



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO
(DDPCD)**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"IL CROWDFUNDING E I FINANZIAMENTI ALLE PICCOLE-MEDIE
IMPRESE: UNA RICERCA EMPIRICA."**

RELATORE:

CH.MO PROF. MARCO CIAN

LAUREANDO: SIMONE GABRIELI

MATRICOLA N. 1113050

Il crowdfunding e i finanziamenti alle piccole-medie imprese: una ricerca empirica.

CAPITOLO 1 – ILLUSTRAZIONE GENERALE DEL CROWDFUNDING

1.1	Definizione del fenomeno e del suo impatto socio-economico	3
-	Origini e fasi di sviluppo del crowdfunding	3
-	Vantaggi per i soggetti interessati	5
1.2	Presentazione dei modelli di crowdfunding classici e alternativi	6
-	Portata economica delle forme di crowdfunding e dei relativi portali	10
1.3	Il crowdfunding da un punto di vista giuridico	13
-	Profili giuridici e tassativi dell'equity-based crowdfunding	15

CAPITOLO 2 - LA RICERCA EMPIRICA **17**

2.1	Definizione dell'obiettivo della ricerca: dimostrare la crescita dei portali di equity crowdfunding in Italia; costruzione della base empirica	17
2.2	La ricerca empirica – raccolta ed analisi dei dati, con assunzioni e processi oggettivi e soggettivi.	18
2.3	Resoconto finale, in cui vengono riassunte tutte le fasi della ricerca e vengono sostenute le idee e le teorie formulate precedentemente.	30

CAPITOLO 3 – IL FENOMENO NEL RESTO DEL MONDO: ALCUNI CENNI **32**

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI **36**

CAPITOLO 1 - ILLUSTRAZIONE GENERALE DEL CROWDFUNDING

I. Definizione del fenomeno e del suo impatto socio-economico

Il crowdfunding è una forma di finanziamento che si sta sviluppando negli ultimi anni, soprattutto a seguito della Crisi economico-finanziaria abbattutasi in primis negli Stati Uniti e successivamente in Europa, che consente a coloro che possiedono idee e/o necessità ma non le necessarie risorse economiche atte a soddisfarle, di raccogliere capitali presso la cosiddetta folla (dall'inglese crowd, appunto) grazie all'utilizzo della rete internet. Numerose sono le definizioni di crowdfunding che sono state date dagli studiosi e dalle istituzioni nell'ultimo quinquennio: per esempio, le istituzioni europee nel 2014 lo hanno definito come “Un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico”¹. Una definizione più completa, invece l'ha data Mattia Tencalla, consulente tributario presso Bernoni Grant Thornton, nel 2017: secondo lui il crowdfunding “può essere definito come il processo con cui più persone conferiscono somme di denaro per finanziare un progetto utilizzando siti internet e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa”². Le definizioni appena citate differiscono in alcuni aspetti (il Consiglio Europeo lo definisce una raccolta fondi, Tencalla sottolinea la possibile presenza di una ricompensa), ma entrambe sottintendono la presenza di alcuni attori e di alcune pratiche che si sono consolidate nel corso della storia del crowdfunding.

Le **origini** del fenomeno, infatti, sono da ricercarsi nel XVI secolo, periodo in cui nacquero le prime Borse Valori olandesi. Esse svolgevano la funzione di raccolta di capitale per il finanziamento dei viaggi delle Compagnie delle Indie. Queste somme di denaro venivano donate da un elevato numero di soggetti, i quali appartenevano a ceti sociali molto diversi tra loro (si stima che circa un terzo dei sottoscrittori appartenesse ai ceti più bassi). Questo episodio si può quindi configurare come una delle prime forme di crowdfunding, essendo stato un finanziamento che proveniva “dalla folla”. Una seconda tappa storica che rappresenta una primordiale forma di tale fenomeno si è verificata nel 1875, quando Joseph Pulitzer, allora proprietario del giornale “New York World” e famoso oggi per l'omonimo premio a lui dedicato, decise di lanciare una campagna, con un articolo nel suo giornale, per raccogliere 100 000\$ destinati alla costruzione del piedistallo della Statua Della Libertà e fornendo come ricompensa la presenza nel giornale del nome di chiunque avesse partecipato alla donazione, anche in maniera irrisoria. Grazie a questa campagna raccolse circa 102 000\$, con l'aiuto di circa 100 000 partecipanti, riuscendo così a completare l'opera e dando vita a uno dei primi

¹ CONSIGLIO EUROPEO, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea /* COM/2014/0172 final <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>

² <http://www.rivistadirittotributario.it/2017/02/03/equity-crowdfunding-tutte-le-pmi-la-legge-bilancio-2017-aspetti-tributari/>

esempi di reward crowdfunding. Alla fine del XX secolo si moltiplicarono le iniziative di crowdfunding e assunsero sempre più i caratteri odierni del fenomeno. Nel 1976, il regista indiano Shyam Benegal usò la parola crowdfunding per la prima volta e la inserì nel vocabolario indiano, in occasione della produzione del film *Manthan*. Benegal chiese ai produttori di latte dello stato del Gujarat di finanziare la produzione del film a loro dedicato e che raccontava le vite degli allevatori durante la Rivoluzione Bianca. Essi accettarono, creando di fatto il primo caso di “community crowdfunding”; come ricompensa furono citati nei titoli di coda, in qualità di produttori della pellicola. Con l’avvento di Internet, alla fine degli anni ’90, iniziò a svilupparsi il fenomeno attraverso le piattaforme online; inizialmente le campagne furono principalmente di beneficenza, ma presto esse si diversificarono, coinvolgendo ambiti quali la musica e l’arte. Celebre è il caso del gruppo rock dei Marillion, che nel 1996 annunciarono di cancellare il loro tour per mancanza di fondi. La band poi tornò sui propri passi, grazie al contributo fondamentale dei loro fans, che raccolsero 60 000\$ (per la prima volta ciò accadde su internet) e permisero alla band di esibirsi. Il gruppo rock ringraziò i supporters, citandoli nella copertina del loro disco. L’evento aprì la strada per lo sviluppo dei portali online in cui poter proporre le proprie idee e sottoporle all’attenzione di potenziali crowdfunders: nacque nel 2001 il portale ArtistShare, da un’idea del produttore Brian Camelio, uno dei padri fondatori del moderno concetto di crowdfunding; seguì più tardi, nel 2009, la nascita delle piattaforme Indiegogo e Kicksart, i primi veri pionieri e, successivamente, colossi del settore, con ben 400 000 progetti all’attivo. Tra le tante idee presentate in questi due siti merita una menzione speciale la prima campagna per una missione su Marte, che raccolse in breve tempo migliaia di adesioni. Oggi questo fenomeno si è ormai consolidato come una vera e propria forma di finanziamento a cui tutti (con differente modalità, che saranno poi esposte) possono accedere. La nota rivista americana Forbes ha affermato che, dopo lo scoppiare della crisi, il crowdfunding avrebbe salvato l’economia statunitense³: infatti, il 2009 ha segnato il calo più significativo dal 1942 per quanto riguarda i finanziamenti concessi dagli istituti bancari ai privati e sempre nello stesso anno il 95% degli aspiranti imprenditori si è visto rifiutare il business plan dai venture capitalist. Per quanto riguarda il nostro Paese, una delle prime campagne di successo si è verificata nel 2013, quando fu lanciata la raccolta fondi per la ricostruzione della Città della Scienza di Napoli, distrutta da un incendio nel marzo dello stesso anno. In quell’occasione la piattaforma italiana DeRev riuscì a sensibilizzare efficacemente l’opinione pubblica e a raccogliere circa 790 000 € in pochi mesi.

³ Ilya Pozin, "Crowdfunding: Saving the U.S. Economy [Infographic]". Forbes, 28 June 2012. (Available at www.forbes.com/sites/ilyapozin/2012/06/28/crowdfunding-saving-the-u-s-economy-infographic)

Innegabile è il fatto che questo nuovo metodo di raccolta di fondi presso il grande pubblico abbia portato consistenti **vantaggi** ai soggetti che cercano di finanziare un'idea, una campagna di beneficenza o persino una campagna elettorale, come fecero Hilary Clinton e Barack Obama nel 2008, quando si sfidarono per le presidenziali americane. E proprio i leader politici americani hanno fatto leva su uno dei punti di forza dell'utilizzo del crowdfunding, ovvero il senso di appartenenza ad una comunità. Infatti, aderendo alle stesse idee e iniziative, i soggetti possono instaurare tra di loro delle relazioni virtuali, in modo tale da scoprire e/o approfondire interessi comuni che possono portare un valore aggiunto, da cui può trarre giovamento anche lo stesso promotore della campagna. Addirittura, l'ex Presidente Obama fece inserire il CAP dei soggetti aderenti alla sua campagna nel 2008, per fare in modo che essi potessero incontrare persone a loro vicine non solo ideologicamente, ma anche geograficamente. Esistono ulteriori vantaggi legati alla presenza di una community online: ad esempio, il crowdfunding, in ogni sua forma, può consentire agli ideatori della campagna di verificare se la loro campagna si sta rivelando attraente e ben mirata, grazie ai commenti e alle proposte degli utenti che la visionano. Questo sistema di feedback può aiutare gli stessi promotori a modificare efficacemente e tempestivamente la loro campagna e magari a pensare ad alcune strategie che precedentemente erano state tralasciate. La presenza di una campagna attiva è anche un ottimo modo per portare a conoscenza della comunità la mission e la vision dell'impresa, sfociando così in una vera e propria campagna di marketing: molti portali di crowdfunding infatti hanno al loro interno link per accedere alle più famose pagine di Social Media (Facebook, Instagram, LinkedIn), con i quali i potenziali investitori possono condividere e diffondere la campagna con tutta la loro rete di contatti, creando una fattispecie di viral marketing per la campagna. Il crowdfunding e i suoi portali hanno permesso ai potenziali imprenditori di spiegare con più chiarezza le loro idee future, lo scopo per il quale la loro campagna è stata lanciata e a cosa serviranno precisamente i fondi da loro raccolti. Questa maggior trasparenza rispetto ai canali tradizionali di investimento ha permesso il crearsi di una primordiale forma di fidelizzazione del cliente: chi investe sin da subito nella campagna è perché realmente crede in ciò che essa propone e partecipa attivamente alla realizzazione dell'obiettivo prefissato. In termini anglosassoni questi utenti vengono definiti early adopters e sono considerati fondamentali dagli ideatori perché diffondono l'iniziativa mossi dal loro senso di "appartenenza" alla campagna. Nell'eventualità in cui la campagna abbia un riscontro positivo (economicamente e non), questa può trasformarsi in breve tempo in un'occasione di pubblicità positiva e rafforzare quindi l'immagine dell'azienda o del soggetto che l'ha ideata e poi promossa. Ulteriori vantaggi sono presenti nell'equity-based crowdfunding, di cui parlerò in maniera esaustiva successivamente. In questa modalità di

raccolta di capitale, i fondi raccolti corrispondono a capitale aziendale. Dal punto di vista degli investitori, questo metodo di raccolta consente loro di diversificare il rischio, investendo poche somme di capitale in diversi progetti: l'esiguità del capitale versato da ogni persona è alla base dell'idea del crowdfunding. Inoltre, la raccolta di capitale online è più facile da aggiornare e i soggetti interessati possono ridurre tempi e costi della burocrazia, evitando per esempio di passare per le società di intermediazioni per l'acquisto di titoli. Ciò giova senza dubbio anche agli imprenditori, che possono accrescere i propri fondi in maniera più rapida e senza vedere la loro idea condizionata da grandi investitori, che grazie alla loro posizione dominante potrebbero fare "la parte del leone" e, in virtù del capitale conferito, esercitare un'influenza nei confronti dei soggetti promotori. Un'efficace raccolta di capitale presso la folla potrebbe comunque portare all'interno dell'azienda persone qualificate e con idee innovative attinenti all'oggetto sociale dell'impresa e potrebbe altresì rappresentare un primo tassello per una futura presenza dell'impresa nei mercati regolamentati, al fine di raccogliere ulteriore capitale.

II. Presentazione dei modelli di crowdfunding classici e alternativi

I modelli di crowdfunding ad oggi presenti si possono dividere in due categorie: alle tradizionali forme nate nei primi anni del millennio, negli ultimi anni si sono affiancati dei nuovi modelli che differiscono dai classici per alcune procedure con cui il capitale viene raccolto.

La forma classica di crowdfunding che si è sviluppata in maniera consistente prima delle altre è il **donation-based**, il quale si è affermato già nei primi anni del XXI secolo. Questo modello rappresenta la forma tipica di donazione, in cui i soggetti interessati, mossi da una causa spesso umanitaria, decidono di devolvere il proprio denaro per aiutare il soggetto promotore a raggiungere lo scopo prefissato, ricevendo in cambio poco o nulla. La donazione avviene attraverso i portali online adibiti a questo specifico tipo di crowdfunding (portali di donation crowdfunding), in cui i donatori, chiamati backer, possono scegliere quale tipo di iniziativa abbracciare. Questa tipologia di raccolta fondi è solita essere usata da organizzazioni no-profit e tra queste coloro che maggiormente utilizzano le piattaforme sono le Onlus, le quali offrono ai sostenitori benefici di tipo fiscale. Anche gli enti locali cercano supporto economico attraverso il donation-based crowdfunding, principalmente per cercare di salvaguardare il territorio o per il restauro di alcune opere architettoniche. Questa ultima fattispecie prende il nome di civic crowdfunding ed è una pratica piuttosto diffusa all'estero; questa tipologia rappresenta un'innovazione nel modo in cui gli enti locali e la pubblica amministrazione possono raccogliere i fondi necessari ad affrontare calamità, restauri e opere pubbliche. Per i

cittadini, questo fenomeno si trasforma in maggiore trasparenza da parte degli enti; infatti, in ogni momento è possibile visualizzare i dati del progetto da finanziare, quanto è stato raccolto e come verrà usato quel denaro. Da un punto di vista giuridico, la disciplina che fa capo alla donazione online è contenuta nell'articolo 769 del codice civile, il quale afferma che “La donazione è il contratto col quale, per spirito di liberalità, una parte arricchisce l'altra, disponendo a favore di questa di un suo diritto o assumendo verso la stessa un'obbligazione”⁴. La seconda tipologia di crowdfunding classica e che probabilmente rappresenta la forma più conosciuta è il **reward-based crowdfunding**, ovvero il crowdfunding basato sulla presenza di una ricompensa. In questo tipo di raccolta fondi i soggetti interessati possono donare parte della propria ricchezza per finanziare un'idea e/o un prodotto, ricevendo in cambio un premio solitamente legato all'ammontare di denaro versato nella campagna. Questa ricompensa è il punto fondamentale di questa forma di crowdfunding: essa può rappresentare una collaborazione tra il finanziatore e l'ideatore, un ricordo⁵ o un prototipo del prodotto che è stato finanziato grazie alla raccolta fondi e che il soggetto ha contribuito a realizzare. In questo ultimo caso, si parla di pre-selling crowdfunding poiché l'imprenditore vende anticipatamente ai finanziatori il prodotto finito prima di essere lanciato sul mercato. Questa tipologia di reward-based permette inoltre agli imprenditori di capire se il bene per il quale si stanno raccogliendo i fondi potrebbe avere un mercato e quindi un potenziale successo. I progettisti del prodotto, infatti, possono godere della consulenza che i crowdfunders possono offrire: è molto frequente che quest'ultimi, data la loro importanza nel consentire lo sviluppo del prodotto, indichino quali caratteristiche esso dovrebbe contenere per avere un pubblico disposto ad acquistarlo.

Il reward-based crowdfunding può essere suddiviso in due ulteriori categorie:

- **Take it all**: si ha quando i fondi raccolti dalla campagna vengono effettivamente messi a disposizione dell'impresa entro 90 giorni, anche se l'obiettivo della campagna non è stato raggiunto. Questa modalità di crowdfunding è spesso usata come forma secondaria di finanziamento rispetto a una forma principale.
- **All or nothing**: questa clausola si verifica quando l'obiettivo economico prefissato della campagna diventa uno sbarramento. Qualora questa somma non venisse raggiunta in 90 giorni, la campagna risulterebbe fallimentare e le somme impegnate dai crowdfunders ritornerebbero a loro disposizione. L'effettivo esborso economico da parte dei soggetti finanziatori, infatti, non avviene immediatamente, ma solo dopo che il target sarà stato raggiunto.

⁴ Si veda art. 769 c.c.

⁵ Si veda art. 793 c.c.

La terza forma di crowdfunding tradizionale è l'**equity-based crowdfunding**, che si contraddistingue dalle altre forme per il fatto che la somma di denaro investita nella campagna rappresenta una parte di capitale proprio che il finanziatore acquista e che quindi corrisponde ad un certo numero di azioni o quote. Questa forma di accesso al capitale di un'impresa è senza dubbio molto più snella ed economica per ambe le parti. Infatti, i tempi sono molto più brevi rispetto ai mercati regolamentati e non; inoltre le commissioni, che i portali che ospitano le offerte di sottoscrizione richiedono, sono molto esigue e ammontano solitamente al 5% circa del capitale raccolto. L'imprenditore dovrà quindi redigere il business plan della società e illustrare chiaramente la composizione delle quote del capitale. A tutti gli effetti questa partecipazione configura l'investitore come un vero e proprio azionista, che quindi potrà riscuotere dividendi a fine anno ed ottenere capital gain in caso di una futura vendita della propria parte di capitale. Questo fenomeno si è sviluppato in Italia anche grazie ad una legislazione molto tempestiva ed innovativa, che nel 2013 ha permesso alle sole **Start-up Innovative** di raccogliere capitale aziendale tramite i portali online⁶. Una società per essere definita una start-up innovativa deve possedere alcuni requisiti: ⁷

1. La società non deve operare da più di 60 mesi
2. Il valore della produzione annua dal secondo anno non deve superare i 5 milioni di euro
3. La società non deve distribuire o aver distribuito utili
4. L'impresa deve produrre o commercializzare beni o servizi ad alto valore tecnologico
5. L'entità non deve essere nata da una fusione o scissione di imprese già esistenti oppure da una cessione di un ramo aziendale.

Inoltre, deve essere rispettato uno dei seguenti vincoli: il costo del settore R&D deve essere almeno il 15% del valore più alto tra il costo o il valore della produzione; impiegare personale altamente qualificato in quantità superiore ad un terzo del totale dei lavoratori; essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad un'invenzione.

Nel 2015 però, l'accesso alla suddetta modalità di crowdfunding è stato ampliato per le imprese di **piccole e medie dimensioni considerate innovative** e per altri soggetti legati allo sviluppo di prodotti e servizi innovativi.⁸

Le due forme che completano il panorama del crowdfunding classico sono il **royalty-based e il social lending**.

⁶ 26 giugno 2013 con delibera n. 18592 della CONSOB, in materia di Raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali online.

⁷ Il Decreto Legge 2012, n. 179 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito con modifiche dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221. La normativa è stata successivamente modificata dal d.l. n. 76/2013 in vigore dal 28 giugno 2013 e dal d.l. n. 3/2015 convertito in legge n. 33/2015 in vigore dal 26/03/2015.

⁸ Decreto Legge 24 gennaio 2015, n.3, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2015, n. 33

Il **royalty crowdfunding** può essere interpretato come una sottocategoria del reward-based, poiché la sua caratteristica principale è l'offerta da parte del promotore di una quota dei profitti futuri che l'impresa andrà a conseguire (i profitti ricoprono il ruolo della ricompensa). Tramite questa tipologia di investimento, gli investitori potranno conseguire un reddito derivante dalle vendite dell'impresa e dai futuri utili mentre gli imprenditori potranno comunque mantenere il controllo del capitale aziendale e delle decisioni inerenti l'attività. La normativa italiana configura questa tipologia come un'associazione in partecipazione e perciò non richiede una forma particolare per essere attuata.⁹

Il **social lending** crowdfunding (o semplicemente lending) è una tipologia di finanziamento che mette sullo stesso piano i soggetti interessati, senza quindi proporre un ordine gerarchico (cd. Peer to peer). I soggetti interessati possono decidere di prestare il proprio denaro in base alle loro preferenze, ricevendo in cambio un tasso di interesse. Questa tipologia si configura quindi come un prestito bancario, con la differenza che in questo caso non è presente nessun intermediario. Il tasso di interesse che viene offerto ai sottoscrittori è legato ad un rating assegnato dai portali: maggiore è il rating, minore sarà il tasso di interesse richiesto dai finanziatori, e viceversa. Vi sono diversi modi in cui l'investimento può essere concluso e alcuni portali offrono la possibilità ai creditori di rivendere i crediti a dei soggetti terzi, creando così un mercato secondario. La distinzione principale di questo modello è tra il metodo diretto e il metodo diffuso: attraverso il primo, l'investitore decide autonomamente quali progetti finanziare mentre con il secondo è la piattaforma che fa da tramite per l'investimento; investimento che può essere diretto alle imprese (business-oriented) o ai privati (consumer oriented).

I **nuovi modelli** di crowdfunding nati negli ultimi anni rappresentano una variante ai classici modelli del fenomeno e molto spesso ne combinano le caratteristiche, come nel caso del **corporate crowdfunding**. In questo modello, sono i clienti stessi dell'impresa che la aiutano, fornendo il capitale necessario per la produzione di prodotti che rispecchiano il concetto di CSR (Corporate Social Responsibility). Il corporate crowdfunding spesso viene svolto secondo una logica di donation, di reward o di **do it yourself** crowdfunding. Questa ultima forma di finanziamento è una tipologia che consente all'impresa o all'ente di lanciare una campagna per la raccolta di capitale attraverso il sito stesso, senza l'utilizzo di un portale esterno. Un altro tipo innovativo di crowdfunding che si è sviluppato nell'ultimo periodo è l'**invoice trading**, ovvero l'anticipo di fatture attraverso una piattaforma online: tramite dei portali specializzati, infatti, le imprese sono in grado di cedere le proprie fatture a degli investitori, che ne anticiperanno l'importo al netto del tasso di sconto richiesto: per

⁹ I. PAIS-P. PERETTI-C. SPINELLI, Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità, Egea, 2014, cit., pp. 15 e seguenti.

quest'ultimi, il guadagno è dato dalla differenza tra il valore di liquidazione della fattura e il prezzo d'acquisto della stessa. L'invoice crowdfunding è in continua crescita poiché rappresenta un metodo attraverso il quale le PMI possono procurarsi il capitale necessario all'attività operativa in maniera rapida e senza la burocrazia delle forme di credito più convenzionali. Il crowdfunding si è diffuso anche nel settore immobiliare, nonostante la crisi che ha dovuto affrontare tale settore nell'ultimo decennio: il **real estate crowdfunding** applica infatti le caratteristiche del finanziamento equity-based e del social lending, ma nel settore real estate. Come ultima tipologia alternativa troviamo il **crowdfunding ricorrente**: questa modalità si differenzia dalle altre solamente per la mancata scadenza della campagna, che quindi può protrarsi teoricamente per tutta la vita dell'impresa, garantendo un afflusso di denaro in modo periodico e potenzialmente illimitato. Giornalisti, youtuber e blogger utilizzano sovente questa forma di finanziamento al fine di riuscire a portare avanti i propri progetti, grazie al contributo dei loro followers.

Per quanto riguarda la portata economica delle diverse forme di crowdfunding, i dati degli ultimi 3 anni mostrano come il fenomeno sia in costante crescita, nonostante in Italia ci sia una scarsa tendenza alla digitalizzazione e poca conoscenza in ambito finanziario.

Alla fine del 2015, il volume d'affari complessivo del crowdfunding, dalla sua comparsa in Italia, è stato di circa 57 milioni di euro, con una crescita dell'85% rispetto al volume totale al 2014. Per quanto riguarda la suddivisione del mercato delle varie forme di crowdfunding, si può affermare che al maggio del 2016, su un totale di 67 milioni di euro raccolti, circa il 65% era rappresentato da piattaforme di lending crowdfunding, seguite dal settore donation e reward il cui volume d'affari rappresentava il 25% del volume d'affari. L'equity crowdfunding rappresentava invece un mercato di poca rilevanza, con il 6% del volume d'affari totale, seguito infine dal do it yourself, che ricopriva il 4% del mercato totale. A fine 2016 la situazione si mostrava poco differente, con un volume complessivo di campagne concluse che si aggirava attorno ai 90 milioni di euro e con il lending crowdfunding che si attestava sempre al primo posto con 56 milioni di euro raccolti e seguito poi dal donation/reward, dall'equity e dal do it yourself. Nel 2016 furono gettate le basi per uno sviluppo sempre maggiore del crowdfunding, grazie all'introduzione di sgravi fiscali per i soggetti che decidono di investire nelle start-up e con l'introduzione di una riforma specifica a favore dell'equity-based crowdfunding.

Proprio l'equity crowdfunding è risultato il settore più in crescita nel 2017, come previsto dagli esperti del settore nel 2016. Infatti, come indicato nel report di Starteed¹⁰ del 2017, il

¹⁰ Consultabile qui <http://www.crowdfundingreport.it/#seventh>

settore dell'equity è quello che tra tutte le diverse forme ha registrato l'aumento più significativo, con un +150% di valore aggiunto rispetto al 2016. I dati relativi al volume complessivo d'affari del crowdfunding nel 2017 e quelli relativi alle diverse forme vengono illustrati nei seguenti grafici, provenienti dalla ricerca di Starteed.

Il valore del Crowdfunding ad oggi



Grafico 1, fonte: Report Starteed 2017

Il valore complessivo del Crowdfunding è rappresentato dal totale raccolto dai progetti finanziati su tutte le piattaforme italiane e ammonta a € 133.197.153,17, di cui €41.406.243,66 raccolti nel solo 2017.

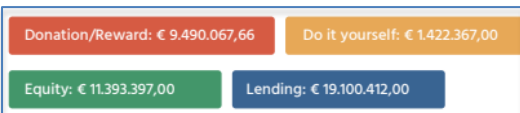


€ 133.197.153,17

Totale complessivo raccolto fino ad oggi

Di cui solo nel 2017

Nel 2017 il valore del Crowdfunding è cresciuto del 45%. In particolare, il 2017 è stato l'anno dell'Equity Crowdfunding che ha determinato in gran misura l'aumento esponenziale del valore dell'intero mercato.



€ 41.406.243,66

Totale raccolto nel 2017

Grafico 2, Valore Crowdfunding 2017, fonte: Report Starteed 2017



Tasso di crescita negli anni

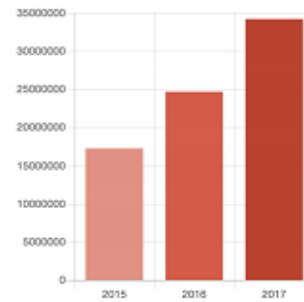
Donation/Reward

È stato calcolato il tasso di crescita del totale raccolto dai progetti finanziati tramite modello Donation/Reward relativo agli anni 2015, 2016 e 2017.

Incremento dal 2016

+ 38,34%

Grafico 3, volume donation/reward crowdfunding, fonte: Report Starteed 2017



La piattaforma più importante relativa al donation/reward crowdfunding è sicuramente Eppela, con i suoi 6 milioni di euro raccolti fino ad oggi dalla data della sua creazione.

A seguire troviamo altri portali con un volume d'affari superiore al milione di euro (sempre dalla data del lancio), quali Produzioni dal Basso (5 milioni e 500 mila euro), Rete del Dono (circa 5 milioni di euro). Musicraiser (4 milioni e 800 mila euro), Buonacausa (2 milioni e 7 mila euro) e infine troviamo DeRev e TIM WithYouWeDo con circa 2 milioni di euro a testa.

Tasso di crescita negli anni

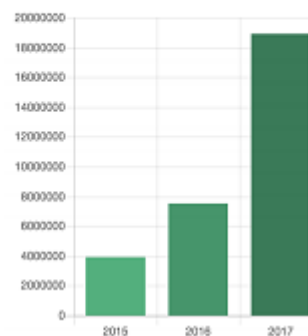
Equity

È stato calcolato il tasso di crescita del totale raccolto dai progetti finanziati tramite modello Equity relativo agli anni 2015, 2016 e 2017.

Incremento dal 2016

+ 150,72%

Grafico 4, volume del settore equity, fonte: Report Starteed 2017



Il numero di piattaforme equity presenti in Italia è molto esiguo (ad oggi sono attivi 13 siti), ma il loro peso all'interno del mondo del crowdfunding è in continuo aumento. Le maggiori piattaforme sono Mamacrowd, che ha raccolto oltre 5,5 milioni di euro dal suo lancio, Starsup e Crowdfundme (entrambe hanno raccolto più di 2,5 milioni da quando sono attive). Le altre piattaforme con una raccolta cumulata di oltre un milione sono Next Equity Crowdfunding, Opstart, 200Crowd ed Equinvest.

Tasso di crescita negli anni

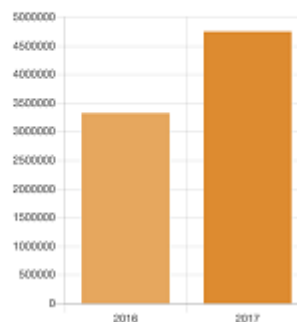
Do it yourself

È stato calcolato il tasso di crescita del totale raccolto dai progetti finanziati tramite modello Do it yourself relativo agli anni 2015, 2016 e 2017.

Incremento dal 2016

+ 42,74%

Grafico 5, crescita del settore DIY fonte: Report Starteed 2017



I portali di DIY crowdfunding attivi oggi sono 12: circa metà del volume d'affari è sviluppato da Starteed; il resto è diviso tra i rimanenti 11 portali, tra cui troviamo #IoStoConPaolo e iRaiser.

Tasso di crescita negli anni

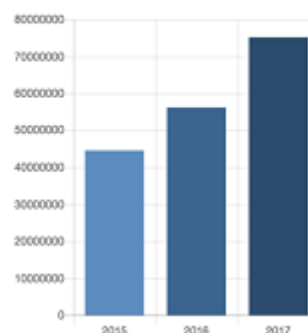
Lending

È stato calcolato il tasso di crescita del totale raccolto dai progetti finanziati tramite modello Lending relativo agli anni 2015, 2016 e 2017.

Incremento dal 2016

+ 34,02%

Grafico 6, andamento progetti di lending crowdfunding fonte: Report Starteed 2017



Il lending è la tipologia di crowdfunding che muove la maggior parte dei fondi relativi all'intero sistema di finanziamento dal basso. I portali più importanti sono Smartika, che ha raccolto una somma superiore ai 27 milioni di euro, Terzo valore e Borsa del Credito, i quali hanno raccolto circa 19 milioni di euro ciascuno dalla loro nascita.

III. Il crowdfunding da un punto di vista giuridico

Come già accennato in precedenza, l'Italia è stato il primo stato europeo che ha legiferato in materia di crowdfunding: più precisamente, si può dire che la materia specifica di cui si è occupato il legislatore è stato l'equity crowdfunding, con una serie di decreti legge che hanno dettato le modalità di accesso a questa forma di finanziamento, mentre per le altre forme di crowdfunding si rimanda alla consultazione di leggi già esistenti riguardanti l'appello al pubblico risparmio e i servizi a pagamento. Va inoltre citato il regolamento¹¹ della Consob nel

¹¹ Consultabile qui http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393 art. 17

quale è stabilita un'esenzione dalla disciplina sui servizi di investimento per le PMI e le start-up innovative che seguano i seguenti requisiti:

- Nel caso di investitori persone fisiche, il relativo controvalore deve essere inferiore ad € 500 per singola operazione e ad € 1000 nel corso di un anno.
- Nel caso di persone giuridiche, tale soglia si alza ad € 5000 per singola operazione e ad € 10000 complessivi annuali.

Tornando alla legislazione dei modelli di raccolta fondi, per quanto riguarda il donation crowdfunding, come suddetto nella presentazione di tale modello di raccolta di denaro, bisogna fare riferimento a ciò che espone il Codice Civile in materia di donazioni, precisamente all'interno Capi I, II, III e IV del Titolo V del Libro Secondo (l'articolo 769 spiega ciò che si intende con "atto di donazione"). Le Onlus traggono giovamento da questo approvvigionamento dal basso poiché consente di ottenere fondi che saranno deducibili e non imponibili per il calcolo delle imposte dirette, nei limiti del 10% del reddito annuo e comunque per importi non superiori ai 70000 euro annui.¹²Bisogna inoltre ricordare che l'IVA, secondo le disposizioni della direttiva europea sull'IVA, non è applicabile in questo tipo di crowdfunding.

Il reward crowdfunding ha due configurazioni giuridiche possibili: il pre-ordine e la donazione modale, con una ricompensa di valore irrisorio. Nel primo caso, normativamente molto più stabile del secondo, la procedura è assimilabile ad una compravendita futura tramite un portale e-commerce, alla quale si applicherà l'IVA e si perfezionerà con l'emissione della fattura. Nella donazione modale invece sono presenti due fattispecie, ovvero se assimilare la piccola ricompensa al modello pre-selling o al modello donation. A questo proposito, la Commissione Europea nel 2015 ha cercato di risolvere la situazione, dando un'interpretazione non vincolante, suddividendo il fenomeno in due chiare situazioni: pre-selling e donation. Da ciò derivano diverse applicazioni dell'IVA: quando la ricompensa non rappresenta una prevendita di un oggetto ma nemmeno si configura come un mero riconoscimento, la situazione tassativa deve essere valutata caso per caso.

La situazione legislativa del royalty-based crowdfunding è piuttosto chiara: dall'articolo 2549 del Codice Civile e dal report PoliMi¹³ si deduce chiaramente che la disciplina applicabile è quella dell'associazione in partecipazione, con la conseguente riscossione di utili. Dal punto di vista tassativo, è proprio la tassazione "a monte" dell'utile che rende questo modello poco profittevole poiché l'associato riceve le somme già al netto delle imposte e non può quindi dedurre l'importo.

¹² primo comma dell'art. 14 D. L. n. 35 del 14 marzo 2005.

¹³ POLITECNICO DI MILANO, 2° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017, cit., p. 8.

L'invoice trading si configura come una cessione di credito ai sensi degli articoli 1260 e ss. del codice civile. La cessione del credito interessa tre parti: il cedente, il cessionario (ovvero colui che riceve il credito) e il ceduto, ovvero il soggetto debitore. L'operazione può avvenire pro-soluto, ovvero senza responsabilità debitorie del cedente, oppure pro-solvendo e in tal caso il cedente deve rispondere di un'eventuale inadempienza del debitore.

La norma di riferimento inerente al social lending crowdfunding è l'art 1813 che definisce le caratteristiche del mutuo quale contratto in cui una parte consegna all'altra una quantità determinata di denaro e l'altra si obbliga a restituire il medesimo importo con l'aggiunta degli interessi. Un'altra norma di riferimento è contenuta nella sezione IX¹⁴ delle nuove norme di raccolta di fondi da parte di istituti non bancari, che assimila la fattispecie a un contratto di servizi a pagamento a distanza.

L'argomento sicuramente più rilevante dal punto di vista normativo è **l'equity-based crowdfunding**, che rappresenta un'innovazione nel panorama dei finanziamenti alle PMI e a cui il legislatore ha voluto dedicare una maggiore attenzione. La disciplina specifica di tale forma ha anticipato il resto d'Europa e si è aggiornata costantemente nel corso degli anni, fino ad arrivare al gennaio del 2018, anno in cui l'accesso è stato esteso a tutte le PMI. L'offerta si configura quindi come un vero e proprio aumento di capitale a pagamento. La normativa di riferimento è contenuta nel Testo Unico sulla Finanza, negli articoli 50-quinquies e 100-ter, coadiuvati dal Regolamento Consob 18592 del 2013. Questa tipologia di raccolta di capitale proprio ha permesso alle PMI di avere alcuni privilegi, in deroga al comune diritto societario:

- In deroga all'art 2468 c.c., commi 2 e 3, le imprese possono prevedere nell'atto costitutivo la creazione di particolari quote con diversi diritti ad esse legate.
- L'atto costitutivo può prevedere la creazione di quote senza diritto di voto o con diritto di voto non proporzionale alla quota di capitale investito o addirittura limitato ad uno specifico argomento, in deroga all'art 2479 comma 5 del codice civile.
- È prevista la possibilità di effettuare operazioni sulle partecipazioni, come i piani di stock option, con il quale distribuire quote di partecipazione a dipendenti, consiglieri d'amministrazione e prestatori d'opera, in deroga all'art 2474 c.c.

La delibera di aumento di capitale che si effettua in occasione della campagna è solita escludere il diritto d'opzione per i soci attuali. Tale delibera si compone di una parte inscindibile, ossia la somma monetaria minima da raggiungere, e una parte scindibile che rappresenta la parte "facoltativa" e che si estende fino al limite massimo della campagna. Oltre ai diritti previsti per i soci delle società di capitali (partecipazione ai dividendi,

¹⁴ Si veda la Delibera 584/2016 di Banca d'Italia

partecipazione all'assemblea dei soci e il diritto di opzione) i soggetti aderenti ad una campagna di equity crowdfunding godono di altri diritti specifici, quali il diritto di ripensamento, il diritto di revoca dell'investimento e il diritto di co-vendita con la clausola tag along (questo diritto è comunque presente in altre fattispecie). Il diritto di ripensamento consiste in un diritto di recesso immotivato e senza costi aggiuntivi entro 7 giorni in facoltà all'investitore mentre la revoca d'investimento è un diritto che spetta ai soci in caso di errori materiali o nuovi eventi. La clausola tag along invece consente ai soci di minoranza (coinvolti nella campagna equity) di vendere le proprie quote al soggetto terzo che ha a sua volta acquistato il pacchetto di controllo dai soci di maggioranza, alle stesse condizioni di quest'ultimi. Dal punto di vista fiscale, le persone fisiche e giuridiche godono rispettivamente di una detrazione fiscale e del credito d'imposta. Per quanto riguarda l'applicazione dell'IVA, l'emissione di capitale da parte della società è un'operazione esente¹⁵; inoltre, l'IVA delle le spese sostenute in questa fase può considerarsi detraibile. Per gli investitori invece l'acquisto di azioni fa nascere un presupposto soggettivo per l'applicazione dell'IVA solo quando il soggetto interviene direttamente o indirettamente nella gestione della società.¹⁶

¹⁵ COMMISSIONE EUROPEA, 2006/112/CE, Direttiva IVA, Unione Europea, 2006

¹⁶ M. TENCALLA, Equity Crowdfunding per tutte le PMI con la Legge di Bilancio 2017: aspetti tributari, *Rivista di Diritto Tributario*, 03/03/2017.

CAPITOLO 2 – LA RICERCA EMPIRICA

Breve illustrazione delle fasi iniziali della ricerca

Dopo aver introdotto i vari aspetti del crowdfunding in generale e averne presentato le diverse forme da un punto di vista economico e giuridico, la mia attenzione si sposta sullo studio dell'equity-based crowdfunding, quale settore in evidente crescita negli ultimi due anni e che potrà dare una spinta ulteriore al fenomeno in Italia. Lo studio di questa tesi è rivolto alla dimostrazione empirica della presenza di una crescita di tale forma di crowdfunding nel 2018 e che si protrarrà negli anni futuri. In particolare, partendo dai dati degli anni precedenti, brevemente riportati nel capitolo 1, il mio obiettivo sarà verificare se da tali numeri e statistiche è possibile ricavare un'evidenza a sostegno della mia tesi, ovvero che alla fine del 2018 l'equity crowdfunding sarà nuovamente il settore con l'incremento più significativo in termini di crescita del volume d'affari. Oltre ai dati statistici degli ultimi anni, bisogna tenere conto anche dell'effetto della legislazione italiana, che permette a sempre più imprese (al giorno d'oggi tutte le PMI) di accedere a tale forma di finanziamento ed è quindi chiaro come lo Stato stia cercando di stimolare il ricorso al capitale di rischio in forme alternative dai classici canali d'investimento che coinvolgono banche e SIM. Inoltre, grazie ad un vantaggio acquisito rispetto agli altri Paesi europei, la legislazione italiana si dimostra all'altezza della continua evoluzione digitale degli ultimi anni. Nonostante queste premesse, il fenomeno in Italia non è così sviluppato come in altre realtà europee, come ha dimostrato una ricerca condotta dall'Università di Cambridge in collaborazione con Kpmg, che ha collocato l'Italia al sesto posto tra i maggiori utilizzatori di crowdfunding dietro a Gran Bretagna, Francia, Germania, Spagna e Belgio. Tra le motivazioni, la più evidente è la scarsa digitalizzazione del nostro Paese. I consumatori sono ancora restii a concludere transazione attraverso la rete internet e ciò influenza senza dubbio il successo delle campagne di crowdfunding. A sostegno della crescita del finanziamento dal basso però, vi è l'evidenza di un aumento generale delle transazioni concluse tramite siti internet in Italia negli ultimi anni, segno che anche le fasce della popolazione più tradizionaliste stanno inevitabilmente adeguandosi alla tecnologia dell'e-commerce.

Per quanto riguarda la **costruzione della base empirica della ricerca**, il mio obiettivo sarà quello di fornirmi di dati e informazioni quanto più specifiche riguardo all'equity-based crowdfunding. I dati su cui mi focalizzerò maggiormente saranno il volume d'affari del fenomeno, sia totale sia relativo ai singoli portali, l'andamento delle campagne e la percentuale di crescita rispetto agli anni passati per quanto riguarda i fondi raccolti. Oltre a questi dati più importanti su cui improntare la ricerca, altre informazioni riguardanti

l'ambiente istituzionale e competitivo nazionale potranno sicuramente aiutare la redazione della tesi e completare al meglio la presentazione del fenomeno, inquadrandolo in un contesto specifico. Anche l'età media degli investitori, la loro provenienza e la quota da loro investita in media in ogni azienda sono dati che possono avere un'influenza nella determinazione di una crescita nel 2018.

Le fonti da cui attingerò per la conduzione della ricerca saranno maggiormente i siti web che trattano l'argomento crowdfunding e più nello specifico il settore equity; alcuni esempi possono essere crowd-funding.cloud oppure il sito web della CONSOB. Oltre a questi siti di carattere generale, mi servirò dei dati e delle informazioni presenti nel nuovo sito della neonata Associazione Italiana Equity Crowdfunding, che ha organizzato e svolto il primo Convegno Nazionale sull'equity nel novembre del 2017. Per quanto riguarda i dati più specifici riferiti a ciascun portale, mi servirò del loro sito web per portare a termine delle teorie riguardanti la loro crescita futura nel breve periodo. Oltre alla consultazione del sito, mi fornirò di report annuali redatti sia dai gestori dei portali sia da fonti esterne, riguardanti l'intero sistema dell'equity crowdfunding (come ho già svolto in precedenza con il report di Starteed); inoltre utilizzerò le informazioni relative alla fluttuazione dell'indice relativo all'equity crowdfunding negli ultimi mesi. Ulteriori informazioni saranno reperibili nelle pubblicazioni cartacee, anche se quest'ultime forniranno un apporto minore alla mia ricerca. La metodologia con cui raccogliere le informazioni comporta la classica raccolta dei dati e la conseguente elaborazione degli stessi, attraverso un'ulteriore analisi dei dati secondari per verificare se essi possono avere un'influenza sostenuta dall'evidenza empirica nei confronti della crescita del settore dell'equity; oltre a ciò, mi rivolgerò direttamente ai portali nel caso in cui le informazioni da me trovate non saranno sufficienti per dimostrare un'evidenza empirica a sostegno della teoria di partenza.

La ricerca empirica – dimostrazione della crescita dell'equity crowdfunding nel 2018

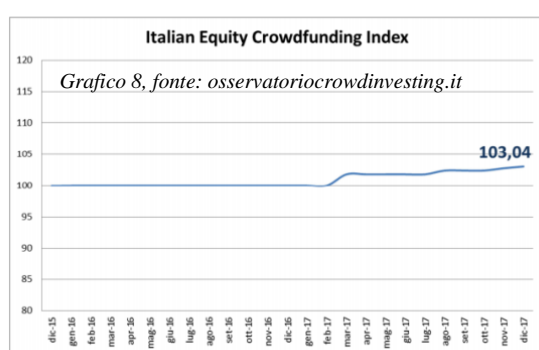
Innanzitutto, i dati presentati nel report di Starteed già citato in precedenza ci mostrano come la crescita, relativa al 2017, del settore equity sia stata esponenziale rispetto al 2016, con un totale di fondi raccolti che si aggira intorno agli 11,5 milioni di euro nel solo anno 2017.



Per capire l'importanza di tale dato, basti pensare che l'intero volume d'affari del fenomeno è di circa 18 milioni di euro: nel 2017 quindi è stato raccolto circa il

60% dell'intero ammontare del settore equity da quando è apparso il fenomeno in Italia. Le campagne finanziate con successo, ovvero il cui importo è stato raggiunto all'interno dell'anno solare, sono state 50¹⁷. La regione che ha fatto più ricorso al mercato dell'equity crowdfunding è stata senza dubbio la Lombardia, con un volume d'affari che ricopriva circa il 40% dell'intero ammontare nazionale. Le campagne lanciate nel 2017 hanno coinvolto un numero elevatissimo di start-up innovative (circa il 90%), mentre le PMI innovative e gli operatori che investono in società innovative si sono spartiti il rimanente 10%. Va ricordato che la normativa che consente l'accesso a tale forma di finanziamento **a tutte le PMI** è entrata in vigore nel gennaio del 2018: ciò non può far altro che accrescere il valore totale degli investimenti portati a termine tramite l'equity crowdfunding, visto che il tessuto imprenditoriale italiano è composto in grandissima parte da piccole e medie imprese (Successivamente verrà ripreso questo concetto con il sostegno di dati concreti).

Un dato interessante rilevato sempre nel 2017 è l'età media degli investitori: nel 2016 l'investitore medio nei portali di equity aveva 45 anni, mentre nel 2017 l'età media è scesa a 43,3 anni.¹⁸ Questo dato mi consente di dire che si sta assistendo ad un avvicinamento da parte dei giovani (considerati come fascia d'età compresa tra i 18 e i 25 anni) a questa forma di investimento e ci si aspetta un'ulteriore riduzione dell'età media per il 2018.



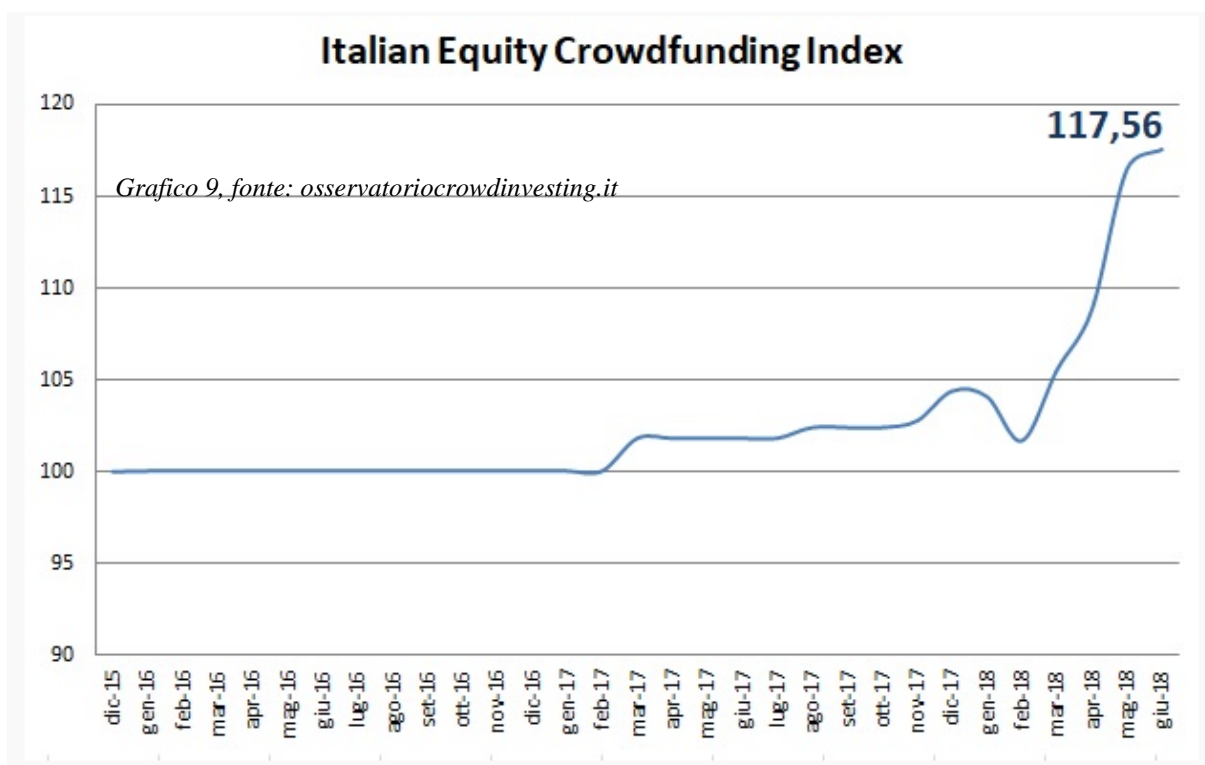
Un ulteriore strumento che può aiutare a dimostrare la crescita della raccolta di capitale proprio tramite internet è **l'Italian Equity Crowdfunding Index**, un indice creato dalla School of Management del Politecnico di Milano a novembre del 2017 che rappresenta l'apprezzamento dei titoli

sottoscritti tramite portali di equity crowdfunding. Alla data della sua creazione il valore stimato era 103,4: in parole povere, ciò vuol dire che se un investitore avesse scelto di investire in tutte le campagne di equity crowdfunding, l'apprezzamento della somma investita sarebbe stato del 3,04%. Tale indice viene aggiornato periodicamente, più o meno una volta al mese. L'andamento degli ultimi mesi conferma la tesi di una crescita del settore; infatti dal grafico seguente è possibile affermare che l'indice è in costante aumento, nonostante un breve

¹⁷ <http://www.crowdfundingbuzz.it/campagne-equity-crowdfunding-finanziate/>

¹⁸ POLITECNICO DI MILANO, 2° Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano - School of Management, 2017

periodo di flessione che si è verificato alla fine dell'anno scorso.



Ad oggi l'indice mostra un valore di 117,56 (aggiornato a giugno 2018) e sembra promettere un ulteriore aumento nei prossimi mesi. Ciò vuol dire che il tasso di apprezzamento medio di tutti gli investimenti in portali di equity è circa il 17%, dato quasi sei volte più alto rispetto a quello registrato a novembre dello scorso anno. La metodologia di calcolo di questo indice e del relativo tasso di apprezzamento si basa su un algoritmo di rivalutazione delle quote che tiene conto dei vari round di emissione di capitale.¹⁹

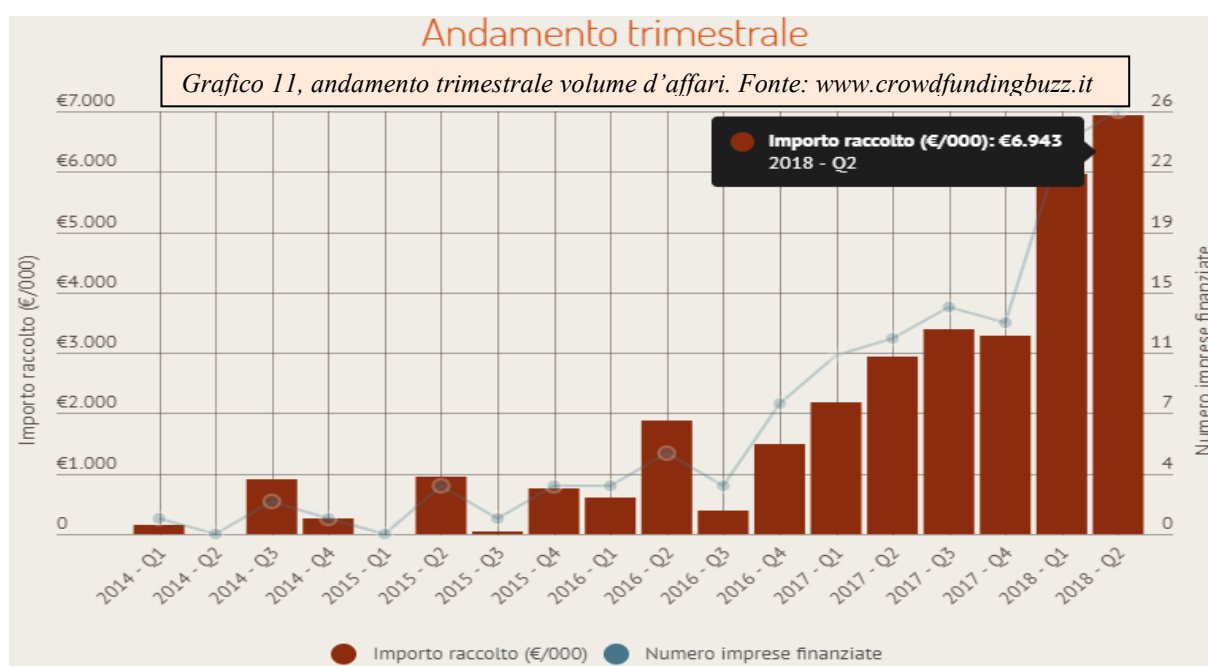
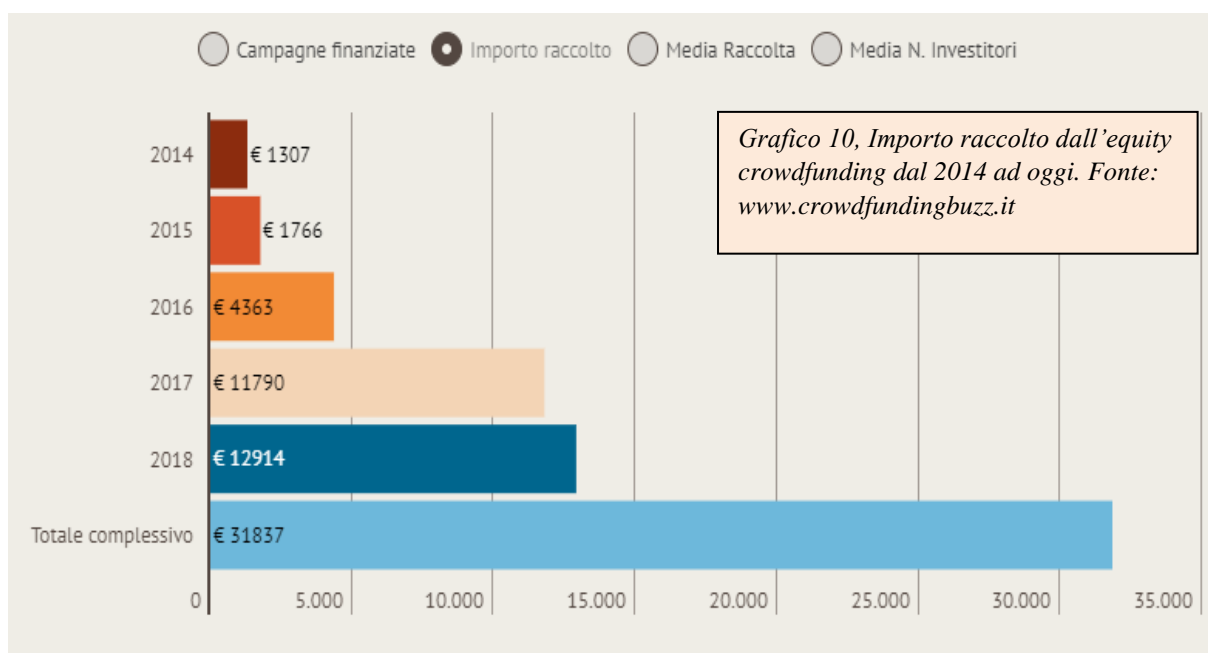
Per quanto riguarda le campagne finanziate con successo, come detto in precedenza nel 2017 sono state 50, con una media raccolta di 235 mila euro circa per ogni campagna e con una media di 66 investitori coinvolti in ogni raccolta fondi. Confrontando i dati dei primi due trimestri del 2018 con i numeri appena citati dell'anno passato è chiaro come si possa affermare la presenza di un trend positivo del fenomeno: dal primo gennaio al 25 giugno le campagne finanziate con successo sono state 50, lo stesso numero del totale attestato nell'intero 2017. Ogni campagna ha raccolto in media un capitale di 257 mila euro, dato anche questo in crescita rispetto al 2017. Per quanto riguarda il numero di soggetti impegnati in ogni campagna, la media dei primi 6 mesi del 2018 è di 78, ben 12 in più rispetto al 2017. Questo ultimo dato in particolare può portarmi a concludere che il crowdfunding ha vissuto una notevole sviluppo anche tra le persone non del settore, che oggi più che mai sono a conoscenza delle possibilità di investimento che offre internet. Il dato va nella stessa direzione

¹⁹ Per il calcolo corretto, si veda <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>, sezione riguardante l'indice dell'equity crowdfunding.

dell'abbassamento dell'età media degli investitori poiché sono proprio i soggetti più giovani a portare avanti l'utilizzo e lo sviluppo della rete internet. Di conseguenza, anche le imprese hanno sempre più interesse a finanziarsi attraverso l'utilizzo dei portali di equity crowdfunding, visto il numero sempre maggiore di utilizzatori (alcuni diventati addirittura assidui) e considerati i vantaggi in termini economici e burocratici che il finanziamento dal basso porta con sé. A sostegno di questa tesi ritengo opportuno aggiungere un dato di notevole rilevanza, collegato in modo oggettivo a quelli appena presentati: nel 2017 il numero totale di persone (fisiche e giuridiche) che hanno contribuito alla raccolta di capitale sono state 3278; 600 in meno delle persone finora coinvolte nelle campagne di successo portate a termine nella prima metà del 2018. Questo dato, confrontato con le informazioni precedenti, fa emergere una nuova evidenza empirica: il capitale impiegato da ogni investitore in una campagna di crowdfunding sta diminuendo di anno in anno. Nel 2016 il capitale versato per persona era di 5800 euro, nel 2017 di 3600 e nel 2018 si attesta intorno ai 3300 euro. La mia riflessione a riguardo è di un fenomeno che si sta espandendo a macchia d'olio e in maniera sempre più rapida; la domanda è quindi sempre più alta e nell'ambiente competitivo lo spazio di un singolo operatore va via via diminuendosi. Bisogna inoltre ricordare che il concetto di crowdfunding si basa su finanziamenti erogati da un elevato numero di persone che si impegnano a versare una cifra unitariamente non considerevole. La fattispecie appena analizzata volge proprio in questa direzione.

Un aspetto di notevole rilevanza è l'ammontare complessivo dei fondi raccolti in un anno dalle società che si sono affidate all'equity-based crowdfunding per accrescere il loro capitale proprio. Come accenato in precedenza, il totale del volume d'affari del 2017 è stato all'incirca di 11,5 milioni di euro: all'interno dell'anno, il trimestre che ha segnato la cifra più alta raccolta dai portali equity è stato il terzo (lug-set) con un ammontare complessivo vicino ai 3,4 milioni di euro. Il numero di imprese che hanno giovato di questi finanziamenti nel 2017 è oscillato da un minimo di 11, registrato nel primo quarto del 2017, ad un massimo di 14 nel terzo quarto. A fine 2017 le imprese finanziate con successo tramite campagne di equity crowdfunding erano 13. Nella prima metà del 2018 il volume d'affari mosso dal fenomeno è stato di circa 12,9 milioni di euro, cifra ben più alta dell'intero finanziamento dell'anno precedente. Inoltre, la crescita trimestrale si attesta su valori percentuali vicini al 100%: dall'ultimo trimestre 2017 in cui sono stati raccolti circa 3,3 milioni di euro si è passati ad una cifra vicina ai 6 milioni di euro nel primo trimestre 2018, facendo registrare un +81% di crescita. Nel secondo trimestre 2018 la cifra cresce ulteriormente, arrivando a sfiorare i 7 milioni di euro. Il numero di imprese finanziate è praticamente raddoppiato in un anno: 24 nel

primo trimestre, 26 nel secondo. I dati appena presentati possono essere verificati nei seguenti grafici, presi dal sito www.crowdfundingbuzz.it (dati in migliaia):



Questi aumenti così importanti nelle cifre raccolte sono dovuti senza dubbio al fatto che dal 2018 tutti i tipi di PMI (e non solo quelle considerate innovative) sono autorizzate a raccogliere il capitale di rischio attraverso i portali online. Ad oggi sono 7 le PMI “normali” che hanno condotto campagne di successo nel 2018²⁰: questo può sembrare un numero esiguo ad una prima osservazione, ma considerando che la normativa è in vigore solamente da qualche mese e che le campagne di successo sono state 50, questo dato acquista una rilevanza non indifferente nel panorama dei nuovi canali di finanziamento delle piccole-medie imprese.

²⁰ <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/default>

Due esempi che hanno seguito questo nuovo modello di finanziamento sono Andrea Degà, nuovo brand di saloni di bellezza sito a Milano, e il gruppo Bel Invest Italia Srl, attivo nel settore immobiliare. La prima società, che ha presentato la propria offerta nel portale WeAreStarting, ha puntato sull'equity crowdfunding come forma innovativa anche per quanto riguarda l'area marketing, essendo una delle prime realtà nel settore a finanziarsi attraverso questa procedura. Bel Invest Italia Srl invece ha scelto di approcciarsi all'equity crowdfunding per la costruzione del progetto Miami Wynwood 9, una costruzione che prenderà forma in Florida e che ospiterà 38 unità residenziali. La piattaforma da loro scelta è Walliance, un portale che nel 2018 sta avendo una crescita considerevole del proprio volume d'affari. La rilevanza del progetto nel quartiere di Wynwood è nei numeri: in una settimana la società ha raccolto 400 mila euro e le previsioni sono di un ROI del 44% e un rendimento lordo annuo del 14%.

Un'altra caratteristica che sta emergendo dai dati degli ultimi anni è il continuo aumento della percentuale di overfunding delle campagne equity-based. L'overfunding si verifica quando una campagna supera l'obiettivo minimo stabilito, ma la società decide comunque di raccogliere una maggiore quantità di capitale, senza però che essa superi il massimo consentito nella delibera di aumento di capitale.²¹ Nell'arco degli ultimi anni questo fenomeno è sempre più significativo e va quasi a pareggiare la somma media richiesta dal promotore della campagna. Nel 2016 la proporzione era all'incirca 3 a 1 a vantaggio della "somma-obiettivo" (178 mila euro contro 52 mila euro di overfunding); oggi invece tale proporzione risulta ormai superata: da un lato si è assistito ad un decremento della somma prefissata come obiettivo minimo della campagna (oggi la media è 132 mila euro), mentre dall'altro la cifra corrispondente all'overfunding è più che raddoppiata, avendo raggiunto i 126 mila euro. Questo vuol dire che le società riescono sempre più spesso a coinvolgere un numero molto ampio di persone, le quali sono disposte a vedere ridotta la loro percentuale di partecipazione al capitale pur di prendere parte all'iniziativa.

Per avere una dimostrazione empirica più completa e a sostegno della mia tesi, ciò che andrò a fare ora sarà **analizzare i maggiori portali** di equity crowdfunding, i loro volumi d'affari e il loro tasso di crescita negli ultimi anni. I dati specifici considerati in questa sede saranno il numero di campagne effettuate e concluse con successo, la raccolta media per ogni campagna, il numero di investitori attivi in ciascun portale e le prospettive di crescita, basandomi anche sulle campagne attualmente in corso e sulla loro probabilità di riuscita.

²¹ Si veda a tal proposito il paragrafo "Che cos'è l'overfunding e cosa succede quando una società va in overfunding?" presente sul sito della piattaforma CrowdFundMe.

Per quanto riguarda il volume d'affari dei portali, i leader attualmente sono Mamacrowd, Crowdfundme, Opstart e Starsup, anche se quest'ultimo sta vivendo una fase di crescita meno evidente rispetto ai concorrenti citati ed ha perso la posizione di leader incontrastato del settore che ricopriva nel 2016. Una piattaforma che invece ha acquisito un notevole successo nei primi mesi dell'anno è stata Walliance, già citata in questa sede in relazione al progetto "Miami Wynwood 9". I dati del volume d'affari totale mosso da ciascuna piattaforma possono essere visualizzati nel seguente grafico:



Analizzando i fondi raccolti ad oggi, giugno 2018, **Mamacrowd** risulta la piattaforma con il più alto volume d'affari, che si attesta attorno agli 8,8 milioni di euro. Di questa cifra, ben 4 milioni sono inerenti alle campagne del 2018; il portale, creato nel 2014 e gestito dalla società SiamoSoci, ha quindi registrato un aumento vicino all'85% del valore complessivamente raggiunto nei precedenti anni, solamente nel primo semestre di quest'anno. In totale, dalla data del suo lancio nel 2016 ad oggi, Mamacrowd ha concluso con successo 27 campagne, di cui ben 12 sono state concluse nell'anno in corso. La raccolta media per ogni campagna è stata di 326mila euro, valore tra i più alti nel panorama equity e il numero totale di investitori che hanno contribuito a una raccolta di successo si aggira attorno alle 2500 unità. Per quanto riguarda le campagne attive attualmente nel sito internet²², sulle 7 disponibili ben 6 hanno ormai raggiunto il valore minimo richiesto e sono ampiamente in overfunding. Mamacrowd si appresta a lanciare nel proprio portale altre 5 campagne (tra cui spicca un centro di ricerca sull' intelligenza artificiale made in Italy) e visti gli ultimi risultati non si fa fatica ad immaginare che una buona parte di esse vada a buon fine. Al momento il valore delle campagne attive è 2,5 milioni, che sommati ai 4 già raccolti da campagne chiuse, porta

²² <https://mamacrowd.com/>

Mamacrowd ad un valore di realizzo certo di almeno 6,5 milioni euro, in netta crescita rispetto ai 4,7 milioni di fondi raccolti con cui ha chiuso il 2017. Considerando i dati appena citati, posso concludere dicendo che per la fine del 2018 il volume d'affari del portale potrebbe aggirarsi attorno agli 8-9 milioni di euro, il che significherebbe un aumento del 100% rispetto alla somma raccolta nel 2017 e consentirebbe a Mamacrowd di mantenere la posizione di leader all'interno del settore. Le informazioni raccolte sono state ottenute consultando il report Starteed del 2017, già citato in precedenza, il sito www.crowdfundingbuzz.it, la piattaforma Mamacrowd e il sito crowd-funding.cloud, che però presenta alcune differenze nel conteggio delle offerte pubblicate dal portale rispetto alle altre fonti.

Il secondo portale più importante, considerando il volume d'affari come parametro fondamentale, è **Crowdfundme**, il cui volume totale raccolto si aggira attorno ai 6,6 milioni euro, con un totale di ventisette campagne andate a buon fine, a cui si aggiungono tre campagne in corso già in overfunding (di cui una di notevole importanza che ha raccolto da sola quasi 2 milioni di euro). Nel 2018 le campagne andate a buon fine e già terminate sono nove e, coadiuvate dalle sopracitate tre in corso ma già certe del risultato positivo, hanno portato Crowdfundme alla raccolta di circa 3,5 milioni di euro da inizio anno. Questa cifra ha già superato in maniera notevole il volume d'affari del 2017, che si attestava intorno ai 2,6 milioni di euro, e al momento rappresenta una crescita di oltre il 30%. La raccolta media di ogni campagna conclusa in questo portale è di 221 mila euro, in media con il settore, mentre il numero totale di investitori che hanno partecipato ad almeno una raccolta di capitale dal 2015 è di 3363, dato che la colloca al primo posto per quanto riguarda la quantità di persone coinvolte. Dopo aver analizzato il portale²³ e aver raccolto informazioni riguardanti le campagne in corso non ancora completate, che al momento sono due e di modesto ammontare e quelle che si apprestano ad essere lanciate, che sono altrettante, posso stimare che la crescita nella seconda parte dell'anno sarà comunque sostenuta e il volume d'affari totale che il portale andrà a sviluppare si aggirerà attorno ai 5 milioni di euro, il doppio del volume totale dell'anno 2017. I dati riguardanti Crowdfundme sono stati raccolti consultando il sito www.crowdfundingbuzz.it e il portale relativo alla società. Anche in questo caso va segnalato che il sito crowd-funding.cloud segnala un numero diverso di campagne pubblicate nel portale.

Il terzo portale che vado ad analizzare è **Opstart**, piattaforma che ha lanciato la prima campagna all'interno del sito nel marzo del 2016.²⁴La piattaforma ha all'attivo ben 33 progetti

²³ <https://www.crowdfundme.it/projects/>

²⁴ <http://www.crowdfundingbuzz.it/e-di-una-startup-vocazione-sociale-la-prima-campagna-di-equity-crowdfunding-per-opstart/>

dalla data del suo lancio, di cui 22 sono andati a buon fine mentre 7 sono ancora in corso nel sito internet. Dando un'occhiata al portale, si può trovare il dato relativo ai soggetti che hanno investito in campagne equity pubblicate nel sito, che ammonta a 639; il numero più basso tra le piattaforme leader del settore si registra nell'ambito della raccolta media di capitale per ogni campagna: 142 mila euro. Opstart ha raccolto fondi per un totale di circa 3,1 milioni di euro, di cui 1,4 milioni nel 2017, mentre la cifra raccolta nell'anno in corso si aggira attorno al milione e mezzo di euro, per le sole campagne andate a buon fine. Tale valore, che già rappresenta un sorpasso rispetto all'intero 2017, andrà sicuramente ad aumentare poiché tre delle sette campagne in corso sono già state soddisfatte e presentano una situazione di overfunding; le rimanenti quattro offerte di sottoscrizione non sembrano volgere per il meglio e verosimilmente solo una andrà a buon fine (le altre tre campagne presentano una percentuale di sottoscrizione inferiore al 50% a pochi giorni dal termine della campagna). Nel portale²⁵ è presente solo una campagna targata come "coming soon" e ciò non mi permette di dare un'intepretazione accurata di ciò che accadrà nel prossimo futuro di Opstart. Nonostante questa limitazione, analizzando i dati dei primi mesi del 2018 si può comunque affermare che si assisterà ad una crescita alla fine dell'anno; stimare un ammontare preciso risulta difficile, in quanto le campagne in corso stanno trovando alcune difficoltà ad essere soddisfatte e ciò potrebbe accadere anche in futuro. I dati relativi ad Opstart sono stati raccolti dal portale stesso (come il grafico sottostante) e integrati con quanto presente sul sito crowdfundingbuzz.it

STATISTICHE

Grafico 13, Statistiche relative al portale Opstart, Fonte: www.opstart.it

- Totale Progetti: 33
- Totale Investitori: 639
- Numero Sottoscrizioni: 1021
- Capitale Totale Raccolto: 4.077.350,00 €
 - Su Progetti Conclusi Con Successo: 3.177.650,00 €
 - Su Progetti Conclusi Senza Successo: 236.000,00 €
 - Su Progetti In Corso: 663.700,00 €



Un portale dai risultati sicuramente altalenanti è **StarsUp**, realtà che fino al 2016 ha ricoperto il ruolo di leader nel settore, prima del boom che ha coinvolto la realtà dell'equity

²⁵ <https://www.opstart.it/>

crowdfunding. In quell'anno infatti il volume d'affari della piattaforma si attestava saldamente oltre il milione di euro; tale cifra è diminuita del 40% nel 2017, ma sembra che il 2018 possa portare nuovamente ad una crescita nella raccolta di capitale tramite la piattaforma (l'ultimo anno di crescita è stato il 2016, con un +100% rispetto al 2015). StartsUp ha raccolto oltre 3,5 milioni di euro in progetti andati a buon fine, anche se la percentuale dei successi sul totale delle campagne è il punto debole di questa piattaforma: dal 2014 ad oggi sono state lanciate 31 iniziative, ma solo 13 di queste hanno raggiunto l'importo minimo necessario, con un tasso di successo del 42%. Il valore medio del capitale proprio raccolto per ogni campagna è di circa 272 mila euro, dato che si rivela essere più alto di Opstart e Crowdfundme, mentre gli investitori che hanno aderito ad almeno un'iniziativa sono 447. Il portale presenta tre offerte andate a buon fine nel 2018, che hanno generato un volume d'affari di 622 mila euro, dato che sostanzialmente eguaglia quanto raccolto dalla piattaforma nell'intero 2017. Il futuro della piattaforma rimane comunque incerto, considerata anche la presenza di una sola iniziativa attiva nel portale²⁶ e che, secondo il mio parere, difficilmente potrà prendere vita (finora è stato sottoscritto il 3% dell'importo minimo a 15 giorni dalla scadenza); posso però ipotizzare che a fine 2018 StarsUp farà registrare comunque una crescita rispetto all'anno precedente, considerato il fatto che ad oggi ha già raggiunto il livello del 2017.

L'ultimo portale di cui voglio parlare è **Walliance** ed è quello che ha conosciuto una crescita strabiliante in questo primo semestre del 2018. La piattaforma in questione può essere considerata la prima che opera in Italia nell'ambito del real estate crowdfunding, con operazioni immobiliari svolte anche negli Stati Uniti. Nel 2017, anno della sua nascita, la piattaforma ha generato una raccolta di capitale di 580 mila euro, che sono serviti per un'unica operazione andata a buon fine²⁷. Nel 2018 il volume d'affari è già cresciuto di oltre quattro volte, toccando quota 2 milioni grazie al raggiungimento della cifra minima in tutte e quattro le campagne lanciate nella piattaforma. Data la particolarità dell'ambito di operatività, Walliance ha la raccolta media per singola campagna più alta nel panorama dell'equity crowdfunding e nonostante il numero di investitori coinvolti sia elevato (ad oggi sono 415), i dati dimostrano che questo è il portale che ha registrato la crescita maggiore nel 2018. Dal sito della piattaforma, ho potuto verificare la situazione del progetto Wynwood Miami, che ad oggi conta una percentuale di investimento del 54% rispetto al valore minimo: in caso di successo di tale campagna e della prossima iniziativa relativa a Palazzo Cavour di Firenze, Walliance entrerebbe con forza tra i leader del settore e trainerebbe ancora più verso l'alto la crescita dell'intero sistema dell'equity crowdfunding.

²⁶ <http://www.startsup.it/>

²⁷ <https://www.walliance.eu/projects.html?idS=1493994423571-332#investi>

Analizzando i dati raccolti in maniera più critica, posso pormi delle domande che necessitano di una rielaborazione statistica per essere soddisfatte. Il primo quesito che mi pongo riguarda l'andamento dei progetti attualmente in corso e se essi possono rispecchiare l'andamento del mercato in un futuro prossimo. Per rispondere a tale domanda mi servo di una tabella che comprenderà i dati già rilevati in precedenza relativi ai 5 portali e in più raccoglierò dati relativi alle campagne in corso di altri 2 portali, nello specifico 200crowd e WeAreStarting, dal loro sito internet (ho deciso di escludere Backtowork24 da questo studio a causa del volume d'affari raccolto nel 2018 praticamente non rilevante).

Nome del Portale	Posizione nel mercato attuale	Campagne Attive	Campagne già overfundend	Tasso di successo delle campagne ²⁸
Mamacrowd	1	7	6 (260% di media)	90%
Crowdfundme	2	5	3(258% di media)	71%
Walliance	3	1	0	100%
Opstart	4	7	3(206% di media)	84%
200 Crowd	5	4	2(175%)	78%
Starsup	6	1	0	42%
WeAreStarting	7	3	0	58%

Grafico 14, Tabella relativa alle campagne dei maggiori portali equity. Fonte: personale

Per la redazione della tabella mi sono servito dell'aiuto di un grafico presente nel sito crowdfundingbuzz.it.

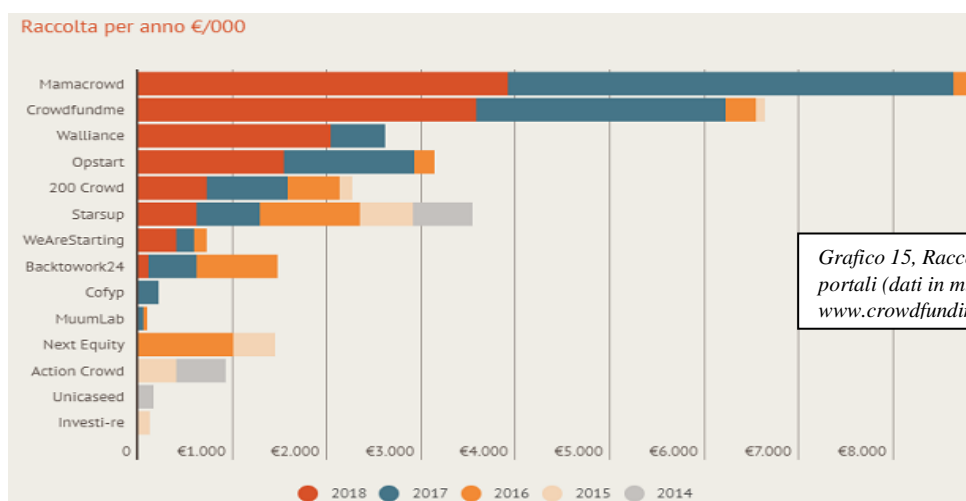


Grafico 15, Raccolta per anno dei portali (dati in migliaia). Fonte: www.crowdfundingbuzz.it

Dopo aver redatto la tabella, posso trarre alcune osservazioni per quanto riguarda la domanda che mi sono posto: scegliendo di inserire il numero di campagne attive già overfunded, con il relativo valore percentuale, ho potuto notare come man mano tale percentuale salga al crescere della posizione di mercato della piattaforma collegata. Un caso particolare è

²⁸ Calcolato come totale campagne andate a buon fine diviso il numero totale di campagne chiuse. Dati raccolti nei portali delle 7 piattaforme considerate.

rappresentato da Walliance, che non essendo una classica piattaforma di equity crowdfunding rappresenta un'anomalia nell'analisi sopracitata e perciò non viene considerata. Questo vuol dire che le campagne che andranno a concludersi a breve consolideranno sempre di più le posizioni di leader del mercato appartenenti a Mamacrowd e a Crowdfundme. Il tasso percentuale di overfunding può quindi configurarsi come una variabile che determina la crescita in primis del portale e, di conseguenza, dell'intero settore.

Un'altra teoria che posso formulare riorganizzando i dati e prendendo come parametri di riferimento il numero di portali attivi e la quota di mercato di ciascuno all'interno del panorama equity è la maggiore concentrazione di investimenti da parte dei soggetti in un numero sempre minore di portali, i quali vanno quindi ad accrescere la loro portata economica a discapito di realtà ormai in disuso. Tale affermazione può essere dimostrata andando a confrontare i parametri sopra citati negli anni 2016, 2017 e nel primo semestre del 2018, utilizzando come riferimento il grafico sopra riportato (dati antecedenti al 2016 non vengono presi in considerazione vista la poca rilevanza del fenomeno). Nel 2016 la situazione era la seguente: gli operatori nel mercato erano nove e muovevano un volume d'affari di all'incirca 4,3 milioni di euro. In quell'anno la piattaforma leader era Starsup, che possedeva all'incirca il 23% della quota di mercato. Nel 2017 i dati ci mostrano come il numero di portali con all'attivo almeno una campagna di successo si sia alzato a 10: in questo caso però la percentuale detenuta dalla piattaforma leader del mercato (Mamacrowd) era vicino al 40%. Se consideriamo anche la quota del secondo player dell'anno scorso, Crowdfundme, si può notare come insieme abbiano detenuto all'incirca il 62% del totale del volume d'affari. In supporto a questa tesi, può essere utile fornire un grafico del Report sul crowdinvesting redatto dall'osservatorio crowdfunding del Politecnico di Milano nel 2017.

Figura 2.1
Numero di campagne presentate dai portali autorizzati di equity crowdfunding in Italia, alla data del 30 giugno 2017: valore cumulato e flusso degli ultimi 12 mesi

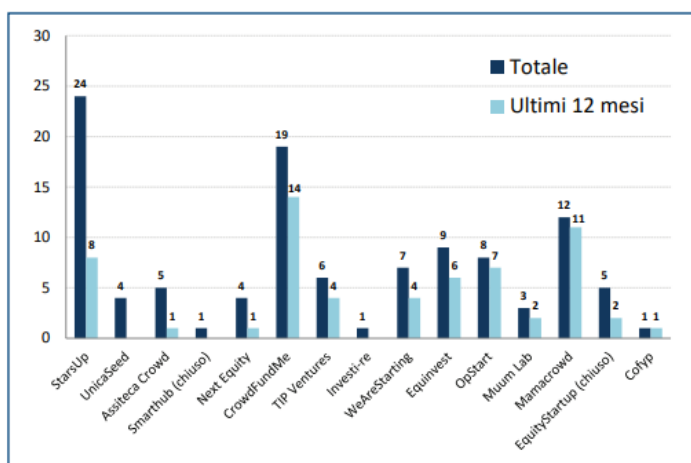


Grafico 16, fonte: 2° report sul crowdinvesting redatto dalla SoM del PoliMi (2017)

Si può notare come la quota di campagne lanciate dal 30 giugno 2016 al 30 giugno 2017 da parte di Crowdfundme e di Mamacrowd si avvicini al 40% del totale delle campagne lanciate nel periodo citato.

Ad oggi, il numero dei portali è sceso di due unità; il trend del 2017 che concentrava un alto numero di investimenti nei primi due portali si è confermato: la percentuale raccolta dai due leader del mercato sul totale dei fondi raccolti nei primi 6 mesi è del 62,5%. La teoria secondo la quale nell'ultimo periodo si sta assistendo ad una concentrazione di un elevato volume d'affari nelle mani di pochi grandi portali sembra quindi essere dimostrata dall'evidenza dei dati appena citati. Per le piattaforme in una situazione di svantaggio diventa quindi fondamentale cercare di emergere, al fine di ritagliare uno spazio nel settore: un dato che può stimolare la crescita della piattaforma è il tasso di successo delle campagne; come si può vedere nella tabella però sono proprio i leader di settore ad avere i tassi più soddisfacenti. Anche questa ultima statistica può quindi farmi pensare che sia significativa per quanto riguarda il successo e la crescita dei portali e dell'intero settore. Se si riuscissero ad annullare le campagne non completate, infatti, il volume d'affari dell'equity crowdfunding crescerebbe in misura ancora superiore rispetto a quanto non stia già facendo.

Resoconto finale della ricerca

Alla fine dell'analisi dei portali più significativi del settore dell'equity-based crowdfunding, la prossima fase sarà la **redazione di un resoconto** di tutte le tappe della ricerca empirica al fine di redigere una conclusione personale a sostegno della teoria di partenza, ovvero che il crowdfunding nel 2018 sarà un settore in forte crescita.

Innanzitutto, nella prima fase della ricerca ho gettato le basi per la stesura della ricerca stessa, indicando i dati che potevano essere rilevanti per la dimostrazione della teoria, come per esempio il volume d'affari del fenomeno nel suo complesso e dei maggiori portali, il tasso di crescita del settore e il numero di campagne di successo dei singoli portali.

Successivamente, ho illustrato quali potevano essere le fonti da cui attingere per ricavare le corrette informazioni e le statistiche adeguate al sostegno della mia tesi: i siti web che si sono rivelati di maggior aiuto sono stati www.crowdfundingbuzz.it, www.crowd-funding.cloud e www.osservatoriocrowdinvesting.it, oltre che i siti internet dei portali e i report di Starteed e del Politecnico di Milano. Dopo la prima fase di illustrazione della ricerca, sono entrato nel vivo dell'argomento, presentando inizialmente i dati statistici del fenomeno nel suo complesso, quindi parlando della crescita del settore dal 2016 al 2017, grazie anche all'aiuto di grafici. Successivamente ho avvalorato la mia tesi attraverso l'utilizzo dell'indice italiano relativo all'equity crowdfunding, redatto mensilmente dalla School Of Management del PoliMi. Tale grafico mi ha aiutato a spiegare ancora meglio l'andamento di questa branca del crowdfunding. Successivamente ho analizzato i dati relativi alle campagne di equity crowdfunding, confrontando i dati del 2017 con i dati dei primi sei mesi di quest'anno. A ciò

ho aggiunto delle considerazioni personali riguardanti le cifre investite dai soggetti coinvolti e la presenza di una legge che favorisce il ricorso a tale forma di finanziamento; l'ambiente istituzionale influenza quindi la crescita del fenomeno e la legislazione italiana si schiera a favore della mia tesi. Grazie all'aiuto di ulteriori diagrammi, ho potuto dimostrare come l'intero settore abbia ormai raggiunto, soltanto nei primi mesi di quest'anno, l'intero valore economico mosso dal fenomeno nel corso di tutto il 2017. Alla fine dell'analisi a livello di settore, sono andato a studiare la crescita a livello di portale, non prima di aver illustrato il concetto di overfunding e aver portato come esempio due nuove realtà molto diverse tra loro che si stanno affacciando proprio in questo periodo all'equity crowdfunding. La raccolta dei dati riferiti ai singoli e la successiva elaborazione è stata facilitata dall'uniformità delle fonti da me utilizzate; così facendo, le informazioni da me inserite in questa tesi risultano facilmente comparabili e commentabili. La scelta dei portali si è basata su un criterio di importanza soggettivo: ho preso come esempio i tre portali con più alto valore raccolto dal 2016 ad oggi (Mamacrowd, Crowdfundme e Opstart), un quarto, Walliance, che è stato il portale a registrare la maggiore crescita e un quinto, Starsup, che è stato l'unico tra le piattaforme più importanti a soffrire di oscillazioni negative negli ultimi anni. Alla fine di questa ricerca sono passato alla rielaborazione dei dati e al confronto tra portali, attività che mi ha permesso di considerare due variabili aggiuntive come fattori influenzanti della crescita. La tesi iniziale si rivela ampiamente dimostrata: sia i dati generali, sia i dati dei singoli portali rivelano una forte crescita del settore che si protrae ormai da un anno e che inevitabilmente sfocerà in un'ulteriore crescita alla fine del 2018. Un'ulteriore spinta alla crescita sarà data dalle PMI, che grazie a questa forma di finanziamento potranno evitare i costi e le difficoltà di accesso ai tradizionali canali di credito rappresentati dalle banche, le quali hanno attuato politiche restrittive in tale ambito dopo la crisi del 2008.

Il miracolo italiano nel settore dell'equity crowdfunding non è figlio del caso, ma è un processo di crescita che è stato costruito anno dopo anno, grazie ad una legislazione partita nel 2012 e che ha anticipato tutta l'Europa. Questa disciplina all'avanguardia ha permesso ai soggetti di operare in un ambiente considerato affidabile e ciò si riflette inevitabilmente in un grado di fiducia elevato da parte degli stessi.

Come ulteriore riflessione personale, posso aggiungere che mi aspetto che nei prossimi anni siano sempre più le persone under 30 che traggono benefici da questa forma di finanziamento, e mi auspico che l'odierna generazione Z possa, nel giro di pochi anni, diffondere ancora di più tale modello e radicarlo nella società, in modo tale che anche i più giovani riescano a entrare nel mondo dell'imprenditoria, potendo contare su un aiuto sempre più consistente da parte di una folla di persone realmente interessate a ciò che viene loro proposto.

CAPITOLO 3 – IL FENOMENO NEL RESTO DEL MONDO: ALCUNI CENNI

A livello mondiale, lo Stato che sicuramente riveste il ruolo di pioniere per quanto riguarda la disciplina del crowdfunding sono sicuramente gli **Stati Uniti**, che hanno introdotto una legge specifica per l'equity-based crowdfunding nel 2012, nota col nome di JOBS Act. Come in Italia, gli Stati Uniti hanno legiferato solo in materia di raccolta di capitale di rischio tramite i portali online, ma con delle differenze sostanziali rispetto al nostro Paese. Innanzitutto, l'accesso a tale forma di finanziamento è garantito a tutte le società statunitensi, tranne a quelle quotate in mercati regolamentati e alle società di investimento. Inoltre, le società che richiedono il finanziamento dal basso non possono raccogliere più di un milione di dollari all'anno. Anche per gli investitori sono presenti numerosi vincoli da rispettare: ogni soggetto non può investire una somma superiore a 2000 dollari in un anno o non più del 5% del proprio reddito qualora esso sia inferiore a 100 mila dollari e non più del 10% laddove esso superi la soglia dei 100 mila dollari. L'apertura all'equity crowdfunding per tutte le imprese è avvenuta nel 2017, un anno prima rispetto all'entrata in vigore della normativa italiana corrispondente e ciò ha ampliato enormemente il numero di investitori potenziali: da 8 milioni a 240 milioni. Le piccole imprese americane hanno potuto ricevere un totale complessivo di circa 40 milioni di euro dall'entrata in vigore di tale norma, con una crescita esponenziale rispetto al periodo antecedente, che registrava un finanziamento complessivo tramite equity crowdfunding di solo 8 milioni. La tendenza a considerare sempre di più il finanziamento dal basso una realtà da tenere in considerazione in alternativa ai normali canali di approvvigionamento di risorse non è quindi solo italiana, ma anzi sono proprio gli Stati Uniti ad aver dettato gli standard mondiali e ad aver illuminato per primi la via dell'equity-based crowdfunding.

A livello di raccolta di capitali tramite crowdfundering (quindi equity crowdfunding, royalty e prestiti convertibili) gli Stati Uniti fino ad oggi hanno raccolto, attraverso i loro portali, più di 2 miliardi di dollari²⁹, il che li colloca al terzo posto tra le realtà mondiali del settore. Le previsioni future, inoltre, sono molto positive: il sito [statista.com](https://www.statista.com) stima, per il periodo 2018-2022, una crescita media del 24% annuale, che portare il settore a raggiungere un valore complessivo di circa 5 miliardi di dollari nel 2022.

Per quanto riguarda i portali di equity crowdfunding, i più importanti sono

- Crowdfunder, che ha raggiunto i 160 milioni di volume d'affari totale dal suo lancio avvenuto a Los Angeles nel 2012. Ad oggi, la piattaforma ha permesso di finanziare con

²⁹ <https://www.statista.com/outlook/377/109/crowdfundering/united-states#>

successo più di 100 campagne, con una media di 1,8 milioni di dollari di capitale raccolto per ogni iniziativa.

- AngelList, piattaforma fondata nel 2010 a San Francisco e che permette anche ai soggetti in cerca di lavoro di provare a mettersi in contatto con le start-up e le imprese presenti nel sito. Inoltre, questo portale è l'unico completamente privo di commissioni a carico delle imprese promotrici: le somme sono pagate dagli investitori. Sia AngelList sia Crowdfunder sono portali dedicati ad investitori professionali (il cosiddetto Title II crowdfunding).
- WeFunder, portale in cui qualsiasi soggetto può decidere di investire parte dei propri risparmi (e non solo gli investitori professionali; si parla quindi di Title III crowdfunding). Ad oggi la piattaforma ha raccolto circa 50 milioni di dollari ed è leader con oltre il 50% della quota di mercato delle piattaforme dedicate a tutti i tipi di investitori. WeFunder opera principalmente secondo il criterio "All or nothing".

Per quanto riguarda il **mercato asiatico**, i Paesi leader in questo ambito sono Hong Kong e la Cina. Il primo è la nazione che in assoluto ha raccolto più capitale al mondo nell'ambito del crowdfundering; alla data odierna, il volume d'affari complessivo dello stato si aggira attorno ai 3,2 miliardi di dollari³⁰. Dai trend passati e presenti, è possibile risalire alla probabile crescita futura, che si attesterà ad un valore poco superiore al 20% annuo nei prossimi quattro anni. Questo dato è in contrasto con il valore esiguo che le forme più tradizionali del crowdfunding raccolgono nello stato, ossia circa 1 milione di dollari. Il successo del crowdfundering (e quindi dell'equity-based crowdfunding) può essere spiegato dal fatto che Hong Kong sia un Paese altamente "occidentalizzato" e quindi costantemente all'avanguardia per quanto riguarda gli ambiti tecnologici e finanziari. Dietro Hong Kong, la Cina ricopre il ruolo di seconda potenza mondiale del settore, con un volume d'affari complessivo che è di poco superiore alla cifra degli Stati Uniti (2,343 miliardi di dollari in Cina³¹ contro i 2,138 americani). Il valore medio delle campagne di crowdfundering cinesi è di circa 70 mila dollari, dato considerevolmente inferiore rispetto agli Stati Uniti (oltre 400 mila dollari di media) e Hong Kong (332 mila dollari). Il dato risulta ampiamente giustificato dal potere d'acquisto, che in Cina è notevolmente inferiore a quello degli USA e di Hong Kong: il peso specifico del valore medio e del valore complessivo deve essere quindi confrontato a parità di potere d'acquisto: questo confronto però non è possibile ottenerlo poiché il sito Statista.com non presenta i dati relativi a quest'ultimo aspetto.

³⁰ <https://www.statista.com/outlook/377/118/crowdfundering/hong-kong>

³¹ <https://www.statista.com/outlook/377/117/crowdfundering/china#>

Nell'Unione Europea la situazione si presenta eterogenea: solamente 11 dei 28 stati membri possiedono una normativa dedicata al fenomeno del crowdfunding e sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Lituania, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna. Inoltre, questi 11 stati possono essere suddivisi in due categorie: Italia, Belgio, Germania, Francia e Spagna hanno disciplinato il crowdfunding introducendo delle eccezioni e delle deroghe al diritto esistente, mentre negli altri sei stati i provvedimenti sono stati diversi e di tipo interventistico. La Spagna, i Paesi Bassi e il Regno Unito hanno deciso di delegare la gestione del fenomeno, con la relativa disciplina e le relative norme, all'autorità nazionale di gestione dei mercati finanziari (la CONSOB svolge questo compito in Italia), la quale può rilasciare dei regolamenti finalizzati a migliorare le condizioni attraverso le quali il crowdfunding viene esercitato. Un'altra direzione è stata intrapresa invece da Austria, Finlandia e Lituania, che hanno deciso di emanare un atto specifico a favore del crowdfunding, chiamato Crowdfunding Act, sulla falsa riga del JOBS Act americano. Attraverso la creazione di questo atto, i tre stati hanno voluto implementare nella loro legislazione nazionale una serie di norme atte a favorire concretamente il finanziamento proveniente dalla folla a favore delle PMI, facilitare la gestione e la creazione delle piattaforme e a semplificare la normativa, che non sempre si è dimostrata chiara in materia (si pensi al caso del reward based crowdfunding in Italia in ambito di applicazione dell'IVA).

Per quanto riguarda gli stati che ancora non hanno una legislazione relativa al fenomeno, ci sono due correnti di pensiero. Paesi come il Lussemburgo e la Slovacchia hanno una posizione più attendista e hanno deciso di non legiferare in materia fino a che l'Unione Europea non avrà dato loro delle linee guida da seguire; al contrario, Irlanda, Lettonia, Romania e Svezia si stanno movimentando per arrivare ad una rapida introduzione nei loro ordinamenti giuridici di una legislazione riguardante il fenomeno del crowdfunding.

Le normative degli Stati che hanno già regolamentato il fenomeno a livello nazionale presentano caratteristiche differenti tra di loro; per esempio in Italia la fattispecie che gode di una legge specifica è solamente quella dell'equity crowdfunding, mentre in Belgio la disciplina normativa è maggiormente dedicata al fenomeno del lending crowdfunding. Un'altra differenza presente nei Paesi europei è rappresentata dalla soglia che ogni impresa può raccogliere attraverso il ricorso ad una campagna di crowdfunding: si va dai 300 milioni in Belgio ai 500 mila euro della Grecia, passando per i 5 milioni massimi consentiti in Finlandia, Italia, Lituania e Regno Unito.

Negli ultimi mesi gli Stati europei hanno provato a dare vita al cosiddetto cross-border crowdfunding, ovvero consentire a un portale situato in un Paese di ricevere fondi da investitori collocati in altre parti d'Europa. A tal proposito, la Commissione Europea nel marzo del 2019 ha proposto di regolamentare il crowdfunding attraverso la Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, che in italiano sarebbe il regolamento europeo dei fornitori di servizi di crowdfunding, che riguarderà equity e social lending.

Per quanto riguarda **i numeri del crowdfunding in Europa**³², nel 2016 il Paese leader del settore era la Gran Bretagna, con un volume d'affari che rappresentava circa il 70% del totale del valore europeo (che nel 2016 si attestava a 2063 milioni di euro, in netto miglioramento rispetto all'anno precedente). Nel 2016 l'Italia si piazzava sesta, ma probabilmente tale posizione verrà migliorata nel corso dei prossimi anni.

Nella classifica degli investimenti pro-capite, sempre del 2016, il primo posto è occupato dall'Estonia, i cui cittadini versano mediamente 62 euro all'anno in progetti di finanza alternativa, seguiti da Monaco e Georgia. Il settore che ha mosso il maggior numero di capitali è stato il lending crowdfunding specifico per i privati, per il terzo anno consecutivo, con un valore che si avvicina ai 700 milioni di euro e che rappresenta il 34% dei fondi europei inerenti alla finanza alternativa. A seguire si trovano il lending crowdfunding per le aziende (17%), l'invoice trading (12%), l'equity crowdfunding (11%) e il modello reward con il 9%.

Purtroppo, non sono disponibili dati più recenti del fenomeno, ma vista la legislazione americana che è entrata in vigore nel 2017 e che ha permesso un boom nel settore dell'equity crowdfunding e vista l'apertura a tale forma di credito da parte dell'Italia a tutte le PMI, si può dedurre che il trend di questi anni potrebbe essere focalizzato all'espansione dell'equity-based crowdfunding nel mercato comunitario, anche attraverso l'aiuto delle istituzioni europee, e non è difficile immaginare come la sua crescita in Europa possa essere già iniziata lo scorso anno per poi aumentare in maniera decisa nel 2018, proprio come l'evidenza empirica di questa tesi ha dimostrato essere per l'Italia. Italia che, secondo Statista, sarà lo stato con la crescita maggiore tra i 5 maggiori paesi europei nei prossimi 5 anni nel settore del crowdfunding (a causa forse della peggiore situazione di partenza), con una crescita media annuale del 54%³³, arrivando nel 2022 ad un valore complessivo raggiunto di 324 milioni di euro: questo fa ben sperare per il futuro delle nostre PMI, sperando che ciò si possa tramutare in un'accelerazione nell'ambito delle innovazioni Made In Italy.

³² Dati tratti da 'The 3rd European Alternative Finance Industry Report' del Cambridge Centre for Alternative Finance

³³ <https://www.statista.com/outlook/377/141/crowdfunding/italy?currency=eur>

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Banca d'Italia, 2016, delibera n 584/2016.

Cambridge Centre for alternative finance, 2018 *'The 3rd European Alternative Finance Industry Report* [online]. University of Cambridge – Judge Business School. Disponibile qui https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf [22/06/2018].

Codice Civile, art. 769, art, 793.

Comunicazione n 172 (2014) (COM/2014/0172final) della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea* [online]. Disponibile qui <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>. [10/06/2018]

CONSOB, delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.

CROWDFUNDING BUZZ, 2018. *MERCATO EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA (INFOGRAFICA)* [online]. Disponibile su <http://www.crowdfundingbuzz.it/risorse-crowdfunding/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/> [20/06/2018].

CROWDFUNDING BUZZ, 23/03/2016. *E' DI UNA STARTUP A VOCAZIONE SOCIALE LA PRIMA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING PER OPSTART* [online]. Disponibile su <http://www.crowdfundingbuzz.it/e-di-una-startup-vocazione-sociale-la-prima-campagna-di-equity-crowdfunding-per-opstart/> [16/06/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *Gli aspetti positivi della scelta del crowdfunding* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/i-vantaggi-del-crowdfunding-392.asp> [20/05/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *I modelli originari di crowdfunding* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/modelli-classici-140.asp> [01/06/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *La disciplina del crowdfunding in Italia* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/normativa-italiana-156.asp> [15/10/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *La disciplina del crowdfunding nell'Unione Europea* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/normativa-europea-403.asp> [22/06/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *Le nuove tipologie di crowdfunding* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/nuovi-modelli-142.asp> [3/06/2018].

CROWDFUNDING CLOUD. *Le principali definizioni del fenomeno 'crowdfunding'* [online]. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/definizione-139.asp> [20/05/2018].

CROWDFUNDME. *Che cos'è l'overfunding e cosa succede quando una società va in overfunding?* [online]. Disponibile qui <https://www.crowdfundme.it/investi-in-un-progetto/domande-frequenti-investitori/> [14/06/2018].

D.l. 14 marzo 2005, n 35 primo comma dell'art. 14.

D.l. 2012, n. 179 convertito con modifiche con legge del 17/12/2012 n 221.

D.l 2015, n. 3/2015 convertito in legge n. 33/2015 in vigore dal 26/03/2015.

D.l. 24 gennaio 2015, n.3, convertito con modificazioni dalla Legge 24 marzo 2015, n. 33.

D.l. 28 giugno 2013, 76/2013.

Direttiva IVA, COMMISSIONE EUROPEA, 2006/112/CE, Unione Europea, 2006.

OSSERVATORIO CROWDINVESTING, Luglio 2017. *2° Report italiano sul CrowdInvesting* [online]. Disponibile su <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=444742415DB6180B8D4E0870C063EDFC> [15/06/2018].

PAIS I., PERETTI P., SPINELLI C., 2014, *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, , cit., pp. 15 e seguenti.

POZIN I., 2012. *Crowdfunding: Saving the U.S. Economy [INFOGRAPHIC]* [online]. Forbes. Disponibile su <https://www.forbes.com/sites/ilyapozin/2012/06/28/crowdfunding-saving-the-u-s-economy-infographic/#3487154653ef> [22/05/2018].

SAGNELLA P., 2015. *Donation Crowdfunding per la causa sociale* [online]. Italian Crowdfunding. Disponibile su <http://italiancrowdfunding.it/donation-based-crowdfunding/> [25/05/2018].

STARTEED, 2017. *Il crowdfunding in Italia – il report* [online]. Disponibile su www.crowdfundingreport.it/#seventh [10/06/2018].

STATISTA. *Crowdinvesting – China* [online]. Disponibile qui <https://www.statista.com/outlook/377/117/crowdinvesting/china> [25/05/2018].

STATISTA. *Crowdinvesting – Hong Kong* [online]. Disponibile qui <https://www.statista.com/outlook/377/118/crowdinvesting/hong-kong#> [25/06/2018].

STATISTA. *Crowdinvesting – Italy* [online]. Disponibile qui <https://www.statista.com/outlook/377/141/crowdinvesting/italy?currency=eur> [25/06/2018].

STATISTA. *Crowdinvesting – United States* [online]. Disponibile qui <https://www.statista.com/outlook/377/109/crowdinvesting/united-states#> [25/06/2018].

TENCALLA M., 2017. *Equity crowdfunding per tutte le PMI con la legge di Bilancio 2017: aspetti tributari* [online]. Rivista di Diritto tributario supplemento online. Disponibile su <http://www.rivistadirittotributario.it/2017/02/03/equity-crowdfunding-tutte-le-pmi-la-legge-bilancio-2017-aspetti-tributari/> [20/05/2018].