poiché, in questo modo, i titoli diventano illiquidi e si giunge all'inesistenza di un mercato secondario organizzato specializzato per questo tipo di investimenti.

Nel 2015 è stato introdotto, il D.L. n. 3 del 24 gennaio, più comunemente conosciuto come *Fiscal Compact*. Più precisamente, esso ha integrato il Decreto Crescita Bis, comportando la nascita del Decreto Crescita 3.0. Quest'ultimo ha comportato l'introduzione nell'ordinamento giuridico italiano della figura delle Piccole Medie Imprese Innovative (d'ora in poi PMI-I), estendendo anche a questa categoria imprenditoriale l'accesso *all'equity-based crowdfunding*. Quest'ultimo ha disposto che le start up innovative e che le PMI-I per poter beneficiare della normativa devono essere residenti in uno dei paesi membri dell'Unione Europea o in uno stato aderente allo Spazio Economico Europeo (EESA), ma devono avere almeno una sede o una filiale in Italia. Inoltre, la start up e la PMI per essere definita "innovativa" deve esistere da non più di 60 mesi (e non 48 come disposto in precedenza). Il Decreto Crescita 3.0 ha esteso la possibilità di utilizzare l'*equity-based crowdfunding*, oltre che alle PMI-I, anche agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i quali investono prevalentemente in start up e PMI innovative.

Nel 2017, grazie alla Legge di Bilancio, la possibilità di ricorrere *all'equity-based crowdfunding* si è estesa a tutte le PMI, cioè alle imprese con meno di 250 dipendenti, fatturato annuo inferiore o uguale a 50 milioni di euro oppure con un totale di bilancio non superiore a 43 milioni. A tal fine, il comma 70 modifica gli articoli 5-*novies*, 50-*quinquies* e il capo III-*quarter* del titolo III del TUF. Nello stesso anno, attraverso la Manovra Bis (articolo 57, comma 1, Dl. n. 50/2017), l'accesso *all'equity-based crowdfunding* viene esteso anche

alle PMI in forma di S.r.l.. Di conseguenza, a questo tipo di PMI non sarà più applicato l'articolo 2474 del Codice Civile, il quale prevede il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni per le imprese in forma di S.r.l. Tutto ciò è stato portato a compimento con la delibera Consob n. 20204 del 29 novembre 2017, che modifica la n. 18592 del 26 giugno 2013. Grazie a questo regolamento, dal 3 gennaio 2018 tutte le PMI hanno concreto e diretto accesso all'*equity-based crowdfunding*. Inoltre, sono state apportate delle modifiche per quanto riguarda la tutela degli investitori e sono stati introdotti nuovi obblighi che verranno adottati dopo sei mesi dalla pubblicazione della delibera nella Gazzetta Ufficiale. Per quanto concerne il primo aspetto, “ai fini dell'iscrizione nel registro e della permanenza nello stesso, i gestori devono aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto ai sensi dell'articolo 59 del Testo Unico” (Delibera n. 20204, art. 7-bis, comma 1) oppure, in alternativa, deve avere un'assicurazione che deve prevedere:

- una copertura di 20 mila euro per ogni richiesta di indennizzo;
- una copertura compresa tra 500 mila euro e un milione di euro l'anno per o gestori per il totale delle richieste di indennizzo.

Tra i nuovi obblighi, viene rafforzata la norma sui conflitti di interesse prevedendo che il gestore debba elaborare, attuare e mantenere una efficace politica a riguardo. In particolare, tale politica dovrà essere definita per iscritto, dovrà consentire di individuare le circostanze che creano o potrebbero creare conflitti lesivi per gli investitori e dovrà presentare delle procedure da seguire per prevenire e gestire tali conflitti.

Dopo questa panoramica generale è possibile concludere facendo alcune osservazioni. Innanzi tutto, si noti che l'unica tipologia di *crowdfunding* soggetta a regolamento apposito è la categoria *equity-based*, forse perché si può considerare la più rischiosa tra tutte le tipologie di *crowdfunding*. Infatti, sembra che tale normativa sia orientata alla tutela degli investitori, in modo particolare di quelli non professionali. Infine, si ritiene importante evidenziare che il Legislatore italiano sembra non trascurare l'importanza che l'*equity-based crowdfunding* riveste per l'economia attuale, in quanto negli ultimi anni è intervenuto più volte per cercare di fare in modo che la normativa aiuti lo sviluppo e la diffusione del fenomeno.

CAPITOLO 3

EQUITY CROWDFUNDING: **UN CONFRONTO TRA ELEMENTI DI CRITICITÀ E** **OPPORTUNITÀ DI SVILUPPO**

3.1 I rischi dell'*equity-based crowdfunding*: analisi della letteratura

L'*equity-based crowdfunding* comporta dei rischi sia per i finanziatori sia per l'ideatore del progetto.

Il rischio di frode è uno dei principali pericoli che corrono gli investitori finanziando un progetto attraverso l'*equity-based crowdfunding*. Esso può manifestarsi in furto d'identità, riciclaggio di denaro sporco, finanziamento del terrorismo oppure violazione di dati sensibili. Iosio e Valentinuz (2016) sostengono che la causa primaria della maggiore esposizione del crowdfunding a questo rischio deriva dalla circostanza in base alla quale ogni Paese adotta una normativa meno stringente rispetto a quella applicata agli investimenti tradizionali in capitale di rischio, così da non perdere la portata innovativa del fenomeno. Infatti, generalmente, per gli investimenti effettuati nella forma *equity-based* il livello di trasparenza richiesto è minore rispetto a quello necessario per le società quotate su mercati regolamentati e ciò può comportare una mancanza di informazioni disponibili riguardo al progetto. Inoltre, è necessario considerare che l'*equity-based crowdfunding* si sviluppa *online* e, di conseguenza, come sottolineano Agrawal *et al.* (2014, p.77) “*it is relatively easy to use false information to craft fraudulent pages that look like fundraising campaigns*”. Ciò può accadere soprattutto perché Internet offre la possibilità di agire in anonimato e, dunque, il *crowdfunding* potrebbe diventare uno strumento che attira criminali professionali.

Il rischio di frode aumenta se si considerano le difficoltà che si potrebbero incontrare e gli errori che si commettono durante la valutazione dell'investimento. Ciò costituisce un rischio poiché nel valutare un progetto gli investitori e gli imprenditori si basano su aspettative riguardo al futuro, ad esempio sulle ipotesi riguardo la dimensione del mercato o il valore

degli asset intangibili (costituiti solitamente dalla proprietà intellettuale). In questo modo, dunque, si rischia di sottovalutare o di sopravvalutare un progetto e, conseguentemente, gli investitori potrebbero incorrere in drastiche perdite.

Un altro fattore che influenza la valutazione dell'investimento è che, spesso, i potenziali finanziatori non applicano una corretta *due diligence*. Infatti, in genere, gli investimenti effettuati attraverso piattaforme di *equity-based crowdfunding* non coinvolgono ingenti somme di denaro e, dunque, i finanziatori non hanno incentivi a valutare gli eventuali rischi connessi al progetto. Oltre a ciò, potrebbe accadere che l'investitore sia una figura non professionale, e, quindi, potrebbe non possedere le capacità e le conoscenze adatte per valutare correttamente un investimento. In questi casi, spesso, la valutazione si basa sul comportamento che adottano gli altri, nel senso che l'investitore fonda il proprio giudizio sulle scelte altrui, considerando, quindi, le decisioni della massa un segnale della qualità del progetto. In sintesi, si può affermare che “*the crowdfunding community may systematically underinvest in due diligence*” (Agawal *et al.* 2014, p. 77).

Un altro aspetto critico dell'*equity-based crowdfunding* riguarda l'assenza di un mercato secondario che rende l'investimento illiquido. Infatti, solo con un mercato secondario sufficientemente liquido e regolamentato si potrebbe fornire agli investitori la possibilità di uscire dall'investimento effettuato, considerando anche che, spesso, gli investimenti in *equity* comportano un (eventuale) guadagno a lungo termine, e non a breve. In particolare, Iosio e Valentinuz (2016, p. 47) spiegano che “le regole di funzionamento dovrebbero (...) consentire di trovare una controparte a chi desidera uscire dal proprio investimento con uno *spread* (...) non penalizzante per l'investitore”. Dunque, attualmente, l'unica modalità per recuperare l'investimento è la compravendita tra privati, che si concretizza nella cessione delle azioni ad un altro azionista oppure nella restituzione delle azioni all'imprenditore finanziato. In entrambi i casi, però, il prezzo di vendita potrebbe non essere corretto poiché l'investitore potrebbe avere delle difficoltà nel fissare il prezzo. Si ritiene importante sottolineare, infine, che l'assenza di un mercato secondario rende ancora più rischioso l'investimento quando i finanziatori sono *retail*, i quali spesso non comprendono il livello di incertezza derivante da un investimento illiquido. Per questo motivo è molto importante che gli investitori non professionali siano adeguatamente informati sulle caratteristiche dell'investimento che stanno per effettuare.

Un'ulteriore criticità deriva dalla circostanza in base alla quale, generalmente, gli ideatori del progetto possiedono più informazioni rispetto ai finanziatori: si generano in tal senso

asimmetrie informative che potrebbero causare fallimenti del mercato. Wilson e Testoni (2014) affermano che le asimmetrie informative sono più accentuate nella fase iniziale del progetto, ma non scompaiono nella fase post-investimento. Infatti, esse possono assumere due forme, a seconda del momento in cui si manifestano: *adverse selection* nel caso in cui l'asimmetria sia pre-contrattuale, oppure *moral hazard* se l'asimmetria è post-contrattuale. Il primo caso, solitamente, si realizza nel momento in cui l'investitore deve decidere se investire le proprie risorse in un'idea imprenditoriale, poiché l'ideatore possiede più informazioni riguardo la qualità del progetto e le proprie abilità nel realizzarlo. A causa di ciò, il finanziatore potrebbe sottostimare il valore dell'idea e, quindi, non attribuire all'*equity* il giusto prezzo. Di conseguenza, l'imprenditore non otterrà l'ammontare di capitale richiesto, anche se in realtà il progetto è valido e l'ideatore è competente. In questo modo, la piattaforma tenderà ad un equilibrio sub-ottimale in cui solo i creatori di progetti di bassa qualità chiederanno finanziamenti. Per quanto riguarda il *moral hazard*, esso si manifesta a causa del fatto che, in genere, l'*equity-based crowdfunding* offre ai finanziatori pochi strumenti per monitorare l'investimento una volta conclusa la raccolta fondi. Dunque l'ideatore del progetto potrebbe approfittarne e adottare un comportamento opportunistico, non esercitando lo stesso sforzo che esercitava nella fase di avviamento. L'esempio estremo di *moral hazard* è il caso di frode.

Un altro rischio associato all'*equity-based crowdfunding* è il rischio di fallimento, che aumenta nel caso di start up, soprattutto innovative. Infatti, il rischio di *default* per questa categoria di aziende è stimato attorno al 50%. Probabilmente la causa è da riscontrarsi nel fatto che un potenziale investitore, nel momento in cui deve valutare un progetto proposto da una start up, si trova di fronte ad una situazione di incertezza derivante dal fatto che non è possibile prendere una decisione sulla base della storia dell'azienda o del settore in cui opera, ma ci si può riferire solamente all'attrattività del progetto. Più in generale, Wilson e Testoni (2014) spiegano che il livello di incertezza che caratterizza il crowdfunding non è tipico solamente delle start up, ma è molto elevato per tutti i tipi di investimento rispetto agli altri strumenti finanziari. Per mitigare questo rischio l'investitore può diversificare il proprio portafoglio finanziando molteplici progetti nella stessa piattaforma o in portali differenti, e potrebbe investire somme che può permettersi di perdere completamente. Tuttavia, queste strategie potrebbero non essere considerate importanti dagli investitori non professionali, i quali potrebbero finanziare un unico progetto rischiando di perdere tutto il capitale investito.

Due aspetti che i creatori del progetto non devono trascurare riguardano la reputazione e la protezione della proprietà intellettuale. Per quanto riguarda la reputazione, il fondatore deve

tener conto del fatto che operando attraverso Internet si “costituisce una forte esposizione reputazionale nei confronti dei diversi *stakeholder*, che potrebbe essere messa a repentaglio da errori, impreparazione, o scarsa attenzione.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 49). Considerando che nell’*equity-based crowdfunding* la fiducia è un elemento molto importante, il fondatore dell’iniziativa dovrebbe porre un’elevata attenzione su questo aspetto. Infatti, la pubblicazione dei dati aziendali richiede delle competenze specifiche, per esempio si dovrebbe evitare di pubblicare la volontà di raggiungere target irrazionali.

Per quanto riguarda la proprietà intellettuale, essa rischia di essere messa a repentaglio poiché, al fine di attirare i finanziatori, si dovranno delineare in modo chiaro e approfondito tutte le caratteristiche del progetto. Per questo motivo “sarebbe auspicabile che gli imprenditori riuscissero a tutelare giuridicamente la propria idea prima di avviare la campagna stessa” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 49), soprattutto al fine di tutelarsi dalla possibilità che qualcuno la copi.

Due caratteristiche tipiche dell’*equity-based crowdfunding* sono il rischio di *cyber-attack* e il rischio associato alla piattaforma. Con quest’ultima espressione si intende che l’investimento dipende completamente dal portale, il quale potrebbe cessare la propria attività temporaneamente oppure definitivamente. Il rischio di *cyber-attack*, invece, deriva dal fatto che l’intera operazione si svolge *online*. Kirby e Worner (2014) spiegano che questo rischio si può manifestare in diverse forme, ad esempio attraverso il furto di identità oppure sovraccaricando la piattaforma. Per ovviare a questo possibile inconveniente, i gestori del portale dovrebbero dotarsi di esperti tecnici.

Considerando che il crowdfunding è uno strumento di finanziamento rivolto a tutti, sia professionisti che non, si potrebbe aver a che fare con ideatori del progetto o investitori inesperti. Nel primo caso si corre il rischio di finanziare idee che hanno poche possibilità di essere effettivamente realizzate poiché, come scrivono Agrawal *et al.* (2014), i creatori del progetto potrebbero avere poca esperienza sul modo in cui si costruisce un prodotto, sugli aspetti logistici o sui rapporti con i fornitori. Di conseguenza, anche se il progetto raggiunge l’ammontare richiesto, verrà lanciato in ritardo perché gli imprenditori non hanno le capacità di adeguarsi alla domanda. L’inesperienza degli ideatori del progetto potrebbe comportare anche una mancanza di competenze adatte per organizzare un’iniziativa di successo, influenzando negativamente la campagna di crowdfunding. In particolare, i fondatori dovrebbero essere in grado di trarre un vantaggio dall’uso dei *social media* e dovrebbero saper padroneggiare tutte le funzioni che offre la piattaforma. Gli investitori inesperti, invece,

corrono il rischio di investire in iniziative che hanno poca probabilità di decollare in quanto non possiedono le conoscenze e le capacità adatte per valutare un progetto e, quindi, per prendere la loro decisione si basano soprattutto su fattori emozionali.

Anche la legge potrebbe essere un fattore critico dell'*equity-based crowdfunding*. Più nel dettaglio, “la legislazione sul crowdfunding è ancora in corso di evoluzione e molti potrebbero averne poca esperienza” (Commissione Europea 2015, p. 11). È, quindi, fondamentale informarsi sulle normative nazionali o europee, altrimenti si rischia di violare la legge inconsapevolmente. In aggiunta a ciò, l'investitore deve tener presente che la legge ha imposto il divieto di distribuzione degli utili per le start up innovative per un periodo massimo di quattro anni dall'iscrizione nel registro delle imprese.

La modalità di funzionamento dell'*equity-based crowdfunding* implica che la società finanziata potrebbe trovarsi a dover gestire un'ampia platea di micro investitori, i quali potrebbero essere difficili da amministrare. Per far fronte a questo problema, si potrebbero emettere diverse categorie di azioni, per esempio azioni ordinarie, con diritto di voto limitato, di godimento o con prestazioni accessorie. Infatti, “un maggiore impiego di categorie diversificate di azioni potrebbe rappresentare un vantaggio a livello di *governance*.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 46). Oltre a ciò, alcune piattaforme costituiscono delle *special purpose vehicle*, cioè società veicolo che raggruppano tutti i capitali raccolti riducendo l'onere che deriverebbe dalla gestione di un numero elevato e variegato di investitori.

Infine, altri aspetti critici riguardo l'*equity-based crowdfunding* sono il rischio di sottostimare i costi, poiché non si considera la possibilità di dover sostenere dei costi addizionali (es.: costi amministrativi); il rischio di non raggiungere l'ammontare richiesto, che è rilevante soprattutto nelle piattaforme che operano con uno schema *all or nothing* in cui il mancato raggiungimento del target implica la restituzione di tutta la liquidità ricevuta; e la preferenza degli investitori per le piattaforme e i progetti locali che “potrebbe rappresentare una decisione non ottimale in termini di rischio/rendimento, non consentendo di cogliere opportunità di investimento migliori in aree geografiche più distanti” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 48).

3.2 I vantaggi dell'*equity-based crowdfunding*: analisi della letteratura

L'*equity-based crowdfunding* comporta dei benefici sia per i finanziatori sia per gli ideatori dei progetti presentati nelle piattaforme.

Il vantaggio più evidente che comporta questo metodo di finanziamento è la possibilità di raccogliere risorse velocemente e a costi limitati. Innanzi tutto, la raccolta delle risorse avviene in modo rapido grazie ad un'ampia platea di potenziali investitori (Iosio e Valentinuz, 2016). Ciò comporta un numero elevato di transazioni, che permette alle piattaforme di applicare dei bassi costi. Questi ultimi solitamente comprendono gli oneri bancari riferiti al conto corrente vincolato e una *success fee*, ossia una commissione incassata dal portale e collegata al buon esito dell'operazione. Kirby e Worner (2014) spiegano che i costi sono contenuti grazie all'efficienza raggiungibile attraverso il web. Infatti, le piattaforme non necessitano della presenza fisica in un unico luogo di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione e, questo, permette di abbattere i costi relativi alle infrastrutture.

Un altro importante beneficio derivante dal *crowdfunding* è la possibilità per i fondatori di ricevere opinioni dal mercato. In particolare, questo metodo di finanziamento consente sin da subito di raccogliere pareri dalla massa riguardo al progetto presentato, permettendo di apportare eventuali miglioramenti. In effetti, rivolgendosi a un numero molto elevato di individui, è possibile interagire con persone che possiedono conoscenze ed esperienze, e che possono fornire consigli a costo zero. Inoltre, l'*equity-based crowdfunding* permette di raccogliere importanti informazioni sulle preferenze dei consumatori e sulla loro disponibilità a pagare per il nuovo prodotto o servizio, così da ottenere una stima della domanda di mercato che permette di evitare investimenti inefficienti (Iosio e Valentinuz, 2016). Oltre a ciò, il contatto con una molteplicità di potenziali investitori permette di ottenere una convalida della propria idea nel momento in cui la folla contribuisce alla realizzazione del progetto. In effetti “il successo della campagna di raccolta rappresenta una forma stessa di giudizio della «bontà» dell'idea: chi decide di finanziare un'azienda lo fa – solitamente – perché ha trovato validi elementi fiduciarî e ne condivide i principi o l'utilità di fondo.” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 201).

Collegato a questo aspetto, un ulteriore vantaggio per i fondatori è la possibilità di sfruttare la piattaforma come un canale di *marketing* grazie al passaparola digitale. Ciò permette di “conseguire delle vendite, ancor prima di giungere sul mercato, verso coloro che aderiscono

alla campagna di raccolta” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 44). Perciò è possibile trasformare coloro che investono nei primi clienti della società.

Per gli individui che partecipano alla raccolta fondi, invece, l'utilizzo delle piattaforme può essere un vantaggio in quanto essi hanno la possibilità di ottenere informazioni sul soggetto che richiede risorse. Dunque, grazie alla dimensione social dell'*equity-based crowdfunding*, è possibile effettuare una *due diligence* per conoscere meglio gli ideatori del progetto poiché “le informazioni in rete sono molto maggiori, più pervasive e meno «nascoste» di quanto non accada al di fuori del *Web*” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 45).

Grazie all'*equity-based crowdfunding* gli investitori possono beneficiare di maggiori possibilità di diversificare il proprio portafoglio. Infatti il Joint Research Centre (2015) spiega che il *crowdfunding* permette di investire modeste somme di denaro in molteplici progetti e, in questo modo, consente di diluire il rischio tra un numero elevato di investitori. Dunque, il *crowdfunding* permette di ridurre l'eccessiva dipendenza dei finanziatori da un singolo investimento e fa in modo che le richieste di risorse vengano soddisfatte da diversi finanziatori, i quali non impiegano tutta la loro ricchezza, ma solamente una parte di essa. Iosio e Valentinuz (2016) pongono l'attenzione sul fatto che, dato che il *crowdfunding* permette di limitare il volume degli investimenti per ogni finanziatore, il grado di rischio diminuisce soprattutto nelle fasi iniziali di un'iniziativa, caratterizzate da un'elevata incertezza.

Per questi motivi, il Joint Research Centre (2015) afferma che il *crowdfunding* potrebbe essere uno strumento in grado di colmare il *financial gap*. Infatti, in genere i fondatori del progetto si rivolgono al *crowdfunding* solo dopo non essere riusciti a raccogliere risorse in altri modi. Più in particolare, “questa funzione diviene particolarmente significativa in un contesto quale quello corrente, nel quale il sistema bancario avrà difficoltà a espandere significativamente gli impieghi a favore delle imprese” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 43) come conseguenza della crisi del 2008. Per questo motivo, Kirby e Worner (2014) affermano che il *crowdfunding* è uno strumento in grado di sostenere la crescita economica. Essi riconoscono che le piccole e medie imprese sono molto importanti per l'economia reale, e il *crowdfunding*, quale strumento rivolto anche a questa categoria di business, aiuta il loro sviluppo e la loro espansione. In questo modo si creano maggiori posti di lavoro e, di conseguenza, si supporta la ripresa economica.

Una caratteristica propria dell'*equity-based crowdfunding* è la flessibilità, che comporta molti benefici per le parti coinvolte nell'operazione. In primo luogo, per gli investitori è più facile

gestire i loro portafogli grazie al fatto che l'intera operazione si svolge *online* e, dunque, è possibile accedervi in qualsiasi momento. Oltre a ciò, dato che Internet non è caratterizzato da confini geografici, tale fattore viene mitigato, mentre potrebbe costituire un ostacolo per le altre forme di finanziamento. A tal proposito, Agrawal *et al.* (2014) affermano che, dal momento che l'accesso al capitale non è influenzato dalla localizzazione delle parti coinvolte nell'operazione, gli ideatori possono accordarsi con coloro che hanno la più alta disponibilità a pagare poiché hanno la possibilità di scegliere tra un più ampio numero di potenziali investitori. Infine, la flessibilità di questo strumento si può vedere anche nel fatto che i fondatori del progetto possono creare una campagna personalizzata in base alle loro necessità, invece di essere vincolati a quello che gli investitori istituzionali sono in grado di offrire. (Joint Research Centre, 2015).

Da non sottovalutare è anche l'aspetto fiscale. Come spiega Allegreni (2016, p. 3), infatti, “in Italia è previsto che una persona fisica possa detrarre dalle imposte il (...) 30% (...) del valore degli investimenti effettuati in start-up e PMI innovative”.

L'*equity-based crowdfunding* crea anche dei benefici sociali, illustrati da Agrawal *et al.* (2014). In primo luogo, il *crowdfunding* genera guadagni per tutte le parti coinvolte. Infatti, gli ideatori del progetto e i finanziatori possono liberamente scambiare *equity* con denaro e lo faranno solamente nel caso in cui lo scambio generi benefici positivi per entrambi le parti. In secondo luogo, il *crowdfunding* genera benefici sociali addizionali a quelli privati in quanto permette di trarre vantaggio anche dai risultati che ottengono gli altri. In altre parole, se le imprese finanziate ottengono dei risultati dalla loro attività, non ne beneficeranno solamente gli ideatori del progetto ma anche tutta la comunità.

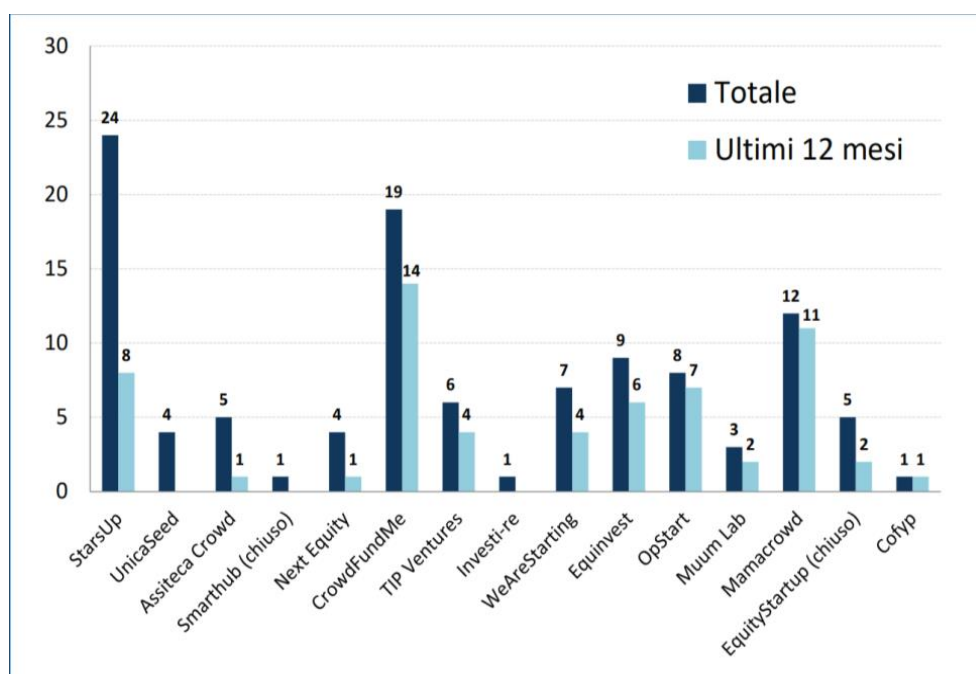
Per concludere, altri vantaggi derivanti dall'utilizzo dell'*equity-based crowdfunding* sono la possibilità per le start up di ottenere maggiore visibilità fin dalle prime fasi dell'attività; la possibilità di accedere più facilmente alle altre forme di finanziamento poiché “una campagna coronata con successo (...) evidenzia il fatto che esiste un mercato per la vostra attività e che le persone vi credono” (Commissione Europea 2015, p. 9) quindi sia il rischio finanziario che operativo possono ridursi; ed infine la possibilità per l'investitore di vivere una forte esperienza emozionale partecipando alla realizzazione di un prodotto o servizio divenendo, così, parte di un'iniziativa imprenditoriale.

3.3 I vantaggi superano i rischi?

L'obiettivo di questo paragrafo è dimostrare che, sotto determinate condizioni, i vantaggi appena descritti possono superare i rischi derivanti dall'utilizzo dell'*equity-based crowdfunding*. A tal fine, ci si servirà in un primo momento della letteratura e di dati empirici e, per concludere, verranno presentati brevemente due casi aziendali.

Innanzitutto, è necessario tenere in considerazione che l'*equity-based crowdfunding* è un fenomeno in continua crescita ed espansione. Esso ha iniziato a diffondersi anche nel nostro Paese, seppur meno intensamente rispetto alla media Europea. A dimostrazione di ciò, il grafico sottostante mostra che, alla data del 30 giugno 2017, le campagne presentate in Italia erano ben 109, mentre dal luglio del 2016 al luglio del 2017 ne sono state pubblicate 61

(Osservatorio Entrepreneurship & Finance Del Politecnico Di Milano, 2017). Più in particolare, nel 2017 è stato registrato “un vero e proprio boom del numero di offerte, che in un solo semestre sono quasi



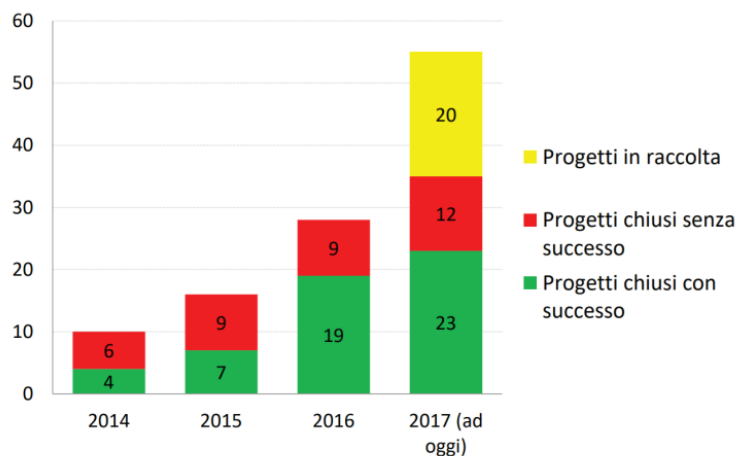
raddoppiate rispetto a tutto il 2016”

(Osservatorio Entrepreneurship & Finance

OSSERVATORIO ENTREPRENEURSHIP & FINANCE DEL POLITECNICO DI MILANO luglio 2017, p. 16. Figura 2.1.

Del Politecnico Di Milano 2017, p. 17). Dunque, non è possibile ignorare lo sviluppo di tale fenomeno, che va di pari passo con il progresso digitale. Infatti le metodologie attraverso cui il *crowdfunding* si sviluppa sono molto innovative e consentono di sfruttare al meglio la tecnologia.

Se questo strumento ha subito una così rapida diffusione, probabilmente significa che è considerato utile ed è apprezzato da una pluralità di soggetti in quanto riesce a fornire un effettivo aiuto finanziario alle imprese. A dimostrazione di ciò, il Politecnico di Milano (2017), “evidenzia come dal 2016 in avanti sia notevolmente migliorato il tasso di successo delle campagne di raccolta, ora ben superiore al 50% rispetto a quelle chiuse, segno di una



OSSERVATORIO ENTREPRENEURSHIP & FINANCE DEL POLITECNICO DI MILANO luglio 2017, p. 17. Figura 2.3.

progressiva maturazione e selettività del mercato.” (Osservatorio Entrepreneurship & Finance Del Politecnico Di Milano 2017, p. 17, Figura 2.3). Dunque i dati dimostrano che l'*equity-based crowdfunding* si è rivelato una valida alternativa agli strumenti di finanziamento tradizionali poiché sembra essere in grado di soddisfare le esigenze imprenditoriali.

In secondo luogo, l'*equity-based crowdfunding* è uno strumento in grado di semplificare l'accesso agli investimenti in *equity*. Infatti il dott. Antonio Verga Falzacappa¹ (si vedano Iosio e Valentinuz 2016, p. 202), dichiara che Confindustria sostiene il *crowdfunding* in quanto strumento in grado di rendere più diretto l'accesso alle risorse per le PMI. Iosio e Valentinuz (2016) spiegano che l'*equity-based crowdfunding* è uno strumento addizionale per le PMI che permette di finanziare la crescita, lo sviluppo e l'innovazione. Oltre a ciò, questo strumento innovativo risulta particolarmente utile per le imprese nascenti e permette di aiutare i giovani imprenditori a crescere, creando valore e occupazione per il Paese.

I maggiori rischi derivanti dall'utilizzo di questa forma di finanziamento probabilmente gravano sugli investitori non professionali, i quali potrebbero non possedere le competenze e le conoscenze idonee per effettuare un'operazione di questo genere. Tuttavia, non sembra corretto escludere dall'utilizzo di questo strumento gli investitori *retail*, in quanto si ritiene che il fatto di rivolgersi alla folla sia una peculiarità intrinseca dello strumento. Si considera, invece, più utile adottare delle misure che limitino l'esposizione al rischio dei soggetti c.d. “più deboli”.

Wilson e Testoni (2014) propongono, ad esempio, il coinvolgimento di un intermediario (che può essere identificato, ad esempio, in un'ulteriore piattaforma) che rappresenti gli interessi della folla effettuando una corretta *due diligence* e monitorando l'andamento dell'investimento. Oltre a ciò, essi prevedono la possibilità di effettuare una sorta di co-

¹ Imprenditore nei servizi finanziari, presidente Gruppo Giovani Imprenditori Confindustria Friuli Venezia Giulia e Membro del Comitato Tecnico Credito e Finanza di Confindustria nazionale.

investimento con un *business angel*²: in questo caso l'investitore non professionale avrebbe la possibilità di beneficiare delle *skills* e dell'esperienza di un professionista. Un'ulteriore misura di protezione del rischio proposta da Wilson e Testoni (2014) consiste nel sottoporre i potenziali investitori ad un test prima di poter finanziare un progetto, con lo scopo di certificare se essi sono realmente consapevoli del rischio che si assumono. Questo metodo sembra essere quello che riduce in maniera minore la portata innovativa dello strumento, e, forse per questo motivo, viene già usato da molte piattaforme.

Più in generale, per tutti i finanziatori, è possibile servirsi dell'*equity-based crowdfunding* adottando due approcci diversi: uno attivo e uno passivo. L'approccio attivo fornirà all'investitore dei rendimenti molto elevati, tuttavia sono necessarie buone competenze e conoscenze dei mercati. Dunque, un investitore non professionale, probabilmente con una preparazione non idonea per questo tipo di operazione, dovrebbe adottare un approccio passivo. In questo caso, infatti, ci si affida ad un professionista, il quale seleziona le migliori opportunità, le monitora e garantisce una buona uscita all'investitore.

Nel caso in cui si adotti in approccio attivo, si ritiene indispensabile e di estrema importanza effettuare una corretta *due diligence* prima di procedere con il finanziamento, in quanto solo in questo modo si beneficerà con alta probabilità dei vantaggi che il *crowdfunding* offre. A tal fine è necessario tener presente che “investire in aziende attraverso l'*equity crowdfunding* significa scegliere nuove imprese che si ritiene abbiano il potenziale per crescere” (Allegreni 2016, p. 1). Per questo è indispensabile studiare la piattaforma, il team che propone il progetto, la sua storia e le eventuali campagne passate. In particolare, lo studio della piattaforma deve avere lo scopo di verificare quali sono le eventuali protezioni che essa offre nei confronti degli investitori e quanto è selettivo il processo di accettazione e pubblicazione di una campagna. Infine, per effettuare una corretta e dettagliata *due diligence* potrebbe essere utile farsi aiutare o indirizzare da professionisti del settore in cui si colloca il progetto che si intende finanziare.

Un altro aspetto importante al fine attenuare i rischi che potrebbe comportare l'*equity-based crowdfunding* è la diversificazione del proprio portafoglio, soprattutto nel caso in cui si decida di investire in start up. Infatti, per questa categoria di imprese la probabilità di *default* è molto elevata, ma le iniziative che incontrano il successo ottengono rendimenti molto cospicui e, in questo modo, le perdite del settore vengono più che compensate. “Ciò implica che, al fine di ottenere ritorni importanti, sia necessario aver investito in una o più imprese di successo”

² Professionista con un consistente patrimonio e una discreta propensione al rischio disposto ad investire nelle piccole e medie imprese nelle fasi iniziali dell'attività con l'obiettivo di ricavarne un rendimento cospicuo.

(Allegreni 2016, p. 3). Dunque, è importante investire piccole quantità in molte iniziative, tenendo conto che uno studio di Nesta (si veda Allegreni 2016, p. 3) ha dimostrato che un portafoglio ben diversificato ha, in media, un ritorno 2,2 volte più elevato dell'ammontare investito. Si considera importante anche una differenziazione dal punto di vista geografico e di settore.

Oltre a queste cautele che gli investitori dovrebbero adottare, si ritiene doveroso sottolineare che anche l'aspetto normativo gioca la sua parte nel tutelare l'investitore *retail*, così come descritto nel capitolo 2.

Anche i fondatori dei progetti dovrebbero adottare determinati comportamenti al fine di sfruttare al meglio i vantaggi. In particolare, essi dovrebbero essere in grado di identificare quale tipologia di *crowdfunding* risponde in modo migliore alle proprie esigenze, tenendo conto anche della complessità tipica di ogni tipologia. A tal proposito, Iosio e Valentinuz (2016) mostrano (Tavola 3) come la complicatezza del *crowdfunding* cambi al variare della tipologia.



Fonte: elaborazione degli autori su principi guida rappresentati da Hemer et.All (2011a)

Iosio e Valentinuz 2016, p. 86. Tavola 3.

Emerge che alla categoria *equity* è associato il grado più alto di complessità. Iosio e Valentinuz (2016) spiegano che queste difficoltà dipendono dal numero di partecipanti e dall'ammontare di contributi erogati: “maggiore è «la folla» e minori i contributi erogati dai singoli, maggiore sarà il peso amministrativo che le piattaforme e, in alcuni casi, i proponenti dovranno gestire nel corso della campagna e, posteriormente, nella gestione informativa” (Iosio e Valentinuz 2016, p. 85). Si tenga, comunque, in considerazione che l'amministrazione di un numero elevato di investitori certamente comporta delle complessità operative, ma Verga Falzacappa (si veda Iosio e Valentinuz 2016, p. 203) sottolinea che

gestire una molteplicità di rapporti potrebbe anche essere un'opportunità per raggiungere un cambiamento nella cultura aziendale. Si ricordi, inoltre, che nel paragrafo 3.1 è stata proposta una soluzione alla complessità derivante dalla gestione di un vasto numero di investitori: la costituzione di particolari categorie di azioni o quote che consentano a chi le possiede di esercitare solamente alcuni diritti.

Oltre alla complessità, i fondatori dovrebbero tener conto che ogni tipologia di *crowdfunding* risponde in modo diverso ai vari obiettivi che ci si propone di raggiungere. Focalizzando l'attenzione sull'*equity-based crowdfunding*, Iosio e Valentinuz (2016) spiegano che può essere utilizzato dalle start up, ma l'evidenza empirica dimostra che non è adatto a progetti di nicchia poiché in questi contesti il percorso di crescita è difficile da determinare. Essi, inoltre, reputano l'*equity-based* idoneo anche per quei progetti *business to consumer* (B2C) nel caso in cui il prodotto o il servizio che si intende creare sia rivolto ad una grande platea di individui.

Per quanto riguarda la gestione dell'operazione di *crowdfunding*, Verga Falzacappa (si vedano in proposito Iosio e Valentinuz 2016, p. 203) sostiene che l'impresa che lancia la raccolta dovrebbe essere molto aperta con i potenziali investitori, comunicativa e strutturata sia durante la raccolta sia nella fase post-investimento. A tal proposito, è doveroso sottolineare che le istituzioni offrono importanti suggerimenti per gli ideatori del progetto. Infatti, la Commissione Europea in una pubblicazione del 2015 ("Il *crowdfunding*. Cosa è – guida per le piccole e medie imprese") ha fornito dei consigli dettagliati per quanto riguarda la preparazione della campagna, la raccolta dei fondi e il periodo post-campagna.

Nei paragrafi precedenti è stato spiegato che potrebbero generarsi fallimenti del mercato derivanti dalla presenza di asimmetrie informative, sia per gli investitori sia per i creatori del progetto. Agrawal *et al.* (2014) considerano la reputazione un elemento fondamentale per evitare questi fallimenti poiché essa è essenziale per instaurare rapporti basati sulla fiducia. Uno dei meccanismi per consolidare la propria reputazione è il *quality signals*, ossia fornire dei segnali al mercato riguardo la qualità del proprio progetto. A tal proposito possono essere utili garanzie, brevetti o il livello di istruzione dei fondatori. Potrebbero essere presi in considerazione anche i brand, tuttavia Waldfogel e Chen (si veda in proposito Agrawal *et al.* 2014, p. 80) sostengono che, poiché attraverso il *crowdfunding* le informazioni diventano accessibili più facilmente, l'importanza del marchio diminuisce. Anche il ricorso ad un sistema di *feedback* potrebbe essere utile per consolidare la propria reputazione. Più nel dettaglio, si dovrebbe consentire alla folla di valutare i progetti presentati nella piattaforma, in

modo che gli individui possano giudicare la loro esperienza dopo aver effettuato le transazioni. Infine, un altro mezzo in grado di potenziare la reputazione del portale e, conseguentemente, il valore dei progetti presentati, è postare un certificato di qualità fornito da un intermediario finanziario riconosciuto.

Un ostacolo non trascurabile dell'*equity-based crowdfunding* è rappresentato dall'assenza di un mercato secondario che rende gli investimenti illiquidi. Posto che è auspicabile che in un futuro non molto lontano (considerata la diffusione del fenomeno) l'avvio di un mercato secondario, innanzi tutto, deve prima crearsi un mercato primario. A tal fine, è indispensabile che le imprese emittenti presentino progetti che abbiano la possibilità di crescere e di creare valore, in modo da aumentare la fiducia in questa forma di finanziamento. Wilson e Testoni (2014) spiegano che per fornire un guadagno agli investitori si può ricorrere alla *Initial Public Offering* (IPO)³ oppure a fusioni o acquisizioni.

Un aspetto molto importante al fine di questo elaborato è la complementarità dell'*equity-based crowdfunding* alle forme di finanziamento tradizionali. In altre parole, si ritiene fondamentale non considerare questo strumento finanziario con connotati di mera alternatività rispetto agli strumenti tradizionali, vale a dire che il ricorso *all'equity-based crowdfunding* non esclude l'utilizzo delle forme di finanziamento tradizionali. Infatti, "esso si sta dimostrando uno strumento valido di supporto nell'ambito di operazioni di mercato ove l'*equity crowdfunding* viene anche visto come una componente aggiuntiva di domanda in operazioni di raccolta di capitale sul mercato" (Iosio e Valentinuz 2016, p. 129). In effetti, tra i vantaggi presentati nel paragrafo precedente emerge la possibilità per coloro che si servono del *crowdfunding* di avere, in un secondo momento, un accesso più facilitato alle forme di finanziamento tradizionali. Oltre a ciò, questo strumento finanziario sembra aver trovato un forte posizionamento nelle fasi di avviamento di un'idea imprenditoriale. Ciò non esclude la possibilità di rivolgersi a dei professionisti (per esempio i già citati *business angel*) al fine di poter sfruttare al massimo dei benefici e poter attenuare i rischi. Anche nelle fasi di avviamento, dunque, emerge la complementarità dell'*equity-based crowdfunding* con altre forme di finanziamento.

³ Particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato.

Per concludere, si evidenzia che il Politecnico di Milano nel suo report italiano sul *crowdinvesting* (2017) sottolinea che “(1) l'*equity crowdfunding* è stato indispensabile per far leva su ulteriori finanziamenti e fonti di capitale, (2) come spesso accade, il *business plan* iniziale si è rivelato troppo ottimistico sui tempi, oppure è stato necessario rimodulare la strategia prevista, (3) il rapporto con gli investitori è giudicato molto positivo.” (p. 29). Infine, i ricercatori del Politecnico sottolineano che i risultati di un investimento in *equity* si vedono nel lungo termine.

3.3.1 Descrizione di due casi tipo

Si ritiene utile, per concludere, presentare brevemente due casi di studio al fine di dimostrare i vantaggi che una realtà aziendale può ricavare dall'*equity-based crowdfunding*:⁴

- Glassup Srl: i fondatori hanno ideato un modello di occhiali per la realtà aumentata. Per la loro campagna di *crowdfunding* si sono serviti della piattaforma Tip Ventures, e nel 2016 hanno raccolto 250 mila euro da 46 investitori. Grazie al capitale accumulato è stato possibile eseguire otto test sui prodotti e la visibilità che ha ottenuto l'iniziativa ha consentito di accedere al programma di *Open Innovation* di Cisco. Inoltre, attraverso la campagna *online*, i fondatori hanno ricevuto feedback importanti che hanno permesso di ri-organizzare le attività, concludendo che la scelta migliore è puntare solamente al mercato *business to business* (B2B). A dimostrazione della non esclusività dell'*equity-based crowdfunding* rispetto alle altre forme di finanziamento, si sottolinea che l'impresa si è aggiudicata un finanziamento UE Horizon 2020. Federico Canuti, *Chief Marketing Officer*, spiega che il rapporto con i finanziatori è buono, tanto che “i nostri soci sono diventati dei fan e ci segnalano eventi, bandi... uno è diventato anche un potenziale rivenditore” (si veda Osservatorio Entrepreneurship & Finance Del Politecnico Di Milano 2017, p. 29).
- Bio-erg Srl: si tratta di un'azienda biotech fondata da due ricercatrici dell'Università Politecnica delle Marche, le quali hanno scoperto un metodo innovativo e *low cost* per produrre il destrano, ossia un polimero utilizzato nell'industria farmaceutica, cosmetica e alimentare. Le due ricercatrici hanno presentato la loro campagna nel 2015 sul portale Next Equity e hanno raccolto 452.576 euro da 56 investitori. Questo

⁴ I casi di studio presentati in seguito sono stati esposti nel secondo report italiano sul *crowdinvesting* dell'Osservatorio Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano (2017).

denaro è stato utile per la fase pre-industriale: esso ha permesso l'acquisto di attrezzature e la partecipazione a fiere internazionali, durante le quali sono stati raccolti circa una trentina di contatti commerciali. Giulia Cinti, una delle fondatrici, spiega che il maggior beneficio ottenuto dalla campagna è la visibilità che il loro progetto ha acquisito. Inoltre, in seguito alla campagna, le due ricercatrici sono riuscite ad accedere ad un finanziamento bancario attraverso il Fondo Centrale di Garanzia (ulteriore segnale della complementarietà dello strumento) che è stato fondamentale per l'avvio della produzione. Oltre a ciò, l'impresa ha registrato un marchio per identificare il proprio prodotto. Il rapporto con gli investitori è attivo, infatti essi chiedono informazioni e desiderano interagire con le ricercatrici.

CONCLUSIONI

L'obiettivo di questo elaborato è, innanzi tutto, dimostrare che l'*equity-based crowdfunding* è uno strumento finanziario valido, soprattutto per le fasi di avviamento di un'attività imprenditoriale, e, in secondo luogo, spiegare che può essere considerato complementare alle forme di finanziamento tradizionali.

A tal fine si è ritenuto opportuno documentarsi soprattutto attraverso la letteratura disponibile, integrandola con dati empirici riguardo la diffusione del fenomeno e l'andamento delle campagne lanciate. Inoltre, è stato indispensabile approfondire alcuni casi reali, per capire se effettivamente l'*equity-based crowdfunding* sia uno strumento che aiuta le realtà aziendali. Considerata l'attualità del fenomeno analizzato, sono stati periodicamente visitati la Gazzetta Ufficiale, per mantenere l'aggiornamento rispetto alle novità normative, e i principali portali di *equity-based crowdfunding* (per esempio il sito dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (A.I.E.C.) oppure italiancrowdfunding.it).

Dal primo capitolo è stato possibile constatare che l'*equity-based crowdfunding* è uno strumento completamente innovativo, basato sulla tecnologia e sulla condivisione. Infatti, il ruolo della "massa" risulta molto importante, soprattutto grazie alla dimensione *social* del fenomeno. Infine, dai dati presentati nel paragrafo 1.3 è emerso che questo metodo di finanziamento è stato protagonista di un'ampia diffusione. Le prospettive di crescita sembrano, dunque, buone, ma si ritengono necessari alcuni miglioramenti affinché il fenomeno possa svilupparsi a 360 gradi.

Nel secondo capitolo si evidenzia la necessità di una normativa armonizzata a livello europeo, in modo da incentivare l'utilizzo di questo strumento e sfruttare tutti i benefici che da esso derivano, posto che Internet non si ferma davanti ai confini nazionali. Una regolamentazione comune dovrebbe essere in grado di proteggere gli investitori non professionali e allo stesso tempo non dovrebbe essere troppo rigida, altrimenti si rischia di perdere la portata innovativa del fenomeno.

Nell'ultimo capitolo si conclude spiegando che, nonostante l'*equity-based crowdfunding* sia uno strumento rischioso e complesso, esso può essere ideale per le esigenze finanziarie nelle fasi avviamento di un'impresa. Al fine di attenuare i rischi e sfruttare al meglio i vantaggi che questo strumento offre è importante valutare se le proprie competenze e conoscenze siano sufficienti per intraprendere una campagna o un investimento, oppure se sia più prudente

servirsi dell'aiuto di un professionista. In questo emerge la complementarità del crowdfunding ad altre forme di finanziamento, oltre al fatto che esso può agevolare il ricorso l'accesso agli strumenti più tradizionali.

Concludendo, è opinione di chi scrive che, perlomeno in Italia, il sistema bancario avrà sempre un ruolo centrale. Ciò che potrà cambiare sarà la varietà e la quantità di strumenti finanziari a disposizione delle imprese, i quali, saranno caratterizzati sempre di più dall'uso della tecnologia e da una dimensione *social*, comportando il coinvolgimento della "massa" e, dunque, ampliando le possibilità di investimento per tutti. Di conseguenza si ritiene che in un futuro prossimo si svilupperà, di pari passo con il progresso tecnologico, un mercato sofisticato, efficiente e maturo, in grado di offrire molti benefici a coloro che saranno in grado di utilizzare i nuovi strumenti in modo corretto.

BIBLIOGRAFIA

- ❖ AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., 2014. *Some Simple Economics of Crowdfunding* [online]. Disponibile su: <<http://www.nber.org/chapters/c12946.pdf>> [Data di accesso: 12 ottobre 2017]. 70-93
- ❖ ALLEGRENI F., 12 febbraio 2016. *Perché investire con l'equity crowdfunding* [online]. Disponibile su <<http://www.equitycrowdfundingitalia.org/perche-investire-con-lequity-crowdfunding/>> [Data di accesso: 9 novembre 2017]
- ❖ ALVISI P., marzo 2014. Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico. *Rivista di diritto bancario* [online]. Disponibile su <<http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-uno-sguardo-comparatistico#>> [Data di accesso: 22 settembre 2017]
- ❖ COMMISSIONE DELL'UNIONE EUROPEA, 9 aprile 2015. *Il crowdfunding. Cosa è – guida per le piccole e medie imprese* [online]. Disponibile su <http://ec.europa.eu/geninfo/query/index.do?queryText=crowdfunding&summary=summary&more_options_source=global&more_options_date=* &more_options_date_from=&more_options_date_to=&more_options_language=it&more_options_f_formats=.pdf&swlang=it> [Data di accesso: 15 ottobre 2017].
- ❖ Delibera CONSOB n. 20204 del 29 novembre 2017 sulle modifiche al Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*.
- ❖ Dl. 18 ottobre 2012, n.179.
- ❖ FRISO A., 4 maggio 2016. I rischi dell'equity crowdfunding: quali sono e come tutelarsi. *Italian crowdfunding* [online]. Disponibile su <<http://italiancrowdfunding.it/rischi-dellequity-crowdfunding-quali-tutelarsi/>> [Data di accesso: 20 settembre 2017]
- ❖ IOSIO C., VALENTINUZ G., 2016. *Fare impresa con il crowdfunding*. 1° ed. Assago (MI): IpsoaInnovativeManagement.
- ❖ JOINT RESEARCH CENTRE, 2015. *Understanding crowdfunding and its regulation. How can crowdfunding help ICT innovation?* [online]. Disponibile su: <<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC92482>> [Data di accesso: 11 ottobre 2017]. 15-28

- ❖ KIRBY E., WORNER S., febbraio 2014. *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast* [online]. Disponibile su <<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>> [Data di accesso: 8 febbraio 2018]. 21-28
- ❖ MIRRA V., ZAOTTINI D., aprile 2016. Equity crowdfunding 2.0: meno oneri per imprese e investitori [online]. Disponibile su <<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/equity-crowdfunding-20-meno-oneri-impres-e-investitori>> [Data di accesso: 15 ottobre 2017]
- ❖ MOLLICK E., 2013. *The dynamics of crowdfunding: an exploratory study* [online]. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298> [Data di accesso: 12 ottobre 2017]
- ❖ OSSERVATORIO ENTREPRENEURSHIP & FINANCE DEL POLITECNICO DI MILANO , luglio 2017. *Osservatorio CrowdFunding - 2° Report italiano sul crowdfunding* [online]. Disponibile su <<http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=7D68542A56ADC2BF4BB35748DC9879D0>> [Data di accesso: 2 novembre 2017]
- ❖ PIATTELLI U., 2013. *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*. 1° ed. Torino: Giappichelli.
- ❖ Regolamento del Parlamento e del Consiglio Europeo (UE) n. 1129/17 del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.
- ❖ Regolamento di esecuzione della Commissione Europea (UE) n. 980/17 del 7 giugno 2017 che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda i moduli standard, i modelli e le procedure per la collaborazione nelle attività di vigilanza, per le verifiche in loco, le indagini e lo scambio di informazioni tra autorità competenti.
- ❖ VEGAS G., 22 ottobre 2013. *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali* [online]. Disponibile su <http://www.consob.it/documents/46180/46181/audizione_vegas_20131022.pdf/b8dc9ce7-3d42-4a93-a851-68e67f6fd78b> [Data di accesso: 27 settembre 2017]
- ❖ WEISZ B., 13 dicembre 2017. Equity crowdfunding per le PMI al via [online]. Disponibile su <<http://www.pmi.it/economia/finanziamenti/approfondimenti/171858/equity-crowdfunding-per-le-pmi-al-via.html>> [Data di accesso: 2 gennaio 2017]

- ❖ WEISZ B., 24 maggio 2017. Crowdfunding per PMI Srl [online]. Disponibile su <<http://www.pmi.it/impresa/normativa/approfondimenti/155162/crowdfunding-per-pmi-srl.html>> [Data di accesso: 25 settembre 2017]
- ❖ WILSON K. E., TESTONI M., agosto 2014. *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets* [online]. Disponibile su <<http://bruegel.org/2014/08/improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/>> [Data di accesso: 25 settembre 2017]

SITOGRAFIA

- ❖ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crowd-funding-169.htm>
- ❖ <https://www.esma.europa.eu/>
- ❖ <http://www.consob.it/web/consob/home>
- ❖ https://ec.europa.eu/commission/index_it
- ❖ <http://italiancrowdfunding.it/>
- ❖ <http://www.pmi.it/>
- ❖ <http://blog.crowdfuture.net/post/27347307736/crowdfunding-e-social-web-una-storia-parallela>
- ❖ <http://www.crowdfundingbuzz.it/risorse-crowdfunding/dati-e-statistiche/>
- ❖ <http://investft.com/>
- ❖ <http://www.crowdfundinghub.eu/>
- ❖ <http://www.consob.it/web/area-pubblica/equity-crowdfunding-normativa-europea>
- ❖ <http://www.quotidianofisco.ilsole24ore.com/>
- ❖ <http://www.treccani.it/vocabolario/>
- ❖ <http://www.glassup.com/company/>
- ❖ <http://www.bioerg.it/>
- ❖ <http://www.equitycrowdfundingitalia.org/>
- ❖ <http://www.crowdfundingbuzz.it/>
- ❖ <http://investft.com/>
- ❖ <http://www.ilsole24ore.com/>

Numero di parole: 14978