Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale

in Amministrazione,
Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

Crowdfunding financial policies: una possibile alternativa nello Start up financing

Relatore
Ch.mo Prof. Federico Beltrame

Laureando
Mark Spezzamonte
Matricola 844542

Anno Accademico
2019/ 2020

Dedicato a voi,

A mia mamma Sabine e a mio papà Fabio,

A mio fratello Patrick,

A mia nonna Karin e a mio nonno Willy,

A mia nonna Lea e mio Nonno Vittorio,

Ai miei zii, Fulvio e Thomas,

A te Claudia,

dedicato a tutti voi, guide e maestri di vita,

le persone più importanti al mondo.

Introduzione 6

Capitolo 1: Le start up e le criticità connesse al reperimento delle risorse finanziarie 9

1.1 premessa 9

1.2 la disciplina della *start-up* 12

1.3 il ciclo di sviluppo, l'evoluzione del fabbisogno finanziario e delle connesse fonti di finanziamento 15

1.4 i fattori critici e le problematiche di finanziamento che influenzano la sostenibilità della start-up: il fenomeno dell'equity gap e la sua misurazione 20

Capitolo 2: le strategie finanziarie più classiche nel caso delle start up 26

2.1 Introduzione al capitale di rischio, di debito e alle fonti di finanziamento ibride 26

2.2 Il Bootstrapping e il Love Capital 30

2.3 gli incubatori ed i percorsi di accelerazione 32

2.4 il mercato dell'Angel Finance e del Venture Capital 37

2.5 Il Private Equity 44

2.6 il capitale di debito: gli strumenti bancari e il mercato del Private Debt 51

Capitolo 3: Il Crowdfunding, un nuovo modello di finanza alternativa 58

3.1 Introduzione, nascita ed evoluzione del fenomeno 58

3.2 Quadri normativi e regolamentari applicabili al Crowdfunding in Italia, UE e USA 64

3.3 I diversi modelli di applicazione 72

3.5 Il Crowdlending e le piattaforme P2P 91

3.6 *Equity based crowdfunding*, modello alternativo alla raccolta di capitali di rischio: regolamentazione, disposizioni fiscali, rischi e vantaggi. 105

3.7 Royalty e Debt based Crowdfunding 127

Capitolo 4: Analisi empirica 132

4.1 lo sviluppo del *global Crowdfunding* 132

4.2 Il mercato del Crowdfunding in Europa 136

4.3 Europa a confronto: rapporto dei tassi di crescita 2013/2017 dell'*Equity crowdfunding* nel Regno Unito, in Europa continentale e in Italia 142

4.4 Lo sviluppo del crowdfunding in Italia secondo le principali piattaforme 145

4.5 Il mercato italiano dell'*Equity crowdfunding* 149

4.6 *Equity crowdfunding* in Italia 2014/2019. Approfondimenti 155

4.7 Il mercato del *Lending crowdfunding* in Italia 163

- Le piattaforme *P2P Consumer Lending* 164
- Le piattaforme *P2P Business lending* 169

Conclusione 172

Bibliografia e sitografia 178

INDICE DELLE FIGURE (ANALISI EMPIRICA ESCLUSA)

figura 1: "Il ciclo di vita di un'impresa" (www.pmitouring.com); pag.18

Figura 2: "Pecking Order Theory" (Rappresentazione a cura dell'autore); pag.22

Figura 3: "Differenze tra debito e Equity" (tabella a cura dell'autore); pag.28

Figura 4: "Le fonti di finanziamento" (www.kmu.ch); pag. 30

Figura 5: "le tre generazioni di incubatori" (tabella a cura dell'autore); pag.34

Figura 6: "Pro e contro Angel financa market" (tabella a cure dell'autore); pag.41

Figura 7: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private Debt: totale investimenti fondi VC" (Grafico a cura dell'autore); pag. 48

Figura 8: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private Debt: totale raccolta fondi PE" (Grafico a cura dell'autore); pag. 48

Figura 9: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: distribuzione tipologia degli investimenti nel 2018" (Grafico a cura dell'autore); pag.49

Figura 10: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: ammontare investito per tipologia di operazione" (Grafico a cure dell'autore; pag. 49

Figura 11: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: trend storico Early stage financing" (Grafico a cura dell'autore); pag. 50

Figura 12: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private Debt: distribuzione % per tipologia di operatore del numero di investimenti di Early stage financing" (Grafico a cura dell'autore; pag.51

Figura 13: sviluppo raccolta fondi tramite piattaforme Equity e lending crowdfunding (Grafico a cura dell'autore); pag.63

Figura 14: analisi SWOT del Crowdfunding, minacce, opportunità, punti di forza e debolezza". (Tabella a cura dell'autore); pag.83

Figura 15: differenza tra modello diretto e modello diffuso; pag. 100

Figura 16: Cfr: "Rielaborazione normativa art. 100-ter e 50 quinquies del TUF". (Tabella a cura dell'autore); pag. 113

Figura 17: Fonte Consob: "I soggetti coinvolti in un'operazione di Equity crowdfunding", Consob; pag. 114

Figura 18: "Timing Equity based crowdfunding", Consob; Pag. 115

Figura 19: "il percorso d'investimento"; Pag. 121

Figura 19: "Rielaborazione analisi costi/benefici Equity-based crowdfunding". (tabella a cura dell'autore); pag. 126

Figura 20: "Equity, Lending e Debt based crowdfunding a confronto". (Tabella a cura dell'autore); pag. 131;

INTRODUZIONE

Dal mio personale punto di vista, una delle principali motivazioni che mi ha indirizzato nella redazione di questo elaborato di tesi, risiede nello specifico mio interesse sull'argomento in quanto mi auguro che in futuro tutto ciò mi possa aiutare, dopo i necessari primi *step* di "gavetta" nel mondo lavorativo, ad attuare il mio sogno nel cassetto, ovvero intraprendere un'attività imprenditoriale che sia in grado di rispondere in termini di innovazione ad una nuova idea di *business*. Le idee sono tante, ma come ho appreso in questi cinque anni accademici, prima della stessa mera *business idea*, è di vitale importanza il percorso razionale col quale ottenerla laddove, la progettazione e il relativo sviluppo delle strategie economiche-finanziarie, la pianificazione strategica del marketing, le politiche di commercializzazione ed il relativo sviluppo del *brand awareness* nonché, come tratteremo in questo elaborato, le politiche di finanziamento attuabili in materia di sviluppo del proprio *business*, sono aspetti essenziali per la realizzazione di un progetto imprenditoriale efficace ed efficiente.

Da un punto di vista prettamente teorico, questo elaborato tratta invece dello sviluppo di un nuovo strumento di finanziamento alternativo creatosi al verificarsi dell'ormai noto c*redit crunch* finanziario che ha colpito, e tuttora colpisce, l'economia mondiale con la sua recente crisi finanziaria a livello globale. A questo si aggiunge inoltre che, il consequenziale accrescimento della fiducia degli investitori nei confronti di società di erogazione credito alternative ai tradizionali istituti di credito, il boom delle *App* e dell'uso di Internet, dei *social media* e della cultura digitale in genere, sono altrettante principali motivazioni che sono basilari nella mia scelta di trattare questo argomento, analizzando come tali fenomeni abbiano contribuito alla nascita di nuovi strumenti e tipi di finanziamenti alternativi più facilmente accessibili ed in grado di soddisfare le richieste di investimenti soprattutto nell'ambito delle imprese *Start up.*

Collegandomi alle motivazioni personali precedentemente citate, questo elaborato risponde all'obbiettivo di focalizzarsi sulle basi dell'analisi di una delle *key activities* del lancio di un progetto imprenditoriale, ossia le politiche di reperimento di risorse finanziarie da attuare in fase di progettazione e lancio del percorso imprenditoriale stesso.

L'elaborato analizza in prima battuta l'analisi e la valutazione delle più classiche politiche di finanziamento di imprese *Start up,* per affrontare successivamente quali fattori critici influenzano la solidità finanziaria delle medesime ed ancora, quali forme alternative di finanziamento si sono diffuse nell'ultimo decennio rispetto a quelle più tradizionali.

I principali problemi di reperimento di risorse finanziarie di tali fattispecie di imprese risiedono generalmente nella mancanza di un adeguato *track record* e nella presenza di alti gradi di asimmetria informativa intercorrenti tra investitore e finanziatore, tutti fattori critici di successo che concorrono al formarsi del cosiddetto *equity gap.* A fronte della nuova realtà socio-economica precedentemente descritta, ed ai problemi di reperimento di risorse finanziarie da parte dei soggetti economici dovuti generalmente ad una stagnazione creditizia da parte di investitori istituzionali quali le banche, i governi dei diversi paesi hanno sviluppato e predisposto manovre per il sostenimento di nuove iniziative imprenditoriali, normando nuovi strumenti di finanziamento impensabili e sconosciuti sino al secolo scorso, tra i quali uno di questi è appunto il *Crowdfunding.*

L'ultimo menzionato rappresenta appunto il *main focus* dell'elaborato che, in riguardo alla normativa italiana denominata "Decreto crescita bis", viene disciplinato dal Regolamento Consob sulla "Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line" con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 ed ulteriori aggiornamenti. Di fatto questa legislazione con i relativi aggiornamenti descritti nell'elaborato, rispondente all'obbiettivo di incentivare le *Start up* al fine dello sviluppo economico del paese, risulta essere in Italia l'unica legislazione vigente in materia di *Crowdfunding*.

Il *Crowdfunding,* e nello specifico l'*Equity crowdfunding*, sebbene sia ritenuto una grande fonte di valore economico per il futuro dell'intero sistema ma ancor oggi in fase di espansione e regolamentazione, consiste in una forma di finanziamento alternativo che, invece di coinvolgere i canali bancari e creditizi tradizionali, instaura la potenzialità di una nuova accessibilità di investimento finanziario da parte della *Crowd (folla, gente, massa)* mediante il *web*, consistendo nello specifico, in una forma di finanziamento che permette ad un elevato numero di investitori di ottenere quote di partecipazioni all'interno del capitale di rischio di una società senza che vi sia un processo di quotazione.

L'*Equity crowdfunding* permette appunto l'accesso a finanziamenti per la realizzazione di progetti imprenditoriali che nel tradizionale sistema bancario e creditizio non verrebbero finanziati in termini di fido, valutazione di merito e accesso al credito.

In particolare, l'obbiettivo del lavoro è analizzare quali siano le politiche finanziarie più tradizionali delle imprese *Start up* e quali siano i loro fattori critici di successo e, in alternativa tramite il *Crowdfunding*, confrontare e dimostrare come il medesimo sia una forma di finanziamento particolarmente idonea e sostenibile al soddisfacimento delle esigenze finanziarie tipiche nelle fasi di avviamento di un'impresa.

L'elaborato si sviluppa in quattro capitoli.

Nel primo capitolo si introdurrà il concetto di *Start up* passando da una parte più teorica, incentrata sugli aspetti strutturali e giuridici della stessa, ad una successiva con la quale viene affrontato il *concept* di fabbisogno finanziario, nonché la relativa scelta della struttura finanziaria da attuare a fronte delle difficoltà di accesso al credito che le stesse imprese vivono nella fase inziale del proprio ciclo di vita.

Nel secondo capitolo si passeranno in rassegna le forme di finanziamento utilizzate più tradizionali tramite *Equity* nella fase *Early stage e Start-up financing,* tra le quali finanziamenti tramite: *Venture capital; Business Angel; Bootstrapping; Love capital; Incubatori e percorsi di accelerazione;* per successivamente passare alle forme di finanziamento tramite debito. Nello specifico si analizzeranno quali elementi e fattori critici favoriscano un finanziamento tramite *Equity* nei confronti di un finanziamento tramite debito.

Nel terzo capitolo si entrerà nel *Main focus* della tesi introducendo il concetto di *Crowdfunding*, descrivendone le diverse tipologie, la sua evoluzione nel tempo, la valutazione degli investimenti e del suo relativo rischio, le criticità e i fattori critici di successo, per poi focalizzare l'attenzione al modello di *Equity e Lending based crowdfunding* in quanto ritenuti più in linea con le esigenze di finanziamento da parte di imprese *Start up.* Di fatto, vengono approfondite queste categorie in quanto queste sono quelle più concrete in termini di accessibilità a risorse finanziarie per microimprenditori che vogliono intraprendere e sviluppare il loro progetto imprenditoriale altrimenti non ottenibili in istituti creditizi e bancari.

Il quarto e ultimo capitolo svilupperà un'analisi empirica avente come oggetto la crescita che ha avuto questo modello di finanza alternativa dal punto di vista globale, europeo ed infine italiano. Come nel capitolo precedente, l'attenzione sarà focalizzata in quest'ultimo capitolo sul ruolo che l'*Equity e Lending based crowdfunding* hanno avuto all'interno di questo modello alternativo di finanziamento.

Si avrà in conclusione l'obbiettivo di rispondere a questi due quesiti: Quali possono essere le politiche finanziarie che maggiormente mirano a garantire più sostenibilità finanziaria nel caso di *Start up* e quali sono i fattori critici di successo per la redditività della stessa? Quindi, analizzate le criticità riscontrate in fase di *Early stage e Start up financing*, risulta essere il *Crowdfunding* una valida alternativa alle più classiche politiche di finanziamento affrontate e ancora, a quali condizioni i vantaggi possono superare gli elementi di criticità evidenziati tali che rendono la politica di finanziamento sostenibile?

Ad elaborazione dell'analisi empirica ed alle risposte fornite a queste domande, verrà in conclusione sviluppata una nuova piattaforma di mia elaborazione tale che possa auspicabilmente fornire un *input*, con specifico riguardo all'investitore *retail,* a questo nuovo mercato di finanza alternativa riscontrabile nel *Crowdfunding.*

CAPITOLO 1: LE START UP E LE CRITICITÀ CONNESSE AL REPERIMENTO DELLE RISORSE FINANZIARIE

1.1 PREMESSA

L'avvio di una nuova attività imprenditoriale è una scelta molto complessa, da un lato, e altrettanto stimolante in quanto fonte di sviluppo sociale della vita di più persone dall'altro. La buona riuscita consiste, oltre che al mero concepimento della *business idea*, nella precisa e quanto più razionale pianificazione di tutte le azioni che precederanno l'esordio della *Start-up* nel mercato di riferimento. Il percorso imprenditoriale nasce appunto dall'elaborazione dell'idea, per passare successivamente alla predisposizione delle risorse tecniche, alla definizione dei metodi di produzione e della struttura organizzativa, alla ricerca di un *team* adeguato, allo sviluppo di ricerche di mercato con i quali si cerca di definire le attività e gli indirizzi aziendali, nonché al reperimento dei mezzi finanziari necessari volti alla pianificazione e al relativo avvio dell'attività economica aziendale.

Prima della messa in opera dell'idea imprenditoriale è necessario effettuare un insieme di valutazioni e decisioni inerenti alle strategie operative e patrimoniali da intraprendere dal momento che si presentano diversi fattori critici che influenzano positivamente o negativamente il successo del progetto intrapreso. L'attività imprenditoriale è basata su un processo razionale volto a diminuire il rischio di insuccesso e di *default*, ma è altrettanto influenzata dall'ambiente esterno in cui l'impresa svolge la sua attività economica, dalle condizioni presenti e future del mercato in cui opera, dal continuo cambiamento tecnologico, dalla flessibilità delle aspettative dei consumatori e da altre circostanze che influenzano quotidianamente la sostenibilità nel medio-lungo periodo di un'impresa.

Proprio in considerazione di quanto premesso, il *Credit crunch* finanziario che ha colpito con la recente crisi economica l'economia mondiale, il conseguente accrescimento della fiducia degli investitori nei confronti di società di erogazione credito alternative ai più classici istituti di credito, il boom delle Apps e dell'uso di Internet, dei Social media e della digitalizzazione, tutte altre motivazioni altrettanto principali, che sono alla base della nascita di nuovi strumenti di finanziamento alternativi volti alla soddisfazione dei fabbisogni finanziari richiesti in avvio d'impresa.

Dal punto di vista storico le origini letterarie del concetto di imprenditorialità risalgono al 400 a.C. e nello specifico, troviamo i primi riferimenti nell'opera greca "L'economico o Leggi per il governo della casa" scritta dallo storico ateniese *Senofonte,* primo esempio assoluto di libro di letteratura economica. Tuttavia, ancora oggi il concetto di imprenditorialità ha una dimensione vaga e non univoca in quanto il fenomeno imprenditoriale può essere inteso come uno stato mentale.

Gli imprenditori sono soggetti in grado di cogliere un'opportunità esistente o che esisterà, per successivamente metterla in pratica attraverso lo sviluppo di un prodotto o di servizi che saranno offerti al mercato. Questi soggetti tramite la pianificazione strategica dovranno ottenere le risorse necessarie, progettandone in primis un organizzazione e successivamente sviluppando una conseguente strategia d'azione adeguata a sfruttare l'opportunità individuata.

Il coinvolgimento soggettivo di uno o più individui è quindi una caratteristica fondamentale nell'intraprendere un'attività imprenditoriale e questi soggetti sono denominati imprenditori.

La giurisdizione in vigore definisce nell'articolo 2082 del Codice civile Libro V, la figura dell'imprenditore come *"colui che esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni e servizi"*.

Fin dal XVIII° secolo la letteratura economica offre un quadro completo sulle diverse teorie imprenditoriali. La letteratura in merito è molto ampia e ci soffermeremo principalmente sulla teoria che per la prima volta ha trattato il tema dell'innovazione con riferimento al concetto di imprese *Start-up*.

Tracciando una teorica linea temporale, l'analisi iniziano dalla metà del XVIII° secolo con le teorie di Richard Cantillon, per proseguire con quelle dell'economista ceco del '900 Joseph Shumpeter, per arrivare alle più attuali teorie dell'economista americano Edward Paul Lazear ex capo dei consiglieri economici del presidente USA George W. Bush dal 2006 al 2009. Secondo Richard Cantillon imprenditore è qualsiasi individuo che percepisca un reddito incerto indentificandolo quindi come una mera figura di specialista nell'assunzione dei rischi in considerazione della variabilità dei prezzi nei mercati di consumo a cui il medesimo è soggetto.

Proseguendo con le teorie imprenditoriali, la teoria emblema del concetto di Start up è la teoria Schumpeteriana, focalizzata principalmente sul concetto di innovazione. Per J. Schumpeter (1883-1950) l'imprenditorialità implica innovazione, quindi non un intraprendimento di operazioni graduali, ma una combinazione nuova di fattori volti allo sfruttamento di un'opportunità distruttiva intraprendendo cioè un processo da lui definito "processo di distruzione-creatrice" (Joseph A. Schumpeter, 2001), basato sull'implementazione di un nuovo business o di un business già esistente. Di fatto, attraverso questo processo di innovazione definito dallo stesso Schumpeter, le strutture economiche esistenti vengono sostituite per lasciare il posto a nuove modalità di business e processi di trasformazione produttiva con caratteristiche nuove ed innovative. Gli imprenditori appunto sono definiti dallo studioso come "agenti del cambiamento".

Concludiamo infine questa breve analisi introduttiva indicando un'ultima teoria elaborata dal professor Lazear, che definisce l'imprenditore come un soggetto che debba essere in grado di impegnarsi efficacemente in più attività.

1.2 LA DISCIPLINA DELLA *START-UP*

La crisi economica globale dell'ultimo decennio accompagnata al complementare sviluppo della tecnologia moderna, il conseguente arrancare del capitalismo classico e la necessità quindi di un rinnovamento del complessivo sistema economico, ha identificato la necessità dello sviluppo di una nuova fattispecie giuridica di impresa, la cosiddetta imprese *Start-up*. A fronte di tutto ciò, è venuto a svilupparsi l'interesse di molti professionisti ma allo stesso tempo anche di molti studenti, colti dall'intento di sfruttare le proprie competenze e conoscenze, con il successivo scopo di ideare, e successivamente realizzare, una serie di prodotti o servizi volti all'identificazione di nuovi fabbisogni ed esigenze da colmare.

Volendo entrare nel particolare, parleremo di *Newcompany*, in gergo *Newco*, nel caso in cui l'impresa nasca ad esempio dalla ristrutturazione aziendale di una così definita "azienda madre" laddove, nel caso la suddetta azienda si trovi in un momento di difficoltà finanziaria, provveda, al fine di un'allocazione ottimale delle proprie risorse, alla scorporazione di determinati rami aziendali caratterizzati da totale autonomia gestionale e operativa nei confronti della *Parent company.*

Altro esempio sono le cosiddette società *Spin off* nel caso la loro istituzione avvenga in un'operazione di scissione della società madre. La società madre in questo caso non è in una situazione di crisi finanziaria, bensì sceglie per motivi strategici di cedere un proprio business, un prodotto o un'attività strategica alla società scissa, che effettivamente costituirà la *Start-up*.

Troviamo poi le autentiche *Start-up*, espressione di idee imprenditoriali innovative elaborate da diversi soggetti, i quali con la propria idea di business, trovano le risorse necessarie per portare avanti il proprio percorso d'impresa. Steve Blank, imprenditore della *Silicon Valley* e uno dei massimi testimoni del concetto di *Start-up*, definisce così questo fenomeno: "*la Start up è un'organizzazione temporanea, alla ricerca di un Business model scalabile e ripetibile*" (www.steve blank.com).

Il lavoro dello *"Startupper"* si articola quindi in due fasi: la prima ha lo scopo di identificare un bisogno ancora non soddisfatto mentre la seconda è finalizzata ad individuare il percorso di come tale possa essere soddisfatto. Con il termine *Start-up* ci si riferisce all'evento ed alla fase di avvio di un'impresa che viene lanciata per la prima volta sul mercato, oppure acquisita e rilanciata attraverso un nuovo avviamento. Le caratteristiche che una *Start up* deve disporre per essere identificata tale si articolano nel concetto di temporaneità, in termini di transitorietà tra fase di avviamento e ambizione di crescita, e nella sperimentabilità di un modello di *Business* efficace e allo stesso tempo scalabile, il quale sia da un lato in grado di operare in un mercato più ampio in caso di crescita, e dall'altro che possa essere ripetibile nei suoi processi aziendali.

Oltre all'idea imprenditoriale stessa, uno dei *Main focus* del concetto di *Start-up* è l'innovazione con cui la stessa viene perseguita. Senza l'innovazione una idea imprenditoriale è destinata a declinare ancora prima di essere lanciata sul mercato.

Con riferimento al concetto di *Start-up* e con specifico riguardo alle cosiddette "Start up innovative", sono state recentemente giuridicamente disciplinate norme finalizzate ad incentivare la nascita e lo sviluppo di queste nuove forme societarie come ad esempio il decreto-legge 179/2012: *" l'Italia si è dotata di una normativa organica volta a favorire la nascita e la crescita di nuove imprese ad alto valore tecnologico con l'obbiettivo dello sviluppo di un ecosistema imprenditoriale orientato all'innovazione, tale che il medesimo sia in grado di creare nuova occupazione e di attrarre capitale umano e finanziario dal mondo economico e finanziario"* L'art. 25 del decreto decreto-legge 179/2012 definisce le *Start-up* innovative come *"le società di capitali di diritto italiano, costituito anche in forma di cooperativa, o società europea avente sede legale in Italia, le cui azioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che risponde a determinati requisiti e hanno come oggetto sociale, esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico*" (E.Fregonara, 2013). In aggiunta al decreto sviluppo, il Fondo di garanzia per le PMI (FGPMI), istituito con la legge 662 del 1996 ed al quale le Start up innovative possono gratuitamente aderire, esonera da ogni valutazione di natura creditizia ulteriore rispetto a quello della banca di riferimento in vista del prestito all'impresa.

Al fine del riconoscimento di una società in *Start up* innovativa, devono essere rispettati alcuni requisiti quali ad esempio limitazioni di quote e diritti di voto detenuti dai soci persone fisiche per un massimo del 51% del capitale investito o limitazioni di carattere patrimoniale (attivi < 5 mln) nonché il divieto di distribuzione di dividendi.

Oltre al concetto d'innovazione e la relativa valutazione della congruenza del progetto imprenditoriale dal punto di vista qualitativo e quantitativo, altro aspetto di fondamentale importanza è la scelta della forma giuridica che si vorrà attribuire alla propria compagine societaria. Tale scelta risulta di fondamentale importanza in quanto comporta l'accessibilità a diverse modalità di finanziamento ed a diversi livelli di deducibilità degli interessi passivi sul debito. Inoltre, le differenti scelte di forma giuridica comportano differenti responsabilità patrimoniali nei confronti di terzi e diversi adempimenti di contabilità e di bilancio da rispettare. Nello specifico, la legislazione italiana vigente permette la possibilità di costituire società a scopo di lucro in forma di impresa individuale, nella quale va compresa l'impresa familiare, e in forma società di persone o società di capitali.

A tal riguardo, è importante sottolineare che è altrettanto ammessa la costituzione di altre forme di società come ad esempio le società cooperative, ma in genere le medesime sono costituite solo a scopi mutualistici e prevedono un trattamento normativo a sé stante.

Per concludere questa introduzione al concetto di *Start-up* con riguardo al concetto di innovazione e alla complementare figura di *Start-up* innovativa secondo la normativa italiana, altro fattore a cui voglio dare rilievo è il concetto di fattibilità, ovvero ogni grandissima idea potrà vedere inabissare i propri obbiettivi di sostenibilità e di effettiva realizzazione se non sarà in linea con i fabbisogni richiesti dal mercato, con la legislazione vigente e con il contesto scientifico in cui opera. Sarà dunque di fondamentale importanza un'obbiettiva valutazione iniziale sulla realizzabilità, coerenza e complementarietà dei singoli elementi fondanti l'idea di *Business* che dovrà essere pianificata sia in termini qualitativi, in relazione alle esigenze di mercato ed ai fabbisogni dei consumatori, ma anche in termini quantitativi economico-finanziari sotto il punto di vista della reperibilità delle risorse finanziarie necessarie al compimento del medesimo progetto.

1.3 IL CICLO DI SVILUPPO, L'EVOLUZIONE DEL FABBISOGNO FINANZIARIO E DELLE CONNESSE FONTI DI FINANZIAMENTO

Dopo le fasi di concepimento dell'idea di business da intraprendere e dei conseguenti relativi *step* da seguire volti alla creazione della *Start-up*, risulta di fondamentale importanza la scelta di come coprire il fabbisogno finanziario che il progetto richiede. Qualsiasi progetto imprenditoriale intrapreso necessita nella fase iniziale, e per ogni sua successiva fase del ciclo di vita, di un fabbisogno finanziario per il quale risulta essenziale un'adeguata copertura finanziaria tramite diverse forme. Quest'ultima risulta essere appunto una delle fasi chiave e più critiche alla base dell'intraprendimento e della conseguente relativa sostenibilità di una *Start-up*.

Risulta quindi di fondamentale importanza quantificare analiticamente il fabbisogno finanziario iniziale necessario e, sempre in prospettiva, individuare le modalità e le variabili che potranno influire sul suo reperimento futuro.

Oltre alla stima del fabbisogno finanziario e i metodi di reperimento di fonti finanziarie diverse tra loro, risulta di fondamentale importanza il mantenimento di un equilibrio finanziario sostenibile nel medio e lungo termine e che il medesimo allo stesso tempo fornisca una stabilità aziendale in termini di scelte strategiche economico finanziare da effettuare.

Viene definita struttura finanziaria di un'impresa (D.Prandina, 2006), "*il rapporto tra capitale di debito e capitale a titolo di rischio (equity), la cui scelta e la cui formazione implicano necessariamente decisioni relative al lungo periodo e una visione di insieme che abbraccia l'intero contesto economico, competitivo e sociale in cui l'impresa opera".*

Uno degli aspetti che maggiormente influenzano i rapporti che l'imprenditore instaura con gli enti finanziari, oltre alle competenze dell'imprenditore e il mercato di riferimento in cui opera, è il ciclo di vita e di sviluppo dell'impresa. Ogni fase evolutiva dell'impresa è caratterizzata da un fabbisogno finanziario diverso a fronte di variabili quali:

- il tasso di rischio corrispondente alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa;
- l'andamento delle vendite;
- la capacità di autofinanziamento e l'intensità di assorbimento del capitale investito.

Il ciclo di vita di un'impresa trova origine dalla nascita dell'idea di *business* fino alla vendita del prodotto su scala industriale, percorrendo diverse fasi a loro volta contraddistinte da diversi livelli di fabbisogno finanziario. La fase embrionale del progetto, ovvero il primo step, è indicata dal termine *"Pre-seed"*, caratterizzata più dall'elaborazione e dallo sviluppo della business idea da parte dei founders che da operazioni prettamente operative. È la fase del ciclo di vita durante la quale i rischi sono elevatissimi e comporta un investimento da parte di enti creditizi molto contenuti se non assenti, contraddistinguendosi da un'elevata incertezza dei risultati prospettici futuri, e dalla relativa necessità di un fabbisogno finanziario contenuto. Considerando l'elevato rischio derivante dall'incertezza, il fabbisogno finanziario nel *"pre-seed"* proviene prevalentemente da risorse personali dell'imprenditore mediante autofinanziamento o tramite il cosiddetto *"FFF"* (Family, Friends and Fools – questo nel significato positivo del termine).

La fase successiva, quasi complementare alla precedente, è denominata fase *"Seed",* nella quale l'idea è stata concepita, l'impresa è stata fondata, il prodotto è stato perfezionato ed è pronto ad essere lanciato sul mercato di riferimento. Anche in questo caso, siamo in presenza di una fase in cui non si conosce la validità commerciale della propria idea imprenditoriale in termini di offerta in quanto il *business plan* è ancora in fase di sviluppo. Il fabbisogno finanziario risulta quindi essere ridotto, il volume delle vendite è radente e il rischio dell'impresa è ancora molto elevato, caratterizzato da fonti di finanziamento che derivano prettamente da *incubators*, *business angel* e/o iniziative pubbliche di finanziamenti agevolati.

La fase successiva ai sovra menzionati concetti di "*Pre-seed" e "Seed*", i quali a loro volta costituiscono complessivamente il periodo di *"Early stage financing"* di un processo imprenditoriale, pongono le basi per il cosiddetto *"First stage financing"* in termini di finanziamenti necessari all'avvio del progetto imprenditoriale. Il prodotto a questo punto risulta essere adottato come prototipo e pronto ad essere lanciato sul mercato.

In questa fase la commercializzazione del prodotto necessita di elevati finanziamenti e comporta per i finanziatori esborsi di capitale caratterizzati da un tasso aleatorio di rischio ancora molto elevato, ma minore rispetto alla fase *"Early stage financing",* a cui si aggiunge una concreta mancanza di ricavi in relazione al capitale investito. In questa fase del ciclo di vita dell'impresa, i punti critici per la buona riuscita del progetto imprenditoriale sono uno sviluppo vincente del *Business model* con specifico riguardo sia al piano di marketing che alla strategia commerciale da attuare, entrambi volti all'efficace ed efficiente distribuzione del prodotto o servizio sviluppato.

Segue una fase di espansione iniziale (*Early growth*) caratterizzata da una riduzione del rischio operativo di *default* del progetto imprenditoriale a fronte però di una sempre maggiore richiesta di fabbisogno finanziario, volta appunto all'esigenza di sviluppare una rete distributiva dettagliata sul mercato, da un lato, e di coprire patrimonialmente la capacità produttiva aziendale e il fondamentale sviluppo del capitale circolante relativo dall'altro. I fondi di Venture capital sono la modalità di finanziamento ideale per questa fase di vita di una *Start up*.

Si passa quindi allo stadio di sviluppo sostenuto "*Sustained growth",* nel quale il tasso di rischio operativo risulta essere sempre più in contrazione rispetto alla fase *Early stage*, e l'aumento del fatturato permette di generare risorse interne che permettano alla società start up di autofinanziare almeno in parte il proprio capitale.

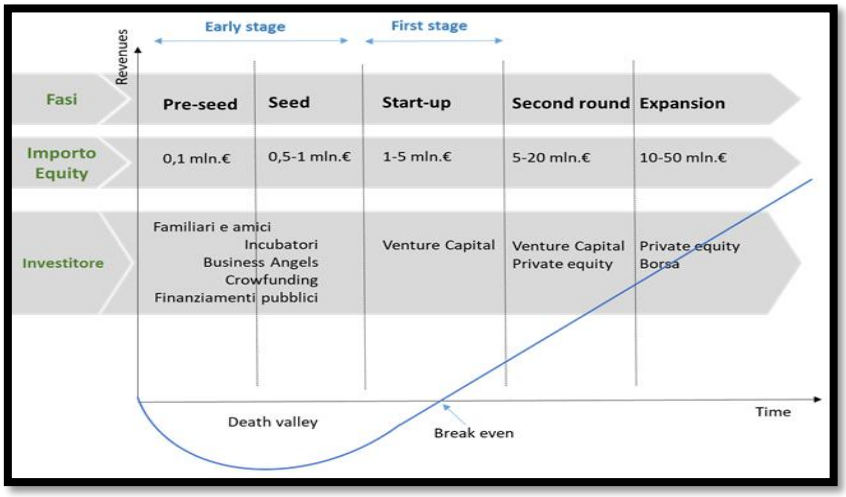
In questa fase il fabbisogno finanziario è in linea con la crescita del fatturato della *Start up* in cui i finanziamenti concessi sono a "basso rischio/basso ritorno" e spesso precedono l'IPO (**I**nitial **P**ubblic **O**ffering).

I Protagonisti di questa fase sono ancora i finanziamenti tramite *Venture capital* insieme ai fondi di *Private equity* che potranno assecondare la *Start-up* verso la quotazione in borsa e nella quale questi ultimi potranno ottimizzare il loro progetto di espansione mediante il reperimento di investitori più funzionali e adatti alla *Mission* del progetto intrapreso. Proprio la quotazione in borsa è una delle possibilità in termini della cosiddetta "Exit strategy". Con *Exit strategy* concludiamo il ciclo di vita aziendale intendendo quel processo di determinazione della strategia e pianificazione mediante le quali viene predeterminato il metodo di uscita da un'attività imprenditoriale.

La strategia d'uscita non coincide sempre con il termine dell'attività imprenditoriale, ma può bensì costituire un'opportunità di sviluppo sia per gli *startupper*, in termini di successo del loro *business*, che per gli investitori in materia di quantificazione della remunerazione dell'investimento effettuato.

I cinque casi classici di *Exit strategy* sono:

- *Merger & Acquisition* (M&A): coincide con le operazioni straordinarie di fusione e cessione d'azienda tra persone giuridiche e quindi nello specifico caso della mera vendita societaria;
- *Initial Public Offering* (IPO): coincide con la quotazione in borsa e la relativa cessione di quote della società;
- Vendita completa della società: si differenzia dalla tipologia di *Mergers and Acquisitions* poiché l'acquisto avviene da persona fisica e non giuridica e la società continua ad operare cambiando però la compagine proprietaria;
- Mantenimento del *business*: la proprietà della compagine societaria rimane *Founder* della società ma ne affida la gestione a terzi. Questa strategia è possibile in casi di situazioni economiche molto solide tanto da poter permettere, mantenendo la proprietà sulla medesima, di utilizzare gli utili per remunerare gli investitori da un lato e allo stesso tempo di delegare la gestione del business a terzi dall'altro.
- *Exit strategy* negativa: si verifica nel caso di fallimento e relativa liquidazione e chiusura della compagine societaria.



Fonte: Ciclo di vita di un'impresa "www.pmitutoring.it"

La dinamica finanziaria delle imprese in fase di *start up (Seed, Start up ed Early growth*) è caratterizzata da diverse variabili che ne concorrono a formare il fabbisogno finanziario, che di seguito vengono riportati (D.Prandina, 2006):

1. Investimenti finalizzati a mettere a punto il progetto: fabbisogno finanziario prettamente di natura immateriale su attività di ricerca e sviluppo, analisi di mercato, selezione del management, pianificazione strategica;
2. Investimenti strutturali, finalizzati a predisporre la capacità produttiva e operativa delle altre funzioni aziendali;
3. Investimenti in capitale circolante per favorire l'avvio dell'attività;
4. Investimenti aggiuntivi necessari per supportare il successivo sviluppo.

Dal punto primo al punto quattro vengono esaminate tutte le fasi prima descritte dal ciclo di vita di un'impresa, ossia passando da un fabbisogno finanziario contenuto e un tasso di rischio elevatissimo nella fase di concepimento della business idea del progetto, fino ad un fabbisogno finanziario molto elevato e un tasso di rischio contenuto nella fase di espansione del prodotto.

Prima di affrontare il prossimo paragrafo in cui verranno discussi i principali fattori critici di successo o insuccesso in termini di ricerca di un equilibrio finanziario ottimale, anticipiamo che la scelta ottimale della struttura finanziaria di un'azienda Start up non è di facile individuazione per via della variabilità dei risultati attesi e dell'elevato grado di incertezza della buona riuscita del progetto imprenditoriale. Saranno affrontati diversi fattori che comportano difficoltà di reperimento di fonti finanziarie in fase di avvio delle start up. Risulterà quindi di fondamentale importanza in fase di avvio dell'impresa e in fase di progettazione del *Business plan*, analizzare quali siano le variabilità del proprio *business* e come queste permettano di raggiungere e mantenere un equilibrio finanziario sostenibile nel medio-lungo periodo.

1.4 I FATTORI CRITICI E LE PROBLEMATICHE DI FINANZIAMENTO CHE INFLUENZANO LA SOSTENIBILITÀ DELLA START-UP: IL FENOMENO DELL'EQUITY GAP E LA SUA MISURAZIONE

Come accennato, la scelta della struttura e del reperimento delle risorse finanziarie risulta per l'aspirante imprenditore un punto chiave della riuscita o meno del progetto imprenditoriale intrapreso. Obbiettivo di questo paragrafo è appunto analizzare quali difficoltà e quali fattori critici di successo le *Start up* debbano affrontare in termini di reperimento di risorse finanziarie.

In fase di avvio dell'impresa e con specifico riguardo al reperimento di capitali necessari all'avvio di un'impresa si verifica un vero e proprio *Financial gap* nel momento di ricerca di capitali, il cosiddetto Equity gap (E.Gualandri, P.schwizer, 2008).

Dopo la considerazione nel precedente paragrafo relativa al fabbisogno finanziario richiesto per ogni fase di ciclo di vita di un'impresa, possiamo ora in termini generali analizzare quali siano i fattori critici e le variabili qualitative e quantitative che condizionano le scelte in ambito di una struttura finanziaria sostenibile.

Oltre alla mera criticità del reperimento di capitali da parte del nuovo aspirante imprenditore, bisogna considerare due aspetti di fondamentale importanza:

- L'assenza di una storia aziendale precedente, denominata *"track record"* (E.Gualandri, P.schwizer, 2008);
- L'incertezza e la variabilità del progetto imprenditoriale derivante dall'innovazione del prodotto/servizio offerto (Intangibilità della *business idea*)

Il primo fattore critico sopra menzionato fa appunto riferimento all'assenza di una storia aziendale che influenza notevolmente i rapporti che l'impresa medesima ha con il mercato, e soprattutto con il mercato bancario, il quale tende ad assumere atteggiamenti estremamente prudenti nel concedere fidi a tali aziende (D.Prandina, 2006).

In questi casi gli istituti bancari dimostrano disponibilità ad erogare principalmente, e mediante anticipo delle somme nei confronti degli acquirenti, un finanziamento di tipo "autoliquidante". Parliamo di forme di finanziamento "autoliquidanti", o meglio di linee di credito "autoliquidanti", nel momento in cui il rischio e il tasso di affidabilità vengono traslati più sull'acquirente che sulla nuova impresa, rappresentando nello specifico "una tipologia di finanziamento funzionale per le imprese, attraverso le quali l'azienda ottiene l'anticipo fatture, il salvo buon fine o le ricevute bancarie" (www.gestco.it).

Con riferimento al punto due invece, quindi all'elevato grado di incertezza e di rischiosità del progetto imprenditoriale, è proprio nei primi *step* di vita dell'impresa che è difficoltoso, da un lato sviluppare previsioni realistiche, e dall'altro che le medesime possano essere allo stesso tempo attendibili. Le variabili di incertezza derivano sia da fattori interni, quali ad esempio costi di organizzazione aziendale come il reperimento di un *management* e di una forza lavoro adeguati, che da fattori esterni, quali il settore di riferimento in materia di ambiente economico, la competitività del mercato in cui l'impresa opera e il *feedback* ricevuto in termini di apprezzamento della propria offerta imprenditoriale.

Collegandomi a quanto precedentemente anticipato nel paragrafo, a causa dell'attuale recessione economica complementare allo scarso sviluppo del mercato dei capitali nel contesto italiano dovuto alla scarsa propensione al rischio degli investitori nel finanziare progetti innovativi o rischiosi, le imprese in fase *"Seed"*, e specialmente nelle fasi di *Start up*, incontrano notevoli difficoltà nella ricerca di fonti finanziarie necessarie volte allo sviluppo del loro progetto imprenditoriali.

Non possiamo quindi affermare che nelle fasi embrionali del concepimento dell'azienda esista una struttura finanziaria ottimale da attuare, bensì diverse strutture e relativi fabbisogni finanziari in relazione alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa e alle condizioni economiche in cui la medesima risiede.

L'assenza di una storia d'impresa e l'elevato tasso di rischio dei progetti imprenditoriali sono appunto una delle cause per il formarsi, in fase di *Start up* e di *Early/sustained growth*, di un *gap* di natura finanziaria il quale comporta, nella grande maggior parte dei casi, veri e propri fallimenti di mercato.

Viene definita appunto "Funding gap" quella situazione in cui imprese meritevoli non ottengono, a causa di imperfezioni di mercato, il volume di finanziamenti che otterrebbero in un mercato efficiente (E.Gualandri, P.schwizer, 2008).

Detto ciò, si viene a creare un fenomeno conosciuto come *Equity gap* in cui, nella fase di reperimento di risorse finanziarie nel mercato di capitali, si verifica un disequilibrio tra domanda e offerta di capitali dovuto a fenomeni di asimmetrie informative intercorrenti tra finanziatori e richiedenti.

È giusto indicare che il problema dell'*equity gap* non trova fondamento nel mancato ottenimento di capitali di un'impresa in un mercato efficiente, in quanto anche in presenza di un mercato di concorrenza perfetta alcune imprese potrebbero non ugualmente ottenere i finanziamenti richiesti. Il manifestarsi di questo fenomeno si verifica laddove invece questa impossibilità di accesso al credito sia dovuta alle asimmetrie informative presenti tra domanda e offerta al momento di reperimento di fonti finanziarie *equity* da parte dell'impresa nel mercato dei capitali.

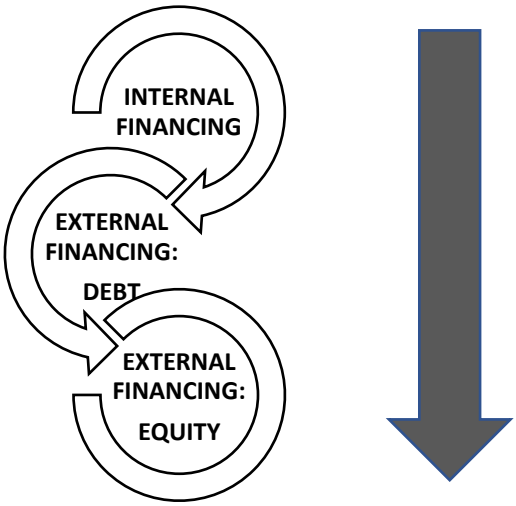
La prima analisi di *Equity gap* si riconduce agli anni '30 nel Regno unito con riferimento alla presenza di investimento di scarsi capitali di rischio dovuti all'inadeguatezza dal lato sia della domanda che dell'offerta di capitali di rischio (Commissione Europea, 2003).

Al giorno d'oggi l'argomento è di particolare interesse in quanto è considerato causa di ostacolo e di crescita di imprese che necessitano tipicamente di investimenti derivanti da società di *Venture capital*.

Questo fenomeno è di vitale importanza per l'imprenditore soprattutto nei casi di *Start up*, con specifico riguardo a quelle innovative, in quanto, le caratteristiche intrinseche delle imprese innovative, tra le quali l'alto rischio d'investimento e la relativa inattendibilità dei risultati previsti, rendono consigliabile, ma in contrasto con la cosiddetta "Pecking Order Theory"(www.corporatefinanceinstitute.com), il ricorso nelle fasi iniziali del ciclo di vita dell'impresa, al finanziamento con capitale di rischio e all'autofinanziamento piuttosto che al finanziamento bancario.

La teoria dell'ordina di scelta trova fondamento nell'asimmetria informativa in materia di rischi e valore dell'impresa. L'investimento è finanziato prima con l'autofinanziamento, quindi con nuovo debito e infine con nuovo equity.

PECKING ORDER THEORY



Fonte personale: "teoria dell'ordine di scelta"

Pertanto, gli ostacoli causa di inefficienza dei mercati di capitali nei confronti di imprese nella fase *Seed* ed *Early stage* sono collegabili alle caratteristiche di tali imprese che sono (E.Gualandri, P.schwizer, 2008):

- Mancanza di "track records";
- Incapacità nelle fasi iniziali di produrre reddito per ripagare capitali ed interessi;
- Tassi di rischio elevati data l'innovatività del progetto intrapreso;
- Elevati livelli di asimmetria informative tra domanda e offerta;
- Mancanza di garanzie di rimborso dell'investimento erogato;
- Difficoltà di valutazione aziendale da parte di banche o istituti creditizi.

Per quanto concerne il tasso di rischio elevato, è noto che l'attiva innovativa richiede un processo complesso in cui la mancanza di finanziamenti adeguati può influire se non addirittura essere causa di fallimento dell'intero progetto imprenditoriale intrapreso.

Elementi di maggiore rilievo per il formarsi di questa incompleta offerta di prodotti o servizi finanziari sono appunto l'elevato rischio e le asimmetrie informative che possono essere cause di fallimento di mercato, e a tal riguardo:

- Informazioni insufficienti nei confronti dei finanziatori dovuti a *deficit* manageriali;
- Difficoltà di valutazione dei progetti da parte dei potenziali investitori dovuti sia per l'insufficiente trasparenza informativa, che per la natura prettamente intangibile dei progetti innovativi;
- Mancanza di incentivi di politica economica all'imprenditore volti a rendere trasparente l'informazione sul contenuto innovativo dei progetti.

A questi problemi si aggiunge inoltre il fatto che dal lato della domanda, ovvero dagli aspiranti nuovi imprenditori, emerge un vero *Gap* culturale, dovuto da un lato alla difficoltà dei medesimi di rapportarsi con gli eventuali finanziatori, e dall'altro di valutare le differenti opzioni finanziarie di cui i medesimi dispongono.

Questo fenomeno si articola in altre due situazioni che comportano altrettante problematiche di finanziamento. A causa di determinate tipologie d'investimento, in cui i costi di informazione sono troppo elevati a fronte dei ritorni attesi, la prima situazione si articola nel diniego da parte dei finanziatori di finanziare questa categoria d'investimenti portando ad un innalzamento dei valori medi delle operazioni di finanziamento.

Sorge inoltre un ulteriore problema nella seconda situazione collegata più a un "fattore *knowledge"*. Nei casi di fondi di ridotte dimensioni si verifica un disequilibrio tra domanda e offerta sul potenziale di crescita di un determinato business comportando, soprattutto nel settore tecnologico, la costituzione di portafogli di investimenti la cui composizione finisce per favorire settori più maturi e a basso rischio.

Al fine di colmare questo *Gap* sono state condotte delle analisi per verificare l'esistenza delle situazioni elencate e come le medesime possano almeno essere in parte tamponate tramite interventi di *policy* economiche e aziendali ai fini della definizione delle modalità e delle misure d'intervento.

Interventi e incentivi che possono essere di diversa natura (*A.Forzano, A. Amelotti, M.Balossino, G. Perini, O. Simeon, 2008)*:

- *Partnership* pubbliche/private da parte dell'offerta: sviluppo di incentivi nei confronti della parte privata volti alla riduzione della rischiosità degli investimenti ed all'accrescimento del rendimento nei casi di successo;
- Interventi di natura fiscale volti alla stimolazione degli investimenti;
- Offerta di servizi alle imprese volte al superamento dell'ostacolo dell'asimmetrie informative e del *Knowledge gap*;
- Incentivi volti alla stimolazione di attività imprenditoriali tra i quali gli "incubatori di accelerazione";
- Offerti di nuovi strumenti innovativi di finanziamento quali ad esempio la "semi-equity".

Fattore critico della misurazione dell'*Equity gap* è appunto che per il medesimo, derivando appunto dal fenomeno dell'inefficienza dei mercati dei capitali, sarebbe necessario, ai fini della sua misurazione, mappare razionalmente in quali situazioni si vedrebbe realizzata l'incontro tra domanda e offerta in un mercato efficiente.

Data la non facile misurazione dell'*Equity gap* e della difficile valutazione statistica della domanda insoddisfatta, la valutazione e la misurazione di questa variabile è basata non tanto su una metodologia analitica bensì su interviste e/o questionari personali.

Nello specifico emergono tre linee d'indagine:

1. Monitoraggio a livello nazionale della distribuzione degli investimenti in *Private equity* per ammontare e per fase del ciclo di vita delle imprese, analizzandone la temporalità degli investimenti a titolo di capitale di rischio nella fase di *Start up ed Early/sustained growth;*
2. Analisi di tipo qualitativo a fronte di interviste aventi oggetto questionari ad esperti dal lato dell'offerta di capitale di rischio (*Business Angels*, operatori di *Venture capital* e di *Private equity*, Banche);
3. Approccio quantitativo con analisi empiriche su insieme di dati da parte della domanda.

Da queste tre tipologie emerge che l'*Equity gap* è complementare alla tipologia del sistema finanziario scelto in relazione al determinato ciclo di vita in cui l'impresa risiede e che nella sua misurazione emerge una variazione nella temporalità da collegare, oltre alle diverse modalità di rilevazione descritte, all'andamento del ciclo economico ed all'evolversi dell'industria finanziaria di riferimento.

In definitiva, possiamo concludere che la metodologia fino ad oggi sviluppata ai fine della misurazione dell'*Equity gap* risulta spesso essere approssimativa, non sempre omogenea in relazione al sistema finanziario scelto, e variabile in relazione al ciclo economico.

Ad ogni modo l'individuazione e la relativa misurazione possono fornire informazioni utili alla formalizzazione e allo sviluppo di strategie d'intervento volte alla definizione di misure di incentivo volte al tamponamento del *gap* finanziario descritto, il quale ancora oggi risulta essere causa di elevati esempi di fallimenti di mercato.

CAPITOLO 2: LE STRATEGIE FINANZIARIE PIÙ CLASSICHE NEL CASO DELLE START UP

2.1 INTRODUZIONE AL CAPITALE DI RISCHIO, DI DEBITO E ALLE FONTI DI FINANZIAMENTO IBRIDE

Abbiamo concluso il capitolo precedente analizzando il ciclo di vita di un'impresa start up con specifico riguardo al fabbisogno finanziario che ogni sua fase richiede. Sono quindi stati analizzati i fattori critici di successo deducendo che, per via delle specifiche caratteristiche di questa fattispecie di imprese, le fonti a sua disposizione sembrano indirizzate, al contrario della precedente descritta teoria dell'ordine di scelta, più ad una gerarchia in cui i finanziamenti a titolo di capitale di rischio siano preferiti a quelli del ricorso all'indebitamento bancario.

Fattore che accomuna questa tipologia di imprese è la tendenza a disporre di un grado di leva finanziaria basso all'inizio del loro ciclo di vita. Il termine leva finanziaria, o rapporto d'indebitamento, descrive economicamente il livello di indebitamento di un'azienda, ovvero il rapporto che sussiste tra mezzi di terzi e capitale proprio.

Il livello minimo di *leverage* che si verifica nelle prime fasi di vita di un'impresa è riconducibile a questo tipo di valutazioni:

- Elevata difficoltà nell'accedere all'indebitamento bancario per via dell'elevato rischio, dell'asimmetria informativa tra domanda/offerta nel mercato dei capitali e dei "*Track records*";
- Necessità di mantenimento di un elevato grado di elasticità finanziaria mediante un elevato grado di capitalizzazione, costituendo una riserva di credito o strumenti di finanziamento, cui accedere nel caso si verificassero scostamenti imprevisti nei piani finanziari;
- In presenza di risultati economici negativi viene meno il cosiddetto vantaggio fiscale del debito in materia di deduzione degli interessi passivi;
- In fase di avvio d'impresa non sono presenti nella maggior parte dei casi alternative concrete al capitale di rischio.

Il recente sviluppo dei mercati finanziari, correlato alla necessità di diversificare e rendere più flessibili ed efficaci gli strumenti finanziari in relazione ai diversi *business* da sviluppare, hanno dato luogo ad un'ampia gamma di strumenti finanziari utilizzabili per le imprese.

I più classici metodi di finanziamento previsti sono il capitale di rischio e il capitale di debito alle quali si aggiungono le recenti forme di finanziamento denominate "a mezzanino". Il capitale di rischio, conosciuto anche come *Equity* o capitale proprio, è costituito da conferimenti in denaro o in natura che il proprietario e/o i soci apportano nell'impresa dall'autofinanziamento o dal finanziamento tramite mezzi propri. L'art. 2427 del c.c. definisce il capitale di rischio come *"i conferimenti dei soci utili alla composizione del capitale proprio di un'azienda, come l'insieme di tutti i valori messi a disposizione dell'attività dai soci stessi".* Le caratteristiche peculiari del capitale proprio possono essere indiate quanto segue (A. Damodaran, 2001):

- Il capitale proprio non ha una scadenza e coincide con la vita dell'impresa;
- Non vi è un obbligo formale di remunerazione bensì variabile e correlato ai risultati dell'impresa;
- Bassa priorità sui flussi di cassa dell'impresa: Il capitale proprio viene restituito in caso di liquidazione solo nel momento in cui sono stati ripagati tutti i debiti;
- L'apporto di capitale proprio comporta il controllo sulla vita e sulle relative scelte strategiche dell'impresa anche in materia di distribuzione dei dividendi.

Di contro, il capitale di debito presenta caratteristiche opposte individuabili in:
(A. Damodaran, 2001):

- I finanziamenti sono ottenuti da soggetti esterni i quali devono essere obbligatoriamente remunerati con relativo pagamento di interessi fissi o variabili in relazione ai diversi accordi contrattuali;
- La remunerazione è stabilita ex ante e non dipende dai risultati economici dell'impresa;
- Il mancato pagamento degli interessi passivi comporta l'insolvenza e nei casi più gravi fallimenti di mercato;
- L'apporto di capitale di debito non comporta alcun diritto di controllo sulla vita e le scelte strategiche dell'impresa.

	DEBITO	EQUITY
durata	Breve, medio o lungo termine	Medio e lungo termine
scadenza	prevista	Non prevista
flessibilità	Contenuta e correlata alle garanzie reali e personali che si possono fornire e dalla generazione di flussi di cassa positivi	Elevata e correlata alla credibilità dei progetti futuri dell'impresa
remunerazione	predefinita	Dipende dalla performance aziendale
costo	minore	maggiore

Cfr: "fonte personale: differenza debito ed equity"

In questi ultimi anni, oltre a reperimento di finanziamenti tramite *Equity* o debito, si sono verificate forme di finanziamento intermedie che possono essere definite ibride o meglio denominate "finanziamenti a mezzanino". Si definisce "debito mezzanino" o "*mezzanine finance*" uno strumento finanziario di posizione intermedia, in termini di rischio e rendimento, fra il capitale di debito (*senior debt*) e il capitale di rischio (*Equity*), ovvero un debito contemporaneamente privilegiato rispetto all'*equity* ma subordinato al *senior debt* in sede di rimborso e/o liquidazione del capitale (P. Marchetti, 2009).
Queste recenti particolari forme di finanziamento sono caratterizzate da un elevato grado di flessibilità in materia di pagamento negli interessi e nel rimborso del capitale, ma allo stesso tempo presentano una eccessiva rigidità in materia di richieste di garanzie reali indicate come *"collaterals",* il rendimento atteso e la presenza di *"covenants".* Di fatto, il termine *covenant* sta ad indicare le clausole accessorie previste con cui il debitore si impegna a non porre in atto comportamenti che potrebbero arrecare pregiudizio nei confronti del creditore. A tal riguardo, i *covenants* previsti sono ad esempio il divieto di effettuare operazioni di finanza straordinaria o di pagare dividendi senza la preventiva approvazione dei cosiddetti *creditori junior*, così come il rispetto del vincolo d'indebitamento e il vincolo di liquidità.

La tipologia di finanziamento a "mezzanino" più comune è il cosiddetto debito subordinato. Questa tipologia di "*mezzanine finance*" è costituita da due componenti differenti, una di debito che corrisponde al "debito subordinato", ossia il debito base le cui caratteristiche tecniche sono variabili a seconda dell'emissione, e il cosiddetto *"equity kicker*", ovvero una partecipazione percentuale agli utili o al capitale che comporti un beneficio dovuto all'incremento del valore di mercato dell'equity (P.Marchetti, 2009).

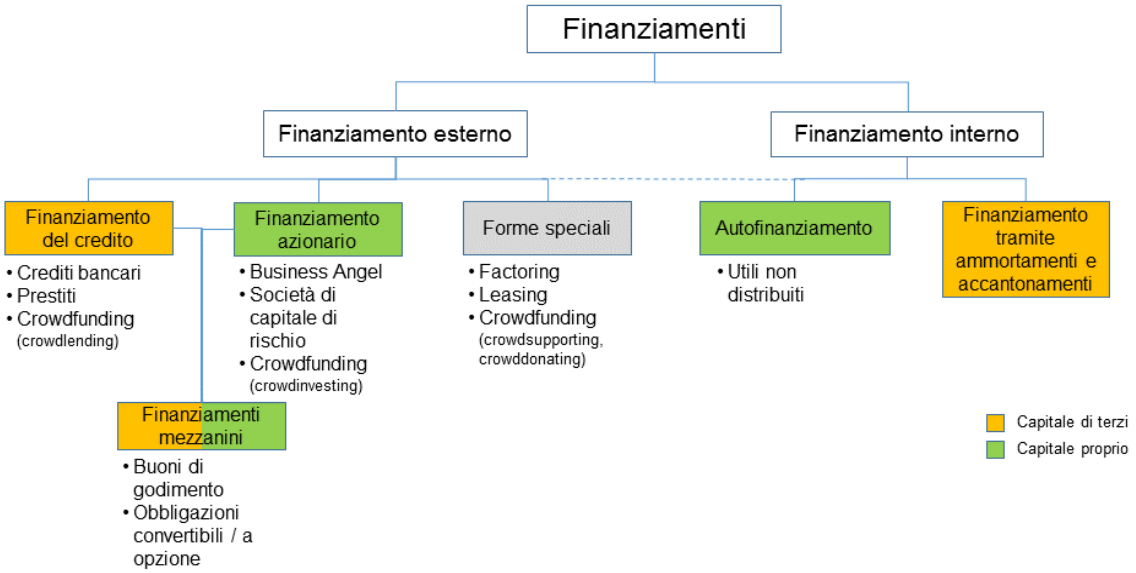
Al fine della accurata comprensione di questa forma di finanziamento è necessario appurare il concetto di subordinazione del debito. Innanzitutto, in caso di insolvenza, i creditori del debito subordinato cosiddetti *Junior* saranno soddisfatti in maniera residuale rispetto ai creditori *Senior*. Inoltre, sempre in termini di rimborso del debito subordinato, il piano prevede che la restituzione delle quote di capitale ai creditori *Junior* avvenga solo in caso di integro rimborso del debito *Senior*. Detto ciò, il rendimento del debito subordinato è composto da due distinti elementi interdipendenti:

- Flusso di interessi del debito subordinato;
- Utile in conto capitale connesso all'esercizio dell'opzione *call* o del *warrant* dell'*Equity kicker*.

In base a quanto precedentemente anticipato e nonostante l'eccessiva rigidità dello strumento, l'utilizzo di questa forma di finanziamento ibrida importa numerosi vantaggi:

- Diversificazione del portafoglio di finanziamento;
- Capacità d'indebitamento superiore;
- Finanziamento con rimborso di capitale dilazionato;
- Diminuzione del *WACC* (*Weighted average cost of capital)* per via della sostituzione di *Equity* con forme di debito a mezzanino implicando un minor costo medio ponderato rispetto al capitale di rischio;
- Incremento della leva finanziaria e dei benefici in termini di maggiore deducibilità a favore degli interessi pagati sul debito a mezzanino.

In definitiva possiamo concludere che in relazione alle difficoltà di reperimento di risorse finanziarie in fase di avvio, questa forma di finanziamento risulta una valida alternativa nelle fasi di lancio e commercializzazione del prodotto, laddove le stesse sono caratterizzate dalla necessità di un elevato grado di fabbisogno finanziario.



Cfr: le Fonti di finanziamento: "www.kmu.ch"

Lo schema delle fonti di finanziamento sopra rappresentato corrisponde ad uno schema delle diverse forme di finanziamento che verranno descritte sequenzialmente nello sviluppo di questo elaborato.

2.2 IL BOOTSTRAPPING E IL LOVE CAPITAL

Il *"bootstrapping",* in italiano autofinanziamento, insieme al cosiddetto *Love capital* costituisce una delle principali fonti di finanziamento utilizzato dall'impresa nella sua fase di avvio. In merito, più dell'80% delle start up è finanziato dalle finanze personali dei fondatori (www.forbes.it).

I *"bootstrappers"* sono quei soggetti che mediante l'autofinanziamento tramite il reperimento di mezzi di capitale propri, finanziano l'avvio della propria impresa mediante l'utilizzo di fonti economico finanziarie derivanti dal proprio patrimonio personale.

Giova sottolineare come tale concetto non sia da confondere con la disciplina dell'autofinanziamento economico aziendale, il quale non coincide con il reperimento di risorse finanziarie proprie, bensì con la successiva capacità della gestione caratteristica e patrimoniale di soddisfare il fabbisogno finanziario generato dall'impresa e al contempo di effettuare investimenti futuri di crescita aziendale mediante le risorse generate dalla gestione stessa. Pertanto, sono due concetti con un'uguale nomenclatura ma con significato economico-finanziario diverso.

Premesso questo, la prima forma di finanziamento analizzata oggetto di questo paragrafo si verifica nel momento della nascita del *business* e non attinge a finanziamenti derivanti dai canali di reperimento di capitali di rischio o di debito classici, bensì dalle proprie risorse finanziarie personali se esistenti, e qualora non esistessero, ricorrendo ad investimenti da parte delle persone più vicine al progetto. Proprio nel caso di mancanza di risorse personali, l'alternativa è di ottenere investimenti di *love capital* che generalmente coincidono con i denominati *FFF*'s (Friends, family and fools). I finanziamenti tramite love capital indicano appunto il capitale necessario per lo sviluppo dell'impresa raccolto o tra congiunti (familiari, parenti e amici), o tra investitori particolarmente amanti del rischio, i cosiddetti *"Fools".*

Questa fonte di approvvigionamento di capitali potrebbe essere considerata di minore importanza rispetto alle fonti di finanziamento più classiche ma è considerata una fase fondamentale per il lancio e la relativa sostenibilità della *start-up* stessa.

Essa viene considerata di fondamentale importanza in quanto, riprendendo i fattori critici descritti nei paragrafi precedenti, quali ad esempio l'elevato tasso di rischio legato all'innovatività del progetto e la mancanza di una storia aziendale, il *bootstrapping* può rappresentare, a fronte delle notevoli difficoltà nel reperimento di capitali tramite i canali tradizionali, l'unica possibilità di reperire le risorse necessarie all'avvio dell'impresa. Questi investimenti interni rappresentano quindi una concreta opportunità nell' affrontare le fasi *"pre-seed*" e "*seed*" *financing,* permettendo di concentrare le limitate risorse disponibili sulla definizione, produzione e strategie di commercializzazione del prodotto. Altro elemento di fondamentale importanza di questa forma di finanziamento, oltre a quelli già citati, risiede nel fatto che non facendo affidamento a fonti di finanziamento esterne, come investitori o finanziatori, permette all'imprenditore di sfruttare un duplice effetto: il mantenimento del completo controllo garantendo una maggiore indipendenza, da un lato, ma il conseguente maggior rischio d'impresa dall'altro. Detto questo, ulteriore condizione di vitale importanza per adottare un'efficiente operazione di *bootstrapping* è una attitudine ad adottare una *"Lean production thinking",* ovvero svolgere scelte strategiche con l'obbiettivo di ridurre qualsiasi tipo di spreco tramite la massima riduzione e controllo dei costi.

La possibilità di adottare l'autofinanziamento risulta quindi essere una fase cruciale per lo sviluppo di una *start-up* ma al contempo è caratterizzata da diversi fattori critici quali:

- La limitazione delle risorse può inibire la crescita e compromettere la qualità e l'integrità del prodotto o servizio oggetto della propria business idea;
- La scarsezza delle risorse può anche indurre ad un deficit di credibilità e competitività verso terzi.

Per entrare nel concreto della questione, tra i più recenti esempi vincenti di *Bootstrapping* citiamo *Spanx*, una linea americana di lingerie intimo e capi d'abbigliamento per uomo e donna che aiutano a perdere delle taglie nell'immediato, diventato oggi uno *status simbol* per le celebrità e gli amanti della moda.

2.3 GLI INCUBATORI ED I PERCORSI DI ACCELERAZIONE

Seguendo sequenzialmente il ciclo di vita di un'impresa precedentemente descritto, è affrontata la disciplina degli *Incubators* e dei percorsi di accelerazione a favore delle imprese *start-up* mediante l'analisi e la descrizione sui benefici che le stessa fattispecie di finanziamento possono fornire allo sviluppo di nuove idee imprenditoriali. In linea generale, l'incubatore si presenta come uno spazio fisico all'interno del quale le *start up* possano trovare tutte le attrezzatture e l'assistenza per far decollare la propria idea di *business*. Di fatto, sono programmi di natura pubblica o privata mediante i quali è sostenuto lo sviluppo di nuove forme d'impresa attraverso l'offerta di consulenza strategica, concessione di spazi fisici, strutture logistiche e *know-how* in termini di formazione e finanza. Il *focus* è la trasmissione di una visione imprenditoriale a chi voglia sviluppare la propria idea di *business* tramite l'obbiettivo del rafforzamento competitivo della propria impresa.

Al fine di comprendere accuratamente il fenomeno è opportuno ripercorrere le fasi che hanno contribuito all'evoluzione degli incubatori d'impresa in modo da analizzare gli *step* che di volta in volta hanno portato alla definizione del concetto di incubatore moderno.

Come descritto da Johan Bruneel, gli incubatori si sono "*evoluti nel tempo adattando e aggiornando il loro set di servizi e risorse ai bisogni delle aziende incubate"* (J. Bruneel, 2012).

Vengono individuate 3 macro-categorie di incubatori associate a loro volta a 3 diversi periodi:

- Incubatori di prima generazione;
- Incubatori di seconda generazione;
- Incubatori di terza generazione.

Gli Incubatori di prima generazione fornivano servizi di assistenza societaria prettamente logistici e coincidevano essenzialmente con il disporre di infrastrutture fisiche quali spazi da adibire ad uffici, sale riunioni, *reception* e servizi base di contabilità. I vantaggi rintracciabili in quel periodo erano collegabili ai risparmi nei costi di struttura ed ai risparmi non monetari derivanti dall'investimento di tempo ed energie per la ricerca dei servizi sopra descritti.
Lo sviluppo della società a fronte della consapevolezza che gli investimenti in innovazione e tecnologia sarebbero stati le basi per la crescita economica, è stato l'elemento che ha contribuito allo sviluppo di una seconda generazione di attività di incubazione societaria. Di fatto, tra le cause che determinava il fallimento di molti tentativi di portare sul mercato innovazioni tecnologiche vi era però la mancanza di *skills* imprenditoriali (R. Aernoudt, 2004) laddove, la mancanza di una business *expertise* adeguata, rappresentava una fondamentale barriera all'affermazione e al successo delle nuove iniziative imprenditoriali (J. Bruneel, 2012). Si passò quindi da un'assistenza prettamente logistica ad un'integrazione di tipo "*knowledge based*" mediante la quale le attività di assistenza si basavano oltre che nella concessione del mero spazio fisico, anche alla consulenza organizzativa e manageriale necessari all'avvio dell'impresa, tra le quali ad esempio la fondamentale attività di redazione del *business plan*.

L'ultima fattispecie di incubatori descritti sviluppatasi negli anni '90 parallelamente al *boom* del comparto tecnologico, si orienta prevalentemente alle *"new technology based firms"*. Questi tipi di incubatori sono gli esempi del panorama moderno e sono focalizzati sulla creazione di attività imprenditoriali basate sulle nuove tecnologie.

L'affermarsi dello sviluppo tecnologico accompagnato dal *boom* dell'accesso ai *network* ha posto le basi per lo sviluppo dell'incubatore, definito come un "conglomerato virtuale" che si basa specificamente su tre pilastri:

- fornitore di infrastrutture fisiche;
- supporto al business;
- accesso ai network.

Incubatore	Generazione I	Generazione II	Generazione III
Servizi erogati	Logistica (spazi e risorse condivise)	Knowledge (consulenza manageriale)	Consulenza tecnologica, finanziaria
Contributo principale	Economie di scala e risparmi in termini di costo	Accelerazione dello sviluppo del progetto	Risorse esterne

Cfr.: Fonte personale: "Le tre generazioni di incubatori"

Esistono oggi diverse tipologie di incubatori che possiamo distinguere in tre gruppi principali in base alle loro caratteristiche e alla loro destinazione pubblica o privata (R. Del Giudice, A. Gervasoni, 2002):

1. Gli incubatori pubblici;
2. Gli incubatori privati;
3. Forme ibride (costituite da joint venture tra enti pubblici e aziende private).

Nel caso di incubatori di natura pubblica ci riferiamo a strutture non profit gestite e finanziate da operatori pubblici con lo scopo di perseguire obbiettivi prettamente sociali quali ad esempio la creazione di nuovi posti di lavoro, lo sviluppo di aree e settori economicamente depressi e di incentivare lo sviluppo di attività caratterizzate da tecnologie avanzate. L'obbiettivo principale è la riduzione del "*social gap*" attraverso azioni volte a facilitare l'impiego di persone meno qualificate o che presentano maggiori difficoltà nel trovare un impiego. Le attività si riferiscono da un lato ad incentivi pubblici con lo scopo di promuovere e selezionare nuovi imprenditori, dall'altro di erogare servizi standard previsti nel caso di incubazione d'impresa.

Nel caso invece di incubatori privati, questo tipo di incubatore è indirizzato e risponde più a una finalità *profit oriented* (orientamento al profitto). Questa specifica realtà ha l'obbiettivo di fornire agli aspiranti imprenditori tutta l'assistenza necessaria che possa essere di aiuto in fase di avvio d'impresa con il prevalente obbiettivo di seguire la nascita di una nuova impresa per un periodo di norma compreso tra i quattro e gli otto mesi (E. Cataldo, 2014)

Passo successivo allo sviluppo e alla relativa promozione del nuovo prodotto/servizio consiste per l'incubatore di trovare per la nuova azienda uno o più finanziatori, quali ad esempio i *venture capitalist*, ossia soggetti finanziari istituzionali e formali che investono privatamente capitali personali nella fase di avvio della società *start-up*. In questa fase l'assistenza si concentra in una serie di servizi e ambiti che ricoprono vari settori aziendali: organizzazione del lavoro, strategie di penetrazione del mercato, strategie *marketing*, stesura del *business plan* e costituzione della struttura finanziaria.

Di norma i servizi di assistenza e consulenza non includono il finanziamento della società che viene appunto delegato in fase successiva a soggetti più specifici tra i quali i citati *venture capitalist.* Tuttavia, l'incubatore può impiegare anche risorse finanziarie personali nella remunerazione del cosiddetto *"seed capital"*, ovvero quelle fonti di finanziamento minime necessarie alla fase precedenti del *venture capital financing* che trovano riscontro nella fase *pre-seed* del ciclo di vita dell'impresa. In cambio dell'assistenza fornita, i rapporti economici in materia di compensazione per la società incubatrice si sviluppano su 3 modelli:

- *Fee based model*: offerta di servizi a fronte del pagamento di "*fees"* direttamente proporzionali alle ore e alla qualità del lavoro svolto;
- *Equity oriented:* remunerazione del capitale investito tramite acquisizione di una quota di partecipazione;
- *Fee based/equity oriented model*: una parte della remunerazione mediante compensi monetari per ripagare la struttura di incubazione, dall'altra l'acquisizione di una quota del capitale per la realizzazione del profitto.

Per concludere il tema degli incubatori è bene precisare che sono stati istituiti di recente sviluppo e, soprattutto negli Stati Uniti, incubatori di derivazioni accademica, i cosiddetti incubatori universitari, quali nascono appunto a fianco delle università e che hanno come finalità principale la promozione dell'imprenditorialità giovanile (E. Cataldo, 2014). Per citare un breve esempio, l'incubatore tecnologico di riferimento in Italia è appunto la *H-Farm Ventures* di Roncade (TV). Con le loro attività supportano la creazione di nuovi modelli d'impresa mediante la trasformazione e educazione dei giovani e delle aziende in un'ottica digitale. La loro mission è guidare la trasformazione digitale delle aziende e produrre cultura attraverso nuovi modelli educativi e di business (www.h-farm.com).

Passando all'argomento delle *Start up Accelerator*, o percorsi di accelerazione, ci riferiamo invece a quelle organizzazioni che hanno come obiettivo quello di accelerare e rendere sistematico il processo di creazione di nuove imprese fornendo loro, oltre ad eventuali finanziamenti per la fase *"seed",* anche una vasta gamma di servizi di supporto integrati(www.startupbusiness.it). Il *Main focus* di questa "assistenza imprenditoriale" consiste nella ricerca del processo che permetta un'accelerazione della fase di sviluppo e progettazione della *start up* al fine del raggiungimento della sua piena operatività. Concetto su cui si basa lo sviluppo di questa tipologia di assistenza imprenditoriale è il fenomeno della temporalità, ossia tradurre in termini di rapidità la trasformazione industriale di un'idea di prodotto all'ottenimento del prodotto finito stesso. Il problema sorge laddove il concetto di temporalità descritta non venisse rispettata in quanto si prospetta il concreto rischio che l'idea venga copiata e allo stesso tempo prodotta da altri soggetti economici. Detto ciò, e a fronte di questa specifica situazione, risulta necessario l'intervento di soggetti come gli *Accelerators* che implementino una filosofia *time to market* basata sulla massimizzazione nella riduzione dei tempi. Giova sottolineare come l'espressione *"Time To Market"* definisce l'intervallo di tempo necessario intercorrente tra il processo di ideazione, lo sviluppo operativo e la immissione sul mercato di un progetto imprenditoriale.

Lo *Start up Accelerator* si distingue dall'*Incubator* sia per un orizzonte temporale d'investimento tendenzialmente più lungo, sia per un maggior coinvolgimento nella gestione della nuova iniziativa (E. Cataldo, 2012).

Inoltre, l'obbiettivo di quest'ultimi non coincide come per gli incubatori con la mera finalità di creare una nuova realtà imprenditoriale, bensì di agevolare l'ingresso di aziende già esistenti in mercati o paesi emergenti. In definitiva, gli acceleratori non si rivolgono quindi solo a imprese di nuova costituzione come nel caso degli incubatori, bensì anche a società già esistenti, con l'obbiettivo di affiancarle nell'implementazione dei loro piani di crescita strategici.

2.4 IL MERCATO DELL'ANGEL FINANCE E DEL VENTURE CAPITAL

Obbiettivo di questo paragrafo è la descrizione delle più comuni fonti di reperimento di risorse finanziarie da parte dell'imprenditore nella fase *early stage* dell'impresa innovativa. Successivamente alla fase embrionale di sviluppo del prodotto, ossia quella fase caratterizzata da finanziamenti derivanti da risorse, se disponibili, generalmente personali, arriviamo ad una fase del ciclo di vita dell'impresa in cui diversi soggetti privati di natura finanziaria intervengono direttamente con lo scopo di finanziarie le fasi di *Seed* e *Start up* dell'impresa. Entrando nello specifico dell'argomento, ci riferiamo al mercato del *Business Angel* con lo scopo di delineare la figura degli "*Angel investors*" descrivendone le sue caratteristiche principali.

Il *Business Angel* è un investitore informale non istituzionale che, mediante ricerca generalmente autonoma, investe risorse finanziarie proprie acquisendo quote di partecipazione nel capitale di piccole imprese ad elevata potenzialità di crescita, apportando anche competenze manageriali ed esperienze individuali fondamentali per lo sviluppo dell'impresa finanziata (M. Sorrentino, 2003). Ci riferiamo al concetto di informalità dell'investimento in quanto l'intervento in oggetto non trova fondamento in un mercato regolamentato, bensì sulla base della previsione personale di crescita che il finanziatore ha nei confronti dell'impresa finanziata. Inoltre, l'area geografica nella quale il *Business Angel* generalmente opera è circoscritta ad un raggio d'azione limitato rispetto alla loro residenza allo scopo di raggruppare il maggior numero possibile di investitori operanti sul territorio di riferimento mediante i cosiddetti BAN (Business Angel Network). A tal proposito, questa circoscrizione operativa limitata, correlata alla partecipazione diretta nei processi aziendali dell'impresa finanziata, permette all'investitore di ridurre i costi in termini di analisi delle diverse proposte imprenditoriali, nonché la possibilità di monitorare con maggiore efficienza i risultati ottenuti post investimento e di avere una possibilità di maggior supporto all'operatività aziendale.

In relazione al ricevimento di quote di partecipazione va precisato che l'obbiettivo di queste categorie di soggetti consiste nel monetizzare, entro un orizzonte temporale di medio periodo comunque non superiore a 5 anni, una significativa plusvalenza al momento dell'uscita e della relativa vendita delle quote in sede di dismissione dell'investimento.

Come afferma l'IBAN (*Italian Business Angels Network Association*), il *Business Angel* affianca l'imprenditore seguendo un approccio che può assumere diverse forme all'interno di due modelli di riferimento:

- Il *"Financial Business Angel"*, laddove l'investimento nel capitale di rischio avviene senza un diretto coinvolgimento nell'attività gestionale dell'impresa se non in maniera marginale, svolgendo principalmente incarichi di supervisione e controllo;
- *Industrial Business Angel*, laddove, oltre al mero investimento nel capitale di rischio, c'è una partecipazione attiva mediante apporto di know-how strategici, professionali e manageriali.

Come anticipato nei paragrafi precedenti, i mercati dei capitali di rischio istituzionali quali ad esempio i già citati *Venture capital e Private equity,* risultano essere sempre più in flessione nel finanziamento delle *Start-up* a causa di diversi fattori critici caratterizzanti i progetti imprenditoriali, da un lato, e dagli elevati rischi gestionali e finanziari che gli stessi vivono dall'altro. L'*Equity gap* riscontrabile in fasi di avvio dell'impresa, correlato alla difficoltà di ottenere l'attenzione di operatori di *venture capitalist* a causa per esempio della fase ancora troppo embrionale del progetto, sono alcuni dei punti di forza per lo sviluppo dei finanziamenti tramite *Business angels*.

I punti di forza e le sue caratteristiche distintive coinvolgono i seguenti aspetti:

- Asimmetrie informative: riduzione delle asimmetrie informative in termini di valutazione del progetto grazie alla condivisione e la partecipazione attiva nel progetto da parte dell'*Angel Investor*;
- Assunzione del rischio: gli investimenti in capitali propri dell'impresa non hanno obblighi di remunerazione nei confronti di soggetti terzi, incentivando quindi il *Business Angel* ad assumere elevati rischi con la consapevolezza di essere responsabile solo di sé stesso;

- Minore conflitto d'interessi: Riduzione del rischio di comportamenti opportunistici da parte della controparte;
- Dimensione dell'investimento: investimenti caratterizzati generalmente da piccole somme, dove emerge invece la componente di fiducia reciproca tra investitore e imprenditore;
- Rendimenti più bassi rispetto a soggetti formali di finanziamento: motivati da considerazioni non esclusivamente finanziarie, ma anche strategiche o di soddisfazione personale, gli investitori sono spesso disposti ad accettare rendimenti minori.

Pertanto, in questo contesto di difficoltà derivante dalle difficoltà di reperimento di risorse finanziarie da parte dell'aspirante imprenditore, gli investimenti da parte dei *Business Angels* rappresentano quindi una valida alternativa in fase d'avvio. La proposta di un'idea valida, con auspicabili elevati tassi di crescita, diventano a tal fine i requisiti fondamentali per essere finanziati da questi soggetti di investimento "informali".

Si instaura così un rapporto di compartecipazione al rischio tra imprenditore e investitore nel quale quest'ultimo, apportando capitale consapevole dei rischi assunti, collabora al perseguimento di un obbiettivo comune (www.iban.it). Nel contesto, oltre al mero supporto di sviluppo e lancio del business, questa particolare disciplina di finanziamento assiste l'impresa nell'accompagnamento al successivo intervento di operatori finanziari istituzionali nelle fasi successive del ciclo finanziario quali ad esempio, i fondi di *venture Capital* e *private Equity*.

VANTAGGI	SVANTAGGI
Crescita know-how aziendali	Disponibilità di capitale ridotta
Nessuna richiesta di garanzie (informalità)	Perdita di controllo
Investimenti ridotti	Possibili divergenze strategiche
Interesse multisettoriale	Track record e progetto difficilmente valutabile

Cfr: Fonte personale: "Pro e contro Angel finance market"

Dopo aver brevemente descritto il fenomeno delle fonti di finanziamento "informali" passiamo all'argomento delle fonti di finanziamento che comunamente vengono definite istituzionali e formali. Parleremo nello specifico della disciplina del *Private Equity* e del *Venture Capital*.

Con l'espressione "investimento istituzionale nel capitale di rischio" ci si riferisce alla partecipazione nel capitale di rischio da parte di operatori finanziari specializzati che si realizza solitamente attraverso la sottoscrizione o l'acquisto di azioni dell'impresa (R. Del Giudice, A. Gervasoni, 2002).

Tale attività di investimento formale si definisce appunto "*Private equity* e Venture Capital Financing".

I fondi di *Venture Capital* costituiscono un sottoinsieme dei fondi del *Private equity Financing*, e sono costituiti da quell'insieme di soggetti finanziari il cui scopo è fornire capitale di rischio tramite strutture giuridiche istituzionalmente riconoscibili e definite nella fase di sviluppo del ciclo di vita dell'impresa. Detto ciò, oltre al mero apporto di capitale di rischio, i fondi di *VC* forniscono anche in questo caso servizi di consulenza quali *know-how* manageriali specifici, esperienze gestionali e sinergie aziendali che l'imprenditore difficilmente potrebbe sviluppare operando autonomamente.

Oltre all'apporto prettamente finanziario ed ai relativi benefici che dal medesimo fondo vengono tratti, sono altrettanto riscontrabili specifici vantaggi derivanti dall'effetto della *Partnership* imprenditore-finanziatore tra le tante quelle più un aumento del potere contrattuale nel mercato di riferimento, una maggiore funzionalità della struttura socio-patrimoniale e un miglioramento dell'immagine finanziaria dell'impresa verso terzi in termini di accessibilità al credito.

Nello specifico si tratta di investitori direttamente coinvolti nell'impresa, in modo da minimizzare i rischi dell'investimento, aiutando l'impresa in termini di apporto di capitale, di *skills* strategiche e dello sviluppo di nuovi contatti con potenziali clienti e *partner*. Tuttavia, nonostante la partecipazione attiva nel *management* aziendale da parte del fondo di investimento, non è scopo del *Venture capitalist* gestire in prima persona l'azienda, dimostrazione del fatto che le responsabilità gestionali "ordinarie" rimangono in capo ai fondatori dell'azienda stessa.

Questa tipologia di finanziamento trova riscontro nell'idea di investire nell'impresa fino a quando non raggiunga una determinata soglia di credibilità, solidità e dimensione sufficiente che gli consenta di essere successivamente venduta o quotata nel mercato azionario.

Nello specifico, gli investitori ottengono in cambio delle risorse investite, delle quote di partecipazione delle imprese finanziate realizzando un profitto o una perdita nel momento di vendita delle quote stesse in relazione all'aumento o alla diminuzione del valore dell'azienda finanziata.

Tale forma di profitto trova risconto nel concetto di "*Capital gains",* il quale può essere ottenuto tramite tre *Exit strategy*:

- *Buyback strategy* (riacquisto delle azioni proprie da parte della società);
- Cessione delle quote acquisite ottenute dall'investimento (*Trade sale*);
- Quotazione in un mercato regolamentato (Initial Pubblic Offering).

Le strategie di disinvestimento consistono quindi, o con il riacquisto delle quote detenute dal VC da parte dei soci fondatori nel caso di strategia *buyback*, o con la cessione delle proprie quote di partecipazione ad altri finanziatori mediante il cosiddetto *trade sale* o tramite quotazione con una *IPO (Initial Public Offering*).

Oltre gli aspetti più caratteristici di questa tipologia di operatori finanziari, il VC svolge diverse funzioni tra cui citiamo solo quelle ritenute finanziariamente più rilevanti:

- Acquisizione di partecipazioni in società con elevati potenziali di crescita;
- Assistenza attiva nello sviluppo della business idea prodotto/servizio;
- Coinvolgimento diretto nel *Business* apportando una visione strategica;
- Investimenti ad alto rischio/alta remunerazione;
- Competenze manageriali, finanziarie e di marketing;
- Creazione di *Network* (acquisizione, accordi, contatti internazionali);
- Assistenza fiscale;
- Investimenti elevati;
- Investimenti di medio/lungo termine.

I fondi di *Venture capitalist* raccolgono i capitali necessari agli investimenti nel capitale di rischio dell'impresa *Start-up* mediante il reperimento da fonti esterne, quali fondi pensionistici, compagnie di assicurazione ed altri investitori istituzionali. Sotto questo punto di vista circoscritto al reperimento di fonti finanziarie da fondi di natura esterna, la modalità più diffusa trova riscontro nei cosiddetti "Fondi mobiliari chiusi".

I fondi d'investimento mobiliari chiusi possono essere costituiti solo da soggetti con personalità giuridica come ad esempio società di gestione le quali, tramite il reperimento di capitali prevalentemente da fonti esterne, perseguono l'obbiettivo di costituire un fondo finanziario da destinare a società non quotate ad alto potenziale di sviluppo.

La caratteristica particolare di questa tipologia di fondo è che il riscatto del capitale sottoscritto non è libero, bensì determinato ad una scadenza prestabilita, e allo stesso tempo non è consentito l'entrata nel fondo una volta che la campagna di raccolta del capitale sia stata portata a termine. Di fatto, risulta essere la tipologia di raccolta di fonti finanziarie più diffusa in quanto il confronto diretto tra il *management* del fondo e i soggetti conferenti il capitale determina un maggior livello di responsabilità nell'attività di gestione. Le forme remunerative di questa tipologia di fondi si fonda sul meccanismo del *carried interest,* ovvero una forma di retribuzione in cui una quota parte del *capital gain* viene trattenuta dal gestore a titolo di *success fee (*Gervasoni A, Sattin F, 2008).

Inoltre, il rapporto di fiducia che si viene a creare tra fornitori di capitale e gestori, attribuisce ai fondi di VC una ampia autonomia decisionale sulle scelte di investimento, basate sul perseguimento del raggiungimento di un maggior rendimento possibile e sulla conseguente possibilità di contare sugli stessi investitori anche per iniziative future.

Alternativa ai fondi chiusi sono le finanziarie di partecipazione ad emanazione privata o industriale, gli operatori di emanazioni pubblica e bancaria. Questi altri fondi di reperimento di capitali conosciuti come *evergreen* sono caratterizzati da una minor rigidità temporale determinando una maggiore flessibilità in materia di scelte strategiche da attuare. Tra le tante, è prevista la possibilità di rimandare ad esempio il processo di dismissione al momento di acquisizione di maggior valore dell'impresa partecipata.

Riferendoci ancora al complesso degli investitori istituzionali di natura privata, è utile sottolineare un'altra classificazione, fondata sulla distinzione tra operatori *captive* e operatori indipendenti (Gervasoni A, Sattin F, 2008). Gli operatori captive fondono le loro origini da emanazione diretta di istituzioni finanziarie o industriali tramite approvvigionamento di capitali dalla società capogruppo o altre imprese affiliate, non ricorrendo quindi al reperimento di risorse finanziarie mediante mercato dei capitali.

Di contro, gli operatori indipendenti propongono attività di intermediazione di sottoscrizione di quote di partecipazione a una pluralità di investitori con lo scopo di remunerare il fondo di investimento. Troviamo l'esempio anche di posizioni ibride denominate *semi-captive* in cui le risorse finanziarie sono reperite sia da altre società che dal mercato di rischio.

A fronte dell'elevato rischio che l'investitore si assume per via della natura dell'investimento stesso, è per lo *stage financing* ammesso la suddivisione del conferimento di denaro in più fasi in base al raggiungimento o meno di determinati prefissati obbiettivi. Di fatto, questo conferimento multi-step gli consente di sfruttare la possibilità di ridurre l'elevato tasso di rischio d'investimento e di abbandonare il progetto senza incorrere ad ingenti perdite.

Sempre allo scopo di tutelarsi dall'elevato rischio, il *Venture Capitalist* cerca di sviluppare una diversificazione delle forme di finanziamento del complessivo apporto finanziario, che oltre all'utilizzo delle più comuni fonti di finanziamento quali azioni e obbligazioni, ricorre anche a titoli ibridi di capitale e di debito in grado di attribuire in caso di liquidazione della società, la restituzione privilegiata del capitale rispetto agli azionisti ordinari, nonché un'opzione di rivendita dei titoli alla società e la conversione automatica in azioni ordinarie al ricorrere di determinate circostanze predeterminate (www.bizplace.it).

Sotto il punto di vista della crescita di questo fenomeno, e con specifico riguardo al contesto del mercato italiano dei VC, il fenomeno stenta a crescere in quanto la cultura del nostro paese stenta ad accettare un'attività che appare un miscuglio di avventura, rischio ed elevato profitto (A. Gervasoni, F. Sattin, 2008). Inoltre, altro elemento di contrasto con lo sviluppo di questo fenomeno è riscontrabile con la legislazione vigente la quale ad oggi non considera questo strumento come una opportunità di sostenimento finanziario nei confronti dell'impresa *Start-up*. Sarà pertanto di fondamentale importanza che coloro i quali si riferiscono a fondi di VC per lo sviluppo del proprio business, considerino con attenzione il contesto sociale e politico di riferimento volto all'avvio della propria azienda. È necessario disporre di un ambiente d'impresa flessibile e pronto a cogliere o anticipare il cambiamento (A. Gervasoni, F. Sattin, 2008).

Il *Venture Capital* risulta essere ben sviluppato nei Paesi dotati di un mercato borsistico, un buon grado di flessibilità del lavoro, un diffuso sistema pensionistico privato, e una bassa tassazione sul fronte del *Capital gain* (F. Bertoni, 2011).

Il tema della scarsa competitività del mercato italiano è un argomento di continuo dibattito, attribuendo la mancata competitività ad una mancanza di investimenti in ricerca e sviluppo, attribuendone a volte anche una spiegazione troppo semplicistica. La competitività di un sistema economico è data, oltre che dai necessari investimenti in ricerca e sviluppo che ad oggi Italia non risultano essere una priorità, dalla presenza o meno di fondi di *Venture capital* "*high tech"* e "*high growth"* in grado di incentivare e trasformare nella fase di sviluppo la mera idea innovativa in un concreto business di successo. Il sistema economico ed imprenditoriale italiano risulta essere statico anche appunto per la mancanza di questa tipologia di fondi i quali devono diventare, insieme ad investimenti in ricerca e sviluppo, strumento fondamentale per l'innovazione, lo sviluppo di nuove imprese e per la relativa crescita del nostro paese.

2.5 IL PRIVATE EQUITY

Se il *Venture Capital* corrisponde ad una sottocategoria riferita alle fasi di avvio dell'impresa, il *Private Equity* è la categoria madre dei finanziatori istituzionali e formali nel capitale di rischio. Questa categoria di fondi trova riscontro nelle fasi successive dell'*Early Stage financing*, ossia nelle fasi di espansione e consolidamento della business idea. L'origine dei fondi di VC e PE sono entrambi caratterizzati dalla condivisione della caratteristica comune nell' apporto di capitali propri e di *know-how* strategici all'interno dell'azienda *Start-up.*

L'AIFI (associazione italiana del private equity e Venture Capital) ha definito l'attività di *Private Equity* come "attività d'investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obbiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto d'investimento ai fini della dismissione entro un periodo di medio lungo termine". Per quanto riguarda i fondi di investimenti in capitale di rischio questi sono guidati da gestori professionisti definiti *general partners,* ottenendo fondi da investitori istituzionali che formalizzano il loro investimento diventando *limited partners (*Fidanza B, 2009).

La prima peculiare differenza rispetto ai fondi di VC è riscontrabile come anticipato al periodo del ciclo di vita in cui i rispettivi fondi di finanziamento intervengono all'interno dell'impresa. A tal riguardo, l'attività di *Venture Capital* è indirizzata alle fasi di primo sviluppo dell'impresa mediante apporto del cosiddetto *Seed capital* e *Start up capital*, mentre l'investimento di *Private Equity* tramite *Expansion capital* è volto al sostegno e al relativo sviluppo di un'impresa già ben avviata e definita.

Se i fondi di *Venture Capital* sono indirizzati alle esigenze richieste nella fase di avvio, intesa come interventi di supporto alla nascita di un nuovo progetto imprenditoriale, i fondi di *Private Equity* soddisfano le esigenze del finanziamento allo sviluppo e al cambiamento d'impresa. In funzione della diversa tipologia di investimenti i fondi di PE, si distinguono in 3 tipologie di operazioni: *expansion, replacement e buy out (Fidanza B, 2009).*

Le operazioni di *expansion financing* si riferiscono a quelle operazioni legate alla crescita del business, quali possono essere sviluppo di *Partnership*, Joint-venture o politiche di aumento di capitale. Le operazioni di sviluppo di questa fase di crescita dimensionale e strategica richiedono oltre all'apporto di capitale da parte dei fondi di PE, quale risulta generalmente minore rispetto all'apporto da parte dei VC, una adeguata consulenza manageriale con lo scopo di perseguire il miglioramento della posizione competitiva dell'impresa.

Con le operazioni di *replacement* o *buy out* l'obbiettivo è invece la ridefinizione dell'assetto proprietario aziendale. Nel primo caso la teoria si collega al concetto di finanziamento al cambiamento laddove le operazioni generano un cambiamento strategico, proprietario e organizzativo globale dell'impresa. Queste operazioni possono riguardare interventi di ristrutturazione azionaria, quale ad esempio operazioni di sostituzione di soci di minoranza non più interessati a partecipare all'investimento aziendale.

In questo specifico caso, l'intervento del *Private Equity* consiste nell'apporto del cosiddetto *Replacement capital,* che consiste nella sostituzione della quota di partecipazione di minoranza dismessa con il relativo apporto di capitale da parte del fondo, indirizzato all'effettiva sostituzione del socio, da un lato, e al sostenimento del processo di crescita dell'impresa dall'altro.

Altra tipologia di operazioni di cambiamento effettuate dai fondi di PE trova fondamento nella categoria *buy out operations*.

Il *buy out* è un'operazione che concerne al cambiamento dell'assetto proprietario dell'impresa e, a seconda che la provenienza del nuovo gruppo manageriale sia interna o esterna, si articola in diverse tipologie:

- *Management buy in/out*: gruppo di sostituzione manageriale rispettivamente interno o esterno all'azienda;
- *Family/workers buy out*: Gruppo di sostituzione manageriale avviene nell'ambito familiare e dai lavoratori dell'impresa.

Ultima operazione d'intervento riguarda i casi di ristrutturazione aziendale. Nel caso in cui l'impresa sia vittima di uno stato di crisi ad esempio per via della fase di declino del prodotto/servizio offerto, è necessario un ripensamento della struttura dell'impresa in termini di sostituzione del management e del relativo riassetto proprietario. Queste operazioni cosiddette *tournaround financing* affrontano la rivalutazione degli asset dell'impresa valutando cosa sia profittevole mantenere all'interno dell'azienda sotto il profilo gestionale e strategico.

In riferimento all'impresa target oggetto d'investimento si possono distinguere fondi che investono in azioni di grandi aziende (*large buy out)* e fondi che investono prevalentemente in piccole medie imprese (*mid market buy out).* Continuando le differenze che si riscontrano tra fondi di VC e PE, la valutazione preliminare di fattibilità del piano finanziato risulterà inoltre maggiore rispetto ad un fondo di *Private Equity* in considerazione del fatto che i fondi di *Venture Capitalist* sono esposti ad un maggior rischio nel fronteggiare l'investimento attuato.

Gli elevati investimenti, i rischi di mancato successo commerciale dell'offerta riscontrabili a causa di mancanza di mercato, l'ingresso sul mercato di imprese concorrenti e il rischio di un necessario rifinanziamento sono tutte considerazioni che portano alla conclusione che le fasi di avvio finanziate dai VC hanno un rischio di *default* maggiore rispetto alla fase in cui l'impresa risulta essere già operativa e consolidata. Inoltre, sempre in riferimento ai fondi di VC, la quota di partecipazione nel capitale dell'impresa spettante ai sottoscrittori dei fondi di PE è generalmente minore, e la partecipazione all'interno della stessa è più di carattere di controllo che di gestione.

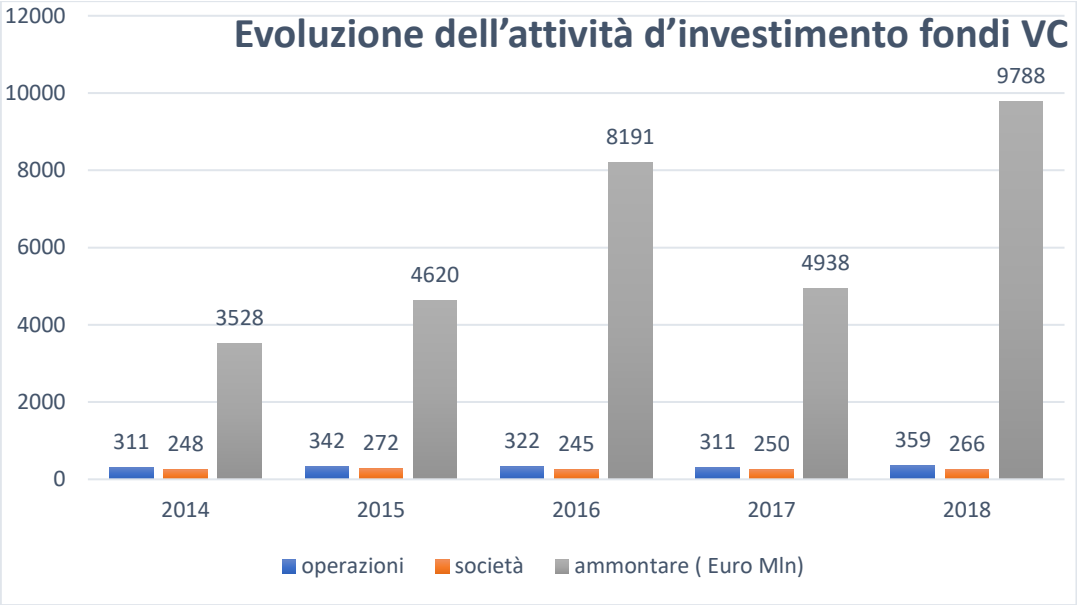
I casi di disinvestimento saranno remunerativi solo nel caso di raggiungimento di un determinato livello di sviluppo dell'impresa, tale che permetta l'ottenimento di un *capital gains* elevato in sede di vendita delle relative quote di partecipazione.

Come nel caso dei fondi di VC, i casi di disinvestimento si ricollegano a 3 forme: quotazione e vendita di azioni, cessione e riacquisto delle partecipazioni da parte del gruppo imprenditoriale originario (buyback) e quotazione in un mercato regolamentato (IPO); ulteriore caso di disinvestimento è collegabile al caso del fallimento dell'operazione di investimento, il cosiddetto *write off.*

A conclusione dell'argomento sul reperimento di fonti finanziarie tramite capitale di rischio, è portata a rassegna una breve rielaborazione personale in base ai dati AIFI (associazione italiana del Private Equity e del Venture Capital) degli ultimi anni inerente allo sviluppo del mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital.

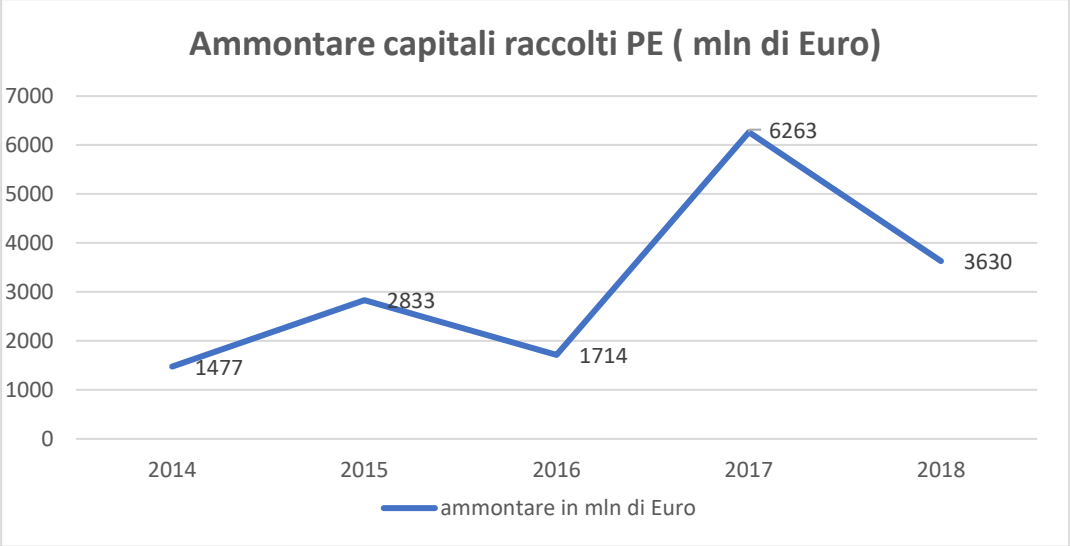
A tal riguardo, dopo avere analizzato in generale il trend storico dello sviluppo del capitale di rischio nel mercato italiano, vengono analizzati i diversi livelli di intervento a seconda delle diverse tipologie di operazione di finanziamento e con specifico riguardo all' analisi della fase *early stage*, particolarmente delicata per la nascita e relativa sostenibilità del progetto imprenditoriale intrapreso.

Nel 2018 l'ammontare investito nel mercato italiano del *Private Equity* e *Venture Capital* ha raggiunto il valore più alto di sempre (www.aifi.it). Il comparto del *Venture Capital* è stato esempio di un notevole incremento, sia sotto il punto di vista delle operazioni effettuate che sotto il punto di vista degli investimenti stessi. In definitiva, sono state registrate sul mercato italiano 359 operazioni distribuite su 266 società per un controvalore pari a 9.788 milioni di euro, il valore più alto mai registrato nel mercato italiano.



Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: totale investimenti Venture Capital"

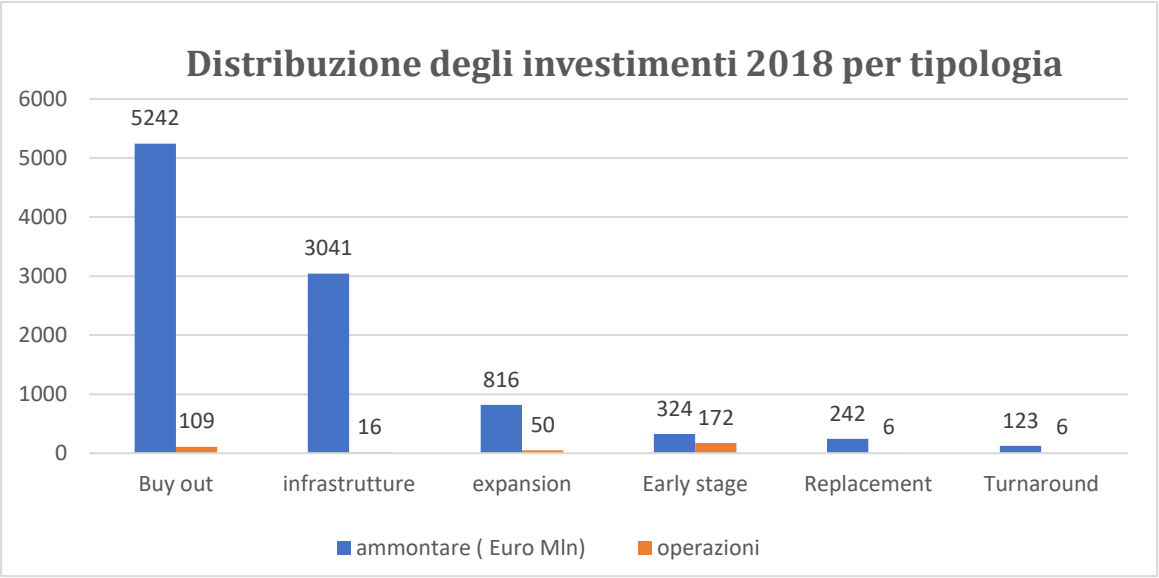
Sotto il punto di vista invece delle risorse complessivamente raccolte dai fondi di private equity, il 2018 è caratterizzato da un totale di risorse raccolte pari a 3630 milioni di euro contro i 6263 milioni dell'anno precedente (www.aifi.it). Causa di questa decisa contrazione è stata data dal fatto che nel corso del 2017 si sono verificati fenomeni da parte di istituti finanziari di *"closing"* di significative dimensioni.



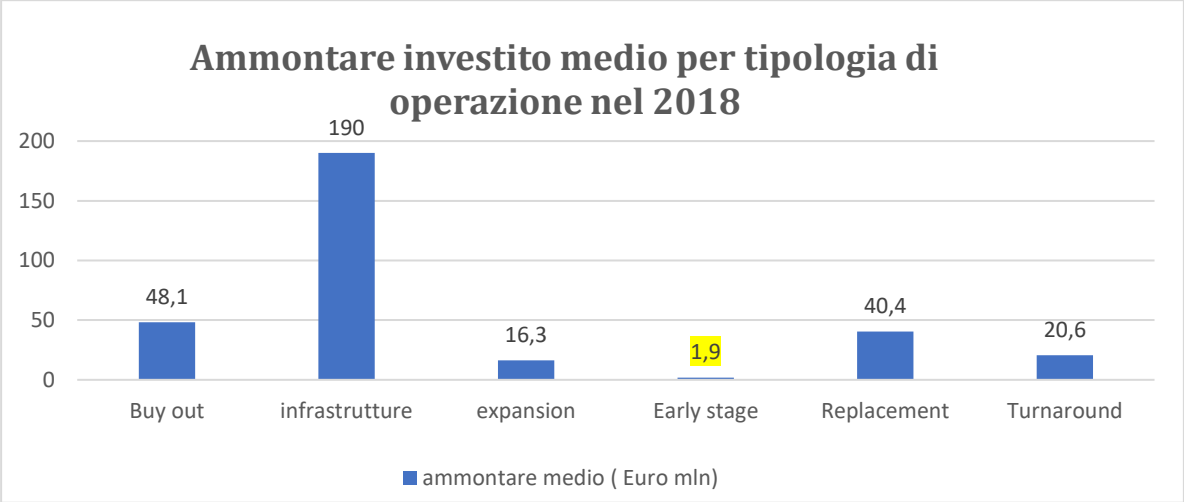
Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: totale raccolta fondi PE"

Con riferimento alla tipologia di operazioni realizzate, nel 2018 il *buy out* si è confermata l'operazione nella quale vengono destinate la maggior parte delle risorse con 5.242 milioni di euro, seguiti dagli investimenti in infrastrutture per 3.041 milioni di Euro e infine dal segmento dell'*expansion* per 816 milioni di Euro. (www.datocms-assets.com).

Solo In termini di numero e non di capitali investiti, l'*early stage* si è posizionato ancora una volta al primo posto con 172 investimenti, seguito dal *buy out* 50 e delle operazioni di *expansion.*



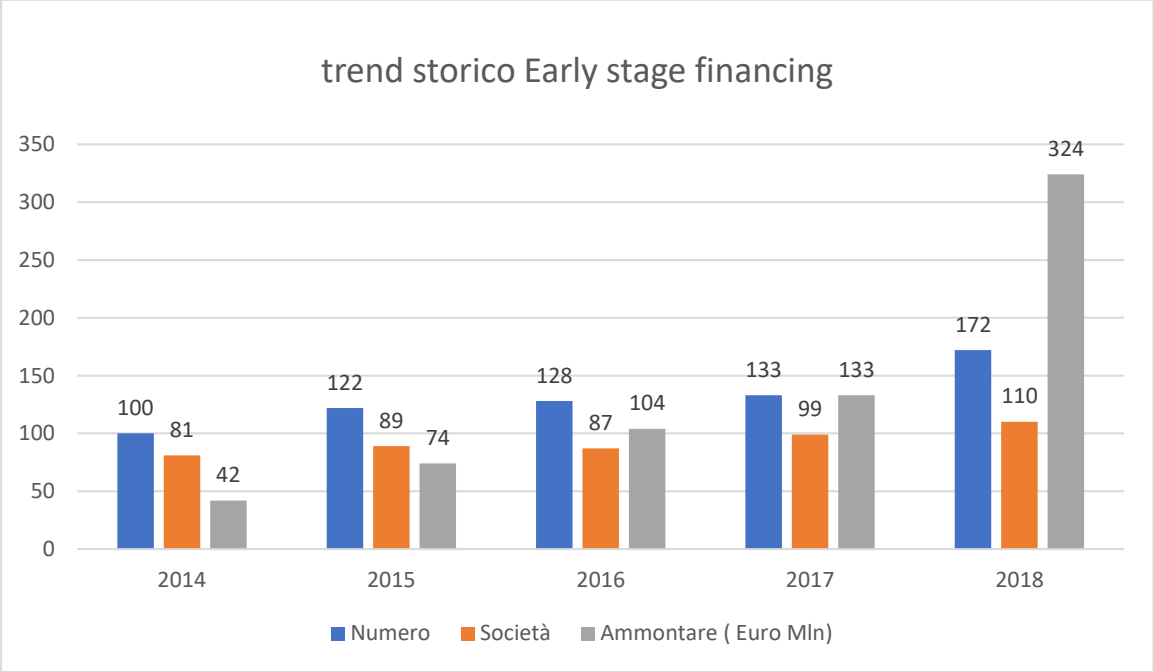
Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: distribuzione tipologia degli investimenti nel 2018"



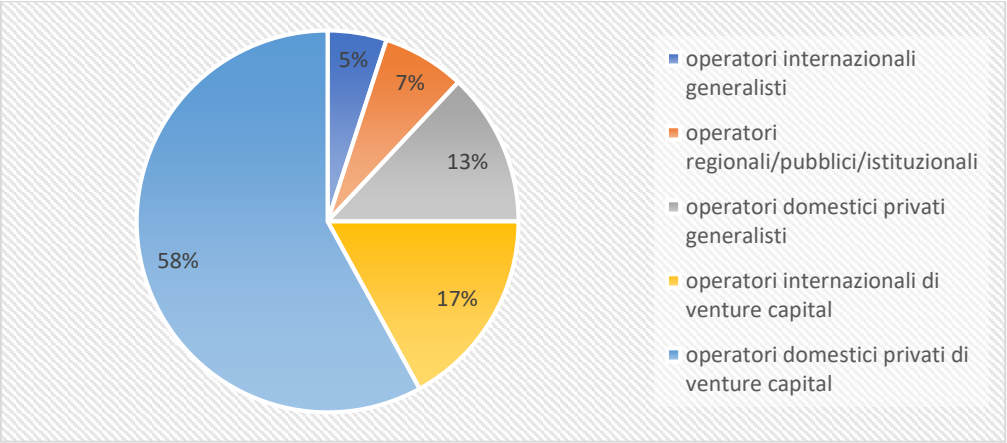
Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: ammontare investito per tipologia di operazione"

Passando in rassegna l'analisi del processo evolutivo della fase *Early stage* con specifico riguardo al *Seed* e *Start-up financing*, il trend è simbolo di una crescita significativa sia in numero di operazioni passando da 133 nel 2017 a 172 nel 2018 con un incremento del 29 %, che in termini di investimenti con un riscontro numerico di 133 milioni nel 2017 a 324 milioni nel 2018. Gli operatori di finanziamento di maggior rilievo sono riscontrabili da operatori domestici privati (58%) seguiti a loro volta dagli operatori internazionali (22%).

Nel 2018, la maggior parte delle operazioni di avvio è stata realizzata da operatori domestici privati focalizzati sull'*Early stage*, che hanno effettuato il 58% degli investimenti in questo comparto, seguiti dagli operatori internazionali (22%).



Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: trend storico early stage financing"



Cfr: "Rielaborazione personale dati Associazione italiana Private equity, Venture capital e Private debt: distribuzione % per tipologia di operatore del numero di investimenti di early stage financing "

A conclusione di questa breve dimostrazione empirica sul recente sviluppo del finanziamento nel capitale di rischio, le considerazioni personali sono riconducibili al fatto che il mercato italiano sta avendo un trend positivo sotto il punto di vista di crescita tramite capitale di rischio. Allo stesso si evince dai dati però, che la maggior parte dei medesimi investimenti sono indirizzati a fasi successive all'effettivo avvio dell'impresa, ovvero in quelle situazioni in cui l'impresa dispone già di un *track record* discreto e di una solidità e sostenibilità finanziaria tale che gli permetta di avere una maggiore accessibilità al credito. Si deduce inoltre che le medesime fonti finanziarie provengono principalmente da soggetti di natura privata, sinonimo del fatto che questa tipologia di finanziamenti sono oggetto ancora di poca credibilità e scetticismo da parte delle istituzioni regionali e/o nazionali di natura pubblica.

2.6 IL CAPITALE DI DEBITO: GLI STRUMENTI BANCARI E IL MERCATO DEL PRIVATE DEBT

Dopo aver analizzato le caratteristiche e le relative implicazioni sul reperimento di *Equity* da parte delle *start-up,* questo paragrafo conclusivo affronta le tipologie di ricorso alle fonti di finanziamento tramite capitale di debito. Il capitale di debito corrisponde alla porzione del capitale di un'impresa costituita da crediti concessi da soggetti terzi (www.borsaitaliana.it).

Il finanziamento tramite debito implica l'obbligo di un soggetto che corrisponde solitamente con il debitore, all'adempimento nei confronti del creditore di un'obbligazione predeterminata. Di fatto, il capitale di debito può essere scomposto in due macro-categorie in relazione alla loro natura: i debiti di regolamento e i debiti di finanziamento. Nel primo caso rientrano i debiti derivanti da prestazioni di natura operativa, quali ad esempio le dilazioni di pagamento nei confronti dei fornitori, mentre nel secondo caso ci riferiamo a debiti di natura prettamente finanziaria, quali ad esempio prestiti bancari, mutui, gli scoperti di conto corrente e i prestiti obbligazionari.

Di fatto, sono riprese le caratteristiche principali che sono individuabili quanto segue:

- Conferisce diritti contrattualmente prefissati sui flussi di cassa;
- Genera pagamenti fiscalmente deducibili;
- Obbligo di rimborso del capitale e al pagamento di un interesse passivo;
- La scadenza è predeterminata e fissa;
- Nei casi più gravi, l'inadempimento comporta il rischio di *default*;
- L'adempimento delle obbligazioni ha precedenza sui flussi di cassa sia in periodi di operatività dell'impresa che nei casi di dissesto.

Le banche rappresentano i soggetti principali che svolgono finanziamenti di fondi tramite capitale di debito. Mediante rigide analisi sul merito di credito rispettivo ad ogni iniziativa imprenditoriale, sviluppano politiche di finanziamento volte alla massima riduzione dei possibili rischi di insolvenza e di *default*.

Con specifico riferimento alle problematiche in termini di reperimento di risorse finanziarie per le *start-up*, che rappresentano appunto il cuore di questo elaborato, l'accesso al credito bancario può risultare molto difficoltoso a causa delle particolari caratteristiche di cui le stesse sono titolari. Come già precedentemente evidenziato, la mancanza di una storia aziendale, come l'elevato impatto innovativo della proposta imprenditoriale, accompagnato dalla conseguente difficile valutazione da parte della banca a causa dell'immaterialità della stessa, sono tutte cause che comportano elevate barriere d'ingresso al ricorso dei finanziamenti tramite capitale di debito. In considerazione di quanto affermato, viene anche in questo caso a rilevarsi un vero e proprio *gap* finanziario che intercorre tra il sistema bancario e l'imprenditore stesso.

Allo scopo di colmare questo *gap* sono stati sviluppati interventi mirati dalle autorità pubbliche, e nello specifico caso italiano ci riferiamo al "decreto crescita 2.0" 179/2012. Grazie a questo intervento si è verificata un'anomalia del *trend* negativo del finanziamento bancario verso imprese *start-up*, in cui è emerso che nei primi mesi del 2017 le banche hanno concesso finanziamenti a *start-up* innovative per 176 milioni, contro i 93, 8 milioni di euro in capitale di rischio. (www.pmitouring.it).

Questo decreto ha permesso in favore delle *start-up* innovative l'accesso gratuito al fondo di garanzia di piccole e medie imprese, ovvero un fondo governativo che facilita l'accesso al credito attraverso la concessione di garanzie su prestiti bancari. La garanzia ricopre il finanziamento fino all'80% del medesimo e consente alla banca di finanziare fasi critiche della vita di una *start-up* a tassi ragionevoli con la preventiva consapevolezza di poter escutere per il fondo le eventuali insolvenze registrate.

Con riferimento alle valutazioni che hanno per oggetto le linee di credito concesse dalle banche, sono state recentemente sviluppate modifiche sui metodi di valutazione e selezione di imprese nel momento in cui le imprese richiedano di essere finanziati tramite strumenti bancari. In particolare, con l'accordo di Basilea è stato introdotto lo strumento del *rating*, che si sviluppa principalmente come un sistema oggettivo di valutazione del rischio di credito delle singole aziende, con la successiva assegnazione di un punteggio in relazione al rischio d'insolvenza dell'impresa stessa.

Le variabili utilizzate al fine della determinazione del *rating* di un'impresa sono riconducibili a (Banca d'Italia, 2001):

- Analisi di bilancio: caratteristiche patrimoniali, economiche e finanziarie, indici di redditività, liquidità e indebitamento;
- Aspetti qualitativi dell'azienda: posizione competitiva all'interno del mercato, punti di forza e di debolezza tramite analisi "*swot*";
- Valutazione dell'esperienza e dell'organizzazione del management;
- Valutazione delle prospettive future.

La mancanza di bilanci per via della loro nuova costituzione, l'inesistenza di rapporti con le banche e la relativa mancanza di un *track record* valutabile, sono tutte cause che non agevolano la valutazione delle *start-up* in termini di determinazione del livello di *rating* comportando spesso l'inacessibilità a queste fonti di finanziamento.

Inoltre, gli aspiranti imprenditori mancano di idonee garanzie volte alla mitigazione del rischio, rendendo quindi il ricorso al debito bancario un percorso molto costoso e molto rischioso. Tutti questi fattori critici spiegano il motivo per cui le imprese *start-up* vadano in contro tendenza alla teoria dell'ordine di scelta, indirizzando le loro scelte di finanziamento in fase di avvio mediante investitori di capitale di rischio piuttosto che a strumenti bancari.

In linea di massima gli strumenti bancari di finanziamento si distinguono i 2 macro-classi: a breve termine (entro 18 mesi) e a medio/lungo termine (tre 18 mesi). I finanziamenti a breve termine servono principalmente a coprire bisogni di liquidità che derivano dalla gestione caratteristica e dalle variazioni temporali che si verificano all'interno delle componenti del capitale circolante netto. Le forme più utilizzate sono riscontrabili in (Mottura P, 2009):

- Apertura di credito in conto corrente;
- Lo sconto di effetti e ricevute bancarie;
- Anticipo su fatture e i contratti Italia/estero;
- I finanziamenti all'importazione: linee di credito sviluppate per il finanziamento di beni e servizi importati;
- Il *factoring*;

I finanziamenti a medio/lungo termine hanno invece una durata superiore ai 18 mesi e sono indirizzati a finanziare voci di natura patrimoniale come investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali.

Le tipologie più utilizzate si individuano in queste fattispecie (Mottura P, 2009):

- Il mutuo;
- Il *leasing.*

Il mutuo è definito dall'art 1813 del Codice civile come "il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità".

Tra le forme di finanziamento a medio termine, una posizione di primo piano è occupata dal *leasing*, strumento di finanziamento che ha avuto un sostanziale sviluppo nel recente mercato finanziario. Viene descritta brevemente questa forma di finanziamento in quanto risulta essere adottata per via della sua flessibilità anche da imprese *start-up* ai fini dello sviluppo del proprio *business*.

Il *leasing* è il contratto con cui una parte (concedente) concede in godimento all'altra (utilizzatore) un bene dietro corrispettivo e per un determinato periodo di tempo, alla scadenza del quale la parte che ha in godimento il bene può restituirlo o divenirne proprietario pagando la differenza tra quanto già versato ed il valore del bene. Di norma questa forma di finanziamento si articola in *leasing operativo* e *leasing finanziario.* Il primo fa riferimento ad un contratto di noleggio, spesso arricchiti da servizi accessori collegati al bene stesso, dal quale sia il locatore che il locatario possono recedere in qualsiasi momento con un determinato preavviso. Di contro, il leasing finanziario ha una durata predeterminata e prevede l'impegno del locatario a pagare i canoni per l'intero periodo previsto dal contratto, e la facoltà del medesimo di esercitare l'opzione di riscatto del bene al termine del periodo di locazione (Dessy A, 2009).

Le caratteristiche tipiche del leasing finanziario sono individuabili in:

- Erogazione e modalità del finanziamento: esborso di capitale inizialmente limitato a soli canoni anticipati e alle eventuali spesi di istruttori;
- Istruttoria: la snellezza delle procedure di istruttoria rappresenta uno dei punti di forza di questa forma di finanziamento consentendo inoltre alla società di leasing di privare in qualsiasi momento il possesso del bene nel momento in cui il soggetto terzo non adempia alle sue obbligazioni;
- Garanzie reali: mai richieste se non in casi eccezionali.

Tutte queste considerazioni ci aiutano a comprendere perché, per le aziende totalmente sprovviste di garanzie reali da offrire quali possono essere le start up, il leasing costituisca spesso l'unica fonte accessibile di finanziamento tramite debito nel medio-lungo periodo.

Al fine di migliorare il rapporto tra il mondo bancario e le imprese *start-up*, quest'ultime caratterizzate come si è già avuto modo di dire dalla difficoltà di dimostrazione di affidabilità e redditività potenziale del proprio business privo di un *background* e di un *track record* adeguato, si sono sviluppati in Italia consorzi di garanzia collettiva dei fidi, altresì conosciuti come Confidi. Questa particolare tipologia di consorzi trova riscontro in un insieme di soggetti che associandosi in forma mutualistica si garantiscono reciprocamente di fronte alle banche mediante limitazione del rischio di credito e innalzamento del potere contrattuale al fine dell'ottenimento di migliori condizioni contrattuali. Svolgono altresì un ruolo di collegamento fra la domanda e l'offerta nel mercato finanziario, assicurando l'aumento della capacità di credito, di trasparenza informativa e della certezza delle condizioni, da un alto, e una funzione di consulenza finanziaria e di orientamento dall'altra.

In sintesi, l'intervento dei confidi può essere ricondotto a due funzioni:

- Concessioni di garanzie di tipo personali quale ad esempio garanzie fideiussorie;
- Garanzie monetarie tramite reperimento di somme di denaro volte alla copertura di una quota delle perdite sopportate dalla banca finanziatrice su un insieme di crediti.

Ulteriore forma di finanziamento innovativa adottata soprattutto anche da imprese *start up* trova riscontro nella nuova legislazione in materia di obbligazioni, la quale offre nuove opportunità ai fondi comuni d'investimento confluite nel nuovo mercato dei fondi di "*private debt*" (www.aifi.it). I fondi di *private debt* nascono con l'intento di offrire alle imprese che necessitano di capitali di ottenere strumenti di debito flessibili e adattabili alle diverse esigenze che l'impresa necessita nelle sue diverse fasi del ciclo di vita.

Il ricorso ad un fondo di *private debt* consente alle imprese di (www.aifi.it):

- Diversificare le proprie fonti di finanziamento permettendo una struttura più ottimale tra capitale di rischio e capitale di debito;
- Condividere progetti di medio/lungo con un partner finanziario solido e stabile;
- Condividere competenze industriali e di business derivanti dai manager dei fondi, consentendo di sviluppare operazioni e adattando alle esigenze e i flussi di cassa dell'impresa;
- Accrescere il potere contrattuale nei confronti di soggetti terzi con specifico riguardo al sistema bancario.

Questa nuova tipologia in materia di reperimento di fonti tramite capitale di debito rappresentano caratteristiche similari al già descritto mondo del *Private Equity*.

Per questo motivo, la nomenclatura di *private debt* è stata utilizzata, da un lato, per richiamare il noto fenomeno del *Private Equity* e, dall'altro, mettere in risalto la principale caratteristica di questi nuovi attori finanziari, ossia l'investimento in titoli di debito o ibridi e non di capitale di rischio puro. A differenza dei fondi di *Private Equity* i soggetti di *Private Debt* non acquistano quote di partecipazione dell'impresa finanziata ma richiedono garanzie di tutela del capitale investito. Di fatto, i fondi di Private Debt non adottano una politica standard nella richiesta di garanzie sul finanziamento, bensì viene personalizzata a seconda del *business* e delle caratteristiche della società.

Possono essere richieste garanzie reali alla società o personali agli imprenditori, quali il privilegio speciale su beni mobili strumentali, il pegno su azioni o beni immateriali e il pegno su beni immateriali. Vengono inoltre concordati preventivamente in sede contrattuale delle clausole denominate *covenants* con le quali la società si impegna, da un alto, a rispettare gli indicatori patrimoniali e finanziari prestabiliti come ad esempio il rapporto d'indebitamento, e dall'altro, di non porre in atto comportamenti che possano compromettere il merito creditizio come indicato l'esempio del divieto di effettuare operazioni straordinarie o il divieto di distribuire dividendi o utili.

Per concludere questo capitolo e considerando i diversi fattori critici descritti in materia di reperimento di fonti finanziarie, la struttura finanziaria consigliabile per una start up è l'utilizzo di un grado di *leverage* (rapporto tra mezzi di terzi e mezzi propri) contenuto nelle fasi di avvio dell'impresa, con l'obbiettivo di aumentare il rapporto di indebitamento nel momento in cui la stessa abbia una solidità economica tale che gli permetta di sviluppare il proprio *business*. Questo in considerazione del fatto in primo luogo della mancanza di *track record* e della conseguente impossibilità di accedere a strumenti bancari, di cui è stato descritto in precedenza. Inoltre, risulta di fondamentale importanza disporre di un certo grado di elasticità finanziaria nelle fasi iniziali, tale che assicuri all'impresa un'autonomia decisionale in materia di politiche d'investimento da adottare.

Infine, i primi anni di vita dell'impresa sono caratterizzati da risultati economici tendenzialmente negativi comportando, a causa della mancanza di utili, un contenimento degli oneri finanziari in termini di deducibilità degli effetti fiscali. Il tutto senza considerare il fatto che, in presenza di bassa redditività operativa, l'effetto leva legato all'indebitamento causa generalmente una amplificazione delle perdite (Canovi L, 2007).

È perciò opportuno disporre di una struttura finanziaria diversificata in linea con le necessità di cassa che l'azienda richiede, con capitale di debito sia a breve che a medio/lungo, e valutare le opportunità nel mercato di capitali per individuare il mix più adatto alle esigenze finanziarie richieste.

CAPITOLO 3: IL CROWDFUNDING, UN NUOVO MODELLO DI FINANZA ALTERNATIVA

3.1 INTRODUZIONE, NASCITA ED EVOLUZIONE DEL FENOMENO

Precedentemente analizzate le difficoltà nel reperimento di risorse finanziarie da parte di società *start up* riscontrabili nel fenomeno del cosiddetto *equity gap*, viene affrontato il *"core business"* di questo elaborato, ossia una recente forma di finanziamento alternativa indirizzata principalmente a soggetti caratterizzati da una oggettiva difficoltà nel reperimento di capitali in fase di avvio, ovvero il cosiddetto *Crowdfunding*.

Dopo aver portato a rassegna le principali caratteristiche del crowdfunding in linea generale, si passerà a descrivere dettagliatamente anche mediante successiva dimostrazione empirica, lo sviluppo dell'*Equity*, *Lending*, *Royalty* e *Debt based Crowdfunding*, analizzandone le diverse variabili e criticità al fine di comprendere se quest'ultime possano essere o meno delle valide alternative di finanziamento in fase di avvio di un progetto imprenditoriale.

Come noto, la ricerca di capitali in fase di avvio dell'impresa costituisce per l'aspirante imprenditore uno dei momenti più critici per lo sviluppo e lo svolgimento dell'attività economica, e a causa del *credit crunch* verificatosi in seguito alla globale crisi economica e finanziaria, il reperimento di risorse finanziarie tramite istituti creditizi risulta molto difficile se non impossibile. L'applicazione dei modelli di *rating* precedentemente descritti comporta inoltre sempre di più un rifiuto da parte delle banche di concedere crediti a piccole medie imprese e *start-up*, a causa della loro mancata solida strutturazione aziendale, dell'innovatività e immaterialità del progetto stesso e infine dell'incapacità di fornire un *track record* che possa dare una garanzia oggettiva sull'attendibilità dei risultati futuri. Lo sviluppo verificatosi in questi ultimi anni tramite il *web* 2.0 sulle continue interazioni sui *social media* e dall'agevole, flessibile e frequente interscambio di informazioni hanno generato un nuovo senso di fiducia tra gli utenti che al contempo ha sviluppato una trasparenza mai verificatasi finora. A riguardo, In questo quadro di stagnazione creditizia nei confronti di imprese *start up* e/o PMI, è dovere quindi delle associazioni imprenditoriali esistenti portare l'attenzione su nuovi strumenti che possano agevolare l'accesso alle fonti di finanziamento previste per le imprese. Tra queste, il *crowdfunding* risulta ad oggi almeno per i paesi esteri, una delle forme di finanziamento più in voga volte al finanziamento delle *start up* innovative.

Quest'ultime guardano con gran attenzione questa nuova disciplina la quale si riscontra in una nuova modalità di finanziamento collettivo di attività imprenditoriali innovative che ha fatto ingresso solo recentemente all'interno del nostro ordinamento giuridico.

A differenza di stati esteri e con specifico riguardo ai dati riscontrabili nel mercato degli stati uniti dove ha la sua massima diffusione, nel nostro paese questo fenomeno stenta a crescere complessivamente a causa di ragioni culturali indirizzati ad una scarsa propensione di investimenti in capitale di rischio e di una generale diffidenza in quanto strumento innovativo di recente affermazione.

Per tali ragioni, l'Italia è stato quindi il primo paese al mondo a adottare un regolamento specifico in materia, che ha l'intento di assicurare la trasparenza delle informazioni per gli investitori tramite un regolamento non solo *top down,* bensì sviluppato in modo collaborativo mediante dinamiche *bottom up* promuovendo un processo in cui chiunque fosse interessato potesse contribuire alla nascita del regolamento previsto.

Di fatto, il *crowdfunding* rappresenta un innovativo modello di finanziamento collettivo che permette al *founder*, ideatore del progetto imprenditoriale sprovvisto di mezzi finanziari, di ottenere i fondi necessari alla realizzazione del prodotto finale facendo ricorso alla "folla dei sostenitori" (A. Fiorelli, 2017). Sotto il punto di vista caratteristico, questo recente modello di finanziamento informale consiste in una raccolta di capitale da un gran numero di persone attraverso piattaforme online.

Possiamo definire il *crowdfunding* come un particolare tipo di finanziamento collettivo che, sfruttando il web, consente a coloro che hanno idee o delle necessità, ma – rispettivamente – non tutti i fondi per realizzarle o soddisfarle, di provare ad accedere a risorse economiche di terzi, partendo da quelle di parenti e amici (*FFF's*) nella speranza di attrarre anche quelle delle folla che popola il mondo online (G. quaranta, 2016).

Esso è usato per lo più da imprese *start up* o da imprese nella loro fase di espansione al fine di accedere a finanziamenti alternativi rispetto i canali più classici di finanziamento precedentemente descritti. Il punto di incontro tra domanda e offerta avviene online tramite piattaforme *crowdfunding*, ovvero siti web che consentono l'intermediazione tra i *fundraiser* e un ampio pubblico (*crowd*) i quali quest'ultimi appoggiano, tramite l'investimento di fonti finanziarie, la nascita e lo sviluppo del progetto imprenditoriale oggetto d'investimento. A tal proposito, Esistono piattaforme che promuovono la raccolta di fonti finanziarie con una filosofia non *profit oriented*, nel caso in cui finanziamenti siano prettamente di natura sociale indirizzati ad opere d'ingegno, o *profit oriented*, nel caso in cui gli stessi siano indirizzati al lancio e allo sviluppo di future attività imprenditoriali.

Come sarà più dettagliatamente ripreso nei successivi paragrafi, i modelli di raccolta di *fondi che si sono affermati attraverso i portali di crowdfunding si differenziano tra di loro,* benché accomunati dall'unico comune obbiettivo di queste forme di finanziamento, ossia il successo della raccolta è decretato dal numero di individui che ritengono opportuno sostenere, spesso prescindendo da un ritorno economico.

In merito, vengono brevemente anticipate le principali tipologie di crowdfunding (Commissione Europa, 2017):

- Prestiti *peer-to-peer*: il crowd, la massa, presta denaro a un'impresa a fronte del ritorno del capitale investito più i previsti interessi. Fonte di finanziamento molto similare a quella del finanziamento bancario con l'unica differenza che la somma totale investita non arriva da un unico investitore ma da un gran numero di investitori;
- *Equity based Crowdfunding*: Investimento ottenuto a fronte dell'ottenimento di quote di partecipazioni dell'aziende finanziata.
- *Rewards based Crowdfuning*: istituzioni di natura privata donano una somma ad un progetto o attività imprenditoriale a fronte di ottenere una ricompensa non monetaria/finanziaria, bensì alla facoltà di ottenere una ricompensa di valore proporzionale a quanto effettivamente investito come beni e servizi futuri successivi alla fase di avvio dell'impresa;
- *Charity Crowdfunding:* istituzioni di natura privata donano piccole somme con lo scopo di finanziare un determinato progetto caritativo senza riceve alcuna compensazione finanziaria o materiale;
- *Royalty Crowdfunding:* l'investitore riceve a fronte del finanziamento effettuato una parte dei profitti del progetto finanziato stesso;
- *Crowdfunding con titoli di debito:* i privati investono in titoli di debito dell'impresa finanziata;
- *Modelli ibridi:* offrono alle imprese l'opportunità di predisporre di un mix dei diversi tipi di *crowdfunding* elencati.

Le caratteristiche descritte danno quindi evidenza alla prima caratteristica differenziale di questo sistema di finanziamento alternativo rispetto ai metodi di finanziamento più classici, caratterizzato da un elevato livello di flessibilità in cui chiunque possa avere la disponibilità di finanziare con l'ausilio del web e delle piattaforme descritte, il lancio e il relativo sviluppo del proprio progetto imprenditoriale.

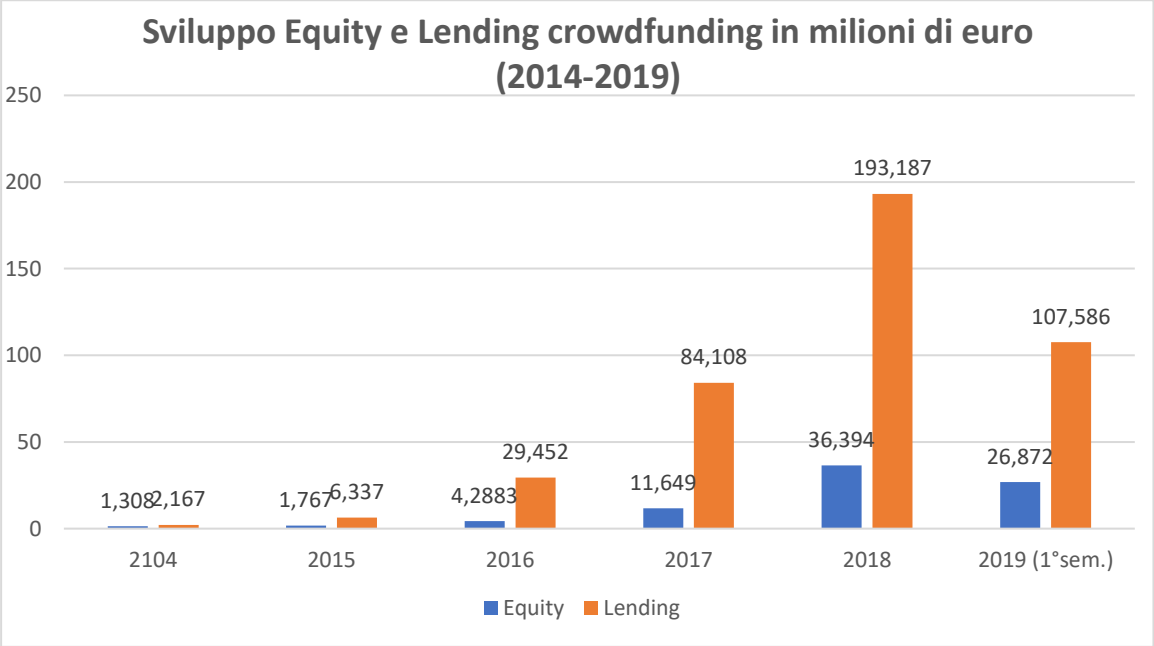
Dal punto della sua evoluzione storica abbiamo individuato questa forma di finanziamento come un sistema nuovo e innovativo. Tuttavia, il primo evento che viene ricordato come una raccolta di fondi realizzata attraverso il finanziamento collettivo si rispecchia nel cosiddetto *civic crowdfunding* nel lontano 1884, nel momento in cui i francesi mandarono ad inviare negli stati uniti la Statua della Libertà. La statua arrivò a New York nel 1885, ma il comitato americano aveva stanziato solamente una parte dei fondi volti alla costruzione del piedistallo ai fini del sostenimento della statua e questo impediva l'inizio dei relativi lavori e quindi l'impossibilità dell'innalzamento della statua. Di fatto, le prime raccolte pubbliche cominciarono nel 1882 ma i fondi scarseggiavano fino a quando Joseph Pulitzer, dichiarò di raccogliere i fondi necessari affermando che avrebbe stampato sul giornale il nome di chiunque avesse donato fondi.

Dopo solo 5 mesi, l'ammontare aveva raggiunto la soglia di capitale richiesto versati da soggetti che per l'80% avevano versato meno di un dollaro. Di fatto, nell'evento in questione si possono identificare tutte le caratteristiche descritte in precedenza in merito al sistema del crowdfunding ad oggi in vigore.

Le prime raccolte di fondi online risalgono alla seconda metà degli anni 90' e nascono per ragioni di beneficienza, ma è solo negli anni 90 che il crowdfunding si è diffuso notevolmente a livello globale mediante lo sviluppo di vere e proprie piattaforme online per erogare micro-prestiti quali, tra le più note a livello mondiale *kickstarter* e *Indiegogo. Kickstarter* si identifica appunto come un sito web utilizzato per finanziare e supportare progetti creativi: dall'industria videoludica a quella cinematografica passando per spettacoli teatrali e imprese agroalimentari (www.crowdfunding.com).

Pertanto, possiamo definire il crowdfunding come il risultato dello sviluppo di una mentalità aperta indirizzata alla collaborazione, alla condizione e alla partecipazione nel progetto imprenditoriale oggetto di investimento. Il tutto in un contesto che viene attivato dallo sviluppo del web e dalle tecnologie 2.0, permettendo di sviluppare una nuova "filosofia" di accesso al credito: "tutti hanno una voce, tutti hanno un'opportunità".

Il grafico sottostante personalmente rielaborato analizza lo sviluppo del trend negli ultimi 5 anni del fenomeno dell'equity crowdfunding in Italia con specifico riguardo alla tipologia *Equity* e *Lending* in quanto individuate come le forme più inerenti al finanziamento di imprese nelle fasi di *start up.* La tendenza di sviluppo raffigurata è positiva in quanto il fenomeno si sta sviluppando ma ad oggi, a causa di condizioni che saranno individuate nei successivi paragrafi, questo fenomeno rappresenta un gap con i paesi esteri.



Cfr: sviluppo raccolta fondi tramite piattaforme Equity e lending crowdfunding (osservatorio crowdinvesting Italia). Grafico a cura dell'autore

3.2 QUADRI NORMATIVI E REGOLAMENTARI APPLICABILI AL CROWDFUNDING IN ITALIA, UE E USA

Prima di procedere alla descrizione dei diversi modelli applicativi al *Crowdfunding,* vengono in prima battuta analizzate le regolamentazioni applicabili nell'ordinamento italiano per successivamente passare ai contesti europei ed esteri con specifico riguardo al mercato USA. Come anticipato, l'Italia si aggiudica il primo posto nel contesto europeo ad aver adottato, tramite la definizione di un processo bottom up definito *"open and collaborative legislation"*, una normativa ad hoc in materia di *crowdfunding* mediante la quale i diversi *stakeholder* hanno avuto il modo di intervenire direttamente nella stipulazione della regolamentazione in oggetto di descrizione.

Sottolineo a tal proposito che il focus di questo paragrafo ha come oggetto l'analisi normativa dell'*Equity crowdfunding,* a discapito di altre forme, in quanto per quest'ultima è stata sviluppata una normativa *ad hoc* a causa delle caratteristiche e forma che questo modello promuove, ossia della possibilità di finanziamenti comportanti l'acquisto di quote societarie. Di fatto, il legislatore ha creato una normativa indirizzata unicamente all'*Equity based crowdfunding,* mentre per altri modelli tra i quali *Donation, Invoice, Pre-purchase, Real estate, Reward e Royalty,* è utilizzata la regolamentazione già prevista per modalità di finanziamento simili. Un esempio a tal riguardo, che sarà ripreso successivamente, è il modello *Royalty based* il quale viene a sua volta disciplinato in base alla normativa prevista in materia di partecipazioni.

Il punto di partenza è il D.Lgs 18 ottobre 2012, n.179, conosciuto come decreto Crescita 2.0, con il quale è stata introdotta in Italia la prima vera e propria regolamentazione in materia di *Equity based crowdfunding.* Dalla lettura della sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale, l'art. 1 sancisce che: *"lo Stato promuove lo sviluppo dell'economia e della cultura digitale, definisce le politiche di incentivo alla domanda di servizi digitali e favorisce l'alfabetizzazione informatica, nonché la ricerca e l'innovazione tecnologiche, quali fattori essenziali di progresso e opportunità di arricchimento economico, culturale e civile".*

Il provvedimento descritto viene generalmente identificato come quello che ha introdotto in linea generale la possibilità di adottare il *Crowdfunding* demandando successivamente la stesura di una disciplina specifica da parte della Consob (art. 30, comma 2, Legge 221).

L'art. 25, comma 2 della disciplina Consob in materia, descrive l'impresa *Start up* innovativa come quella società di capitali, costituita anche in forma di cooperativa, di diritto italiano e residente in Italia, le cui azioni, o quote rappresentative del capitale, non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione e di cui dispone di specifiche caratteristiche quantitative e qualitative in cui non ci si sofferma in quanto non oggetti di questo elaborato.

A tal proposito, il quadro normativo ha inizialmente lo scopo di dare una concreta risposta alle difficoltà di reperimento di capitali da parte di imprese *Start up,* caratterizzate dalla scarsità di canali adeguati alla raccolta fondi dovuti all'*equity gap* precedentemente descritto da un lato, e dal conseguente elevato tasso di fallimenti di mercato registrati dall'altro. In sostanza, le finalità generali di questo iniziale impianto legislativo sono la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, con specifico riguardo a quella giovanile.

Alle origini, questa normativa non rendeva possibile l'accesso a tale canale di finanziamento a tutte le società, bensì inizialmente alla sola fattispecie delle *Start up* Innovative. A loro volta, a fini dell'accessibilità o meno a questo canale di finanziamento, le *start up* innovative erano soggette a stringenti obblighi, limiti e adempimenti, i quali consentivano o negavano loro la possibilità di accedere a finanziamenti tramite i portali *web on-line*. A tal proposito, bisogna considerare che questa iniziale limitazione di accesso viene considerata incongruente con la natura flessibile che questo strumento finanziario dovrebbe avere, e forse si riscontra in questo una delle cause per cui lo sviluppo di tale fenomeno abbia avuto un effetto ritardato sull'economia del nostro paese. Premesso questo, appare poco comprensibile la *ratio* di restringere l'applicazione dello strumento a società di per sé molto rischiose finanziate da investitori non istituzionali, rendendo la disciplina frammentata e configurando un'evidente disparità di trattamento tra soggetti aventi una diversa veste giuridica (Minto M, 2013). Da qui sorge uno dei primi limiti che ha portato ad uno sviluppo tardivo di questo modello nel nostro paese con bassi livelli di applicabilità e flessibilità normativa.

Detto ciò, il range di imprese che possono utilizzare il canale del *Crowdfunding* è stato ampliato mediante il D.lgs. 3/2015 (Decreto Crescita 3.0 Investment impact) mediante il quale si è operata l'estensione alla possibilità di fruizione anche da parte delle cosiddette società definite PMI innovative.

La definizione di PMI innovativa è fornita dall'art. 4 del medesimo decreto-legge, che identifica le imprese che impiegano meno di 250 persone con fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro, o il cui totale di bilancio non supera i 43 milioni, che tra i requisiti più importanti richiesti rispettano i seguenti:

- Impiego di dipendenti o collaboratori in percentuale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, o di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca, oppure che sia in possesso di una laurea e che abbia svolto, da almeno 3 anni, attività di ricerca certificata presso istituti pubblici o privati;
- Certificazione dell'ultimo bilancio effettuato da un revisore contabile o da società iscritte nel registro dei revisori contabili;
- Assenza di azioni quotate in un mercato regolamentato.

Oltre all'ampliamento del perimento applicativo descritto, questa modifica normativa ha consentito di collocare *on-line* non solo quote di partecipazione appartenenti ad una società innovativa, bensì ha dato la possibilità anche ad organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che investono prettamente in Start up Innovative quali ad esempio società di *Venture Capital*, di collocare *on-line* i propri capitali tramite Equity crowdfunding (www.crowdfundimpresa.com).

Sotto il punto di vista invece più pratico, un tema che merita ulteriore attenzione riguarda la norma che disciplina e che in che cosa consiste un portale per la raccolta di capitale e quale deve essere l'operato dei gestori di portali *on-line*. Sempre il D.Lgs 3/2015 definisce un portale on-line: "*una piattaforma web che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start up e delle PMI innovative e degli OICR o altre società che investono prevalentemente in start up innovative e/o PMI innovative".*

Le piattaforme a secondo delle proprie caratteristiche si differenziano a loro volta per:

- Tipologia e operatività, vale a dire generalisti o settoriali;
- Modalità di raccolta del capitale in base ai diversi tipi di *fundraising*;
- Timing, vale a dire le diverse scadenze entro le quali completare la raccolta fondi;
- Commissione, vale a dire la percentuale di profitto fissa, variabile o gratuita spettante ai portali;
- Supporto alle transazioni, vale a dire le modalità di pagamento (bonifici, servizi *gateway,* bonifico bancario).

Per quanto riguarda il gestore, lo stesso è indicato come "*il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le Start up innovative, PMI e i soggetti giuridici a cui possono accederci precedentemente citati*".

Alcuni importanti elementi relativi alle campagne di *Equity crowdfunding* sono definiti nella disciplina del TUF (Testo Unico Finanziario) adottato ai sensi degli art. 50-quinquies e 100-ter, a fronte del quale:

- Operazioni di questo tipo richiedono la tassativa iscrizione da parte dei portali nel registro tenuto dalla Consob;
- Non possono superare l'importo di 8 Mln di euro;
- Per via della loro affidabilità, professionalità e caratteristiche, devono essere sottoscritte per almeno il 5% del loro ammontare da parte di un investitore professionale, da una fondazione bancaria o da un "incubatore";
- Devono riconoscere il diritto di revoca e di recesso agli investitori in casi di cambiamenti significativi dell'offerta;
- Risulta necessario definire accuratamente i termini dell'operazione indicando chiaramente la quota di capitale offerta al pubblico;
- Risulta necessario individuare i diversi costi di gestione (spese di commissione, costi legali ed amministrative per la realizzazione della campagna);
- Risulta necessario redigere un chiaro *Business plan* che ne espliciti rischi e benefici.

Altro elemento di rilievo è che questa forma di raccolta fondi dispone di una particolare disciplina fiscale che predispone una detrazione fiscale del 30% per gli investimenti in Start up e PMI innovative prevedendo anche un'esenzione fiscale sui *capital gain* (www.crowdfundimpresa.com) per:

- Privati che sottoscrivono un Piano Individuale di Risparmio (PIR) per un massimo di 150mila euro in 5 anni in società italiane non quotate;
- Investitori istituzionali (Fondi pensione) che dedicano fino al 5% dei loro asset in società non quotate;
- Fondi di investimento, se il 70% degli investimenti a lungo termine viene allocato in società "made in Italy" non quotate mentre l'ulteriore 30% resta libero per qualsiasi alternativa di *asset allocation.*

Dal punto di vista normativo il passo successivo è riscontrabile nel D.Lgs n. 50 2017 laddove è stato esteso il range di accesso all'*Equity crowdfunding* a tutte le PMI indipendentemente dalla loro veste giuridica e che le stesse siano o meno innovative.

L'entrata in vigore di questo nuovo impianto regolatorio, coincidente con il mese di Gennaio 2018, risponde all'obbiettivo di aumentarne ancora la flessibilità e l'applicabilità mediante l'aumento del range di società autorizzate a finanziarsi mediante lo strumento dell'*Equity crowdfunding*. Inoltre, ai fini dell'obbiettivo di aumentare la tutela degli investitori è previsto l'obbligo per i gestori dei portali abilitati dalla CONSOB alla raccolta di capitali *on-line* di predisporre sistemi di indennizzo prestabiliti o di dotarsi di apposite coperture assicurative.

Tra le diverse novità vi è quindi l'introduzione di maggiore snellezza in termini di procedura, laddove, se fino alla precedente rivisitazione del decreto-legge, l'appropriatezza dell'investimento sulla sostenibilità dello stesso erano affidate alle banche, ora queste sono gestite direttamente dagli stessi gestori dei portali *on-line*.

Ad oggi pertanto, le piattaforme richiedenti legittimità alla Consob ora non dispongono più la necessità di far transitare gli investitori presso un intermediario finanziario per la compilazione del questionario Mifid previsto ai fini dell'appropriatezza dell'investimento (solo per investimenti sopra 500 euro per persona fisica e 5.000 euro per persona giuridica).

Da questa breve descrizione sullo sviluppo del quadro normativo italiano si può infine notare come l'obbiettivo del Legislatore sia di aumentare la flessibilità e l'applicabilità di questo strumento, con lo scopo di incidere sulla competitività e lo sviluppo economico del nostro paese, da un lato, e di cercare di tutelare l'investitore e il funzionamento concorrenziale del mercato dall'altro. È sotto l'occhio di tutti come questa maggiore snellezza procedurale e flessibilità applicativa abbia portato enormi vantaggi in materia di sviluppo economico del fenomeno anche nel nostro paese. A tal proposito i volumi complessivamente raccolti hanno superato ogni aspettativa con una raccolta nel solo 2018 di risorse finanziarie pari ad oltre 111 milioni di euro; un mercato che vede raddoppiato i suoi volumi in un solo anno soprattutto grazie allo sviluppo normativo descritto che ha di conseguenza saputo trainare l'intero settore.

Nella UE invece più che veri e propri dettagliati quadri normativi, nella fase iniziale di proliferazione del fenomeno, sono stati sviluppati solo alcuni documenti informativi allo scopo di spiegare le diverse tipologie di Crowdfunding ed i relativi rischi connessi all'investimento stesso.

I portali on-line europei operano dunque secondo modalità differenti ma sempre sotto il controllo del ESAM (European Securities and Markets Authority) che nel 2012 ha pubblicato una "avvertenza per gli investitori" in materia alle diverse insidie riscontrabili nell'investimento online.

La mancanza di una specifica regolamentazione ha comportato una elevata eterogeneità di questa nuova forma di reperimento di capitale la quale ad oggi può essere considerata come uno delle maggiori barriere di sviluppo sotto il punto di vista *crossbording* di tale fenomeno. Nella Comunità europea solo 11 dei 28 Stati membri predispongono oggi una regolamentazione in materia di crowdfunding e, dove la stessa risulta mancante, viene applicata la normativa inerente ai mercati finanziari in vigore.

Obbiettivo principale della UE è la creazione di un mercato unico dei capitali che si può definire non istituzionale e la Commissione europea ha pubblicato una proposta per la regolamentazione di questo fenomeno.

Nello specifico si tratta del *Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business,* ovvero del regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di Crowdfunding per le imprese (V. Ferrero, 2018). Di fatto, il modello di applicazione riguarda esclusivamente i modelli dell'Equity crowdfunding e del Social lending.

Proprio l'assenza di una normativa omogenea applicabile all'interno dell'Unione Europea rappresenta ad oggi una delle più grandi barriere di sviluppo di questo fenomeno. La regolamentazione in oggetto dovrebbe permettere di superare questo ostacolo agendo sul rafforzamento della protezione degli investitori e dei risparmiatori mediante l'implementazione della massima trasparenza che dovrebbe sempre intercorrere tra investitore e impresa.

Gli obbiettivi sono configurabili in:

- Snellimento e maggiore flessibilità nella raccolta di capitali;
- Fornitura di maggiore trasparenza offrendo più vantaggiose e migliori opportunità d'investimento;
- Incentivazione dello sviluppo del *crossborder crowdinvesting* (investimenti al di fuori dei propri confini);
- Creazione di un "passaporto europeo" per le piattaforme che vogliono operare in uno o più paesi europei;

L'obbiettivo di questo nuovo regolamento sarebbe di istituire un marchio europeo per le piattaforme di *crowdfunding* basato sull'investimento e sul prestito che permetta le attività transfrontaliere (Commissione Europea, 2018), agevolando così l'ampliamento dei servizi di questo modello nel mercato interno aumentando l'accesso ai finanziamenti per gli imprenditori, le *start-up*, le imprese in fase di espansione e le PMI in genere.
La fornitura di servizi *crossborder crowdinvesting* è sì ad oggi consentita ma solo nella misura in cui si ottenga un'autorizzazione formale locale e rispettino il relativo regime nazionale in materia. Questo è di facile considerazione come questo limite rappresenti una grossa barriera ai fini dello sviluppo esponenziale del fenomeno in oggetto.
È di fondamentale importanza soffermarsi sul fatto che alcune tipologie sono escluse da questo regolamento quali le forme di *Donation* e *Reward crowdfunding*.
La loro esclusione proviene dal fatto che non offrono principalmente prodotti finanziari e non producono le asimmetrie informative create tipicamente da questi investimenti; di fatto non è presente una transazione finanziaria a fronte di una promessa di rimborso fondata su un'aspettativa futura di cash flow dell'azienda finanziata.
In sintesi l'obbiettivo sarebbe un regime europeo di Crowdfunding sotto l'egida di un fornitore europeo di servizi di *crowdfunding*, autonomo e su base volontaria, che le piattaforme potrebbero scegliere quando intendessero esercitare un'attività transfrontaliera, lasciando invariati i quadri normativi nazionali in materia di Crowdfunding ed offrendo al contempo un'opportunità alle piattaforme che desiderano estendere le proprie operazioni a livello europeo di operare a livello transfrontaliero (www.crowd-funding.cloud/it/ESCP).
I benefici di tale regolamentazione sono conseguentemente intuibili:

- Riduzione dei costi di accesso al mercato (costi di regolamentazione/vigilanza), perché se volessero operare *crossbording* avrebbero bisogno di un'unica autorizzazione;
- Maggiore flessibilità nel cogliere attività di piattaforme che combinano molteplici modelli di business;
- Riduzione dell'incertezza normativa.

I principali emendamenti sono così riassumibili (A. Fox, 2018):

- Aumento della soglia max. per le offerte di Crowdfunding elevata a 8 milioni di euro per un periodo di 12 mesi;
- Le piattaforme potranno sviluppare azioni di marketing per incoraggiare la ricerca di finanziamenti in determinati investimenti;
- Aumento della vigilanza nazionale a fronte della riduzione di responsabilità originariamente affidata alla *European Securities and Markets Authority (ESMA);*
- Le piattaforme fuori commissione europea che volessero offrire i loro servizi all'interno della UE dovrebbero fornirsi di specifica autorizzazione UE;

Come si può notare la mission della Commissione europea consiste anche in questo caso nel raggiungere sempre di più una maggiore snellezza procedurale e trasparenza informativa tra investitore e piattaforma, riducendo i rischi connessi al Crowdfunding ed assicurare un equo trattamento a tutti gli aderenti. Il presente regolamento mira inoltre ad agevolare gli investimenti diretti a discapito della possibilità di creare fenomeni di arbitraggio regolamentare per gli intermediari finanziari quali banche e, nel caso di utilizzo di società "veicolo", di averne specifica autorizzazione tramite specifica disciplina.
A conclusione di questo paragrafo viene brevemente descritta la normativa USA del Crowdfunding, che trova applicazione nel *Jumpstart Our Business Startups Act* del 5 Aprile 2012, noto come JOBS Act (U. Piattelli, 2013).
Come nella normativa italiana, la disciplina americana riguarda solamente *l'equity based crowdfunding*. Primo elemento che differenzia il modello americano da quello italiano è il contesto di applicazione del fenomeno; Se nel caso del mercato italiano il Crowdfunding è applicato solamente a Start up innovative o PMI, il JOBS Act permette il ricorso a tale forma di finanziamento a tutti i tipi di società ad esclusione di società quotate su mercati regolamentari, a società non statunitensi e ad alcune specifiche forme di società.
Le differenze di applicazione di questo modello sono riscontrabili in:

- Raccolta massima di 1 milione di dollari nell'arco di 12 mesi;
- Limite d'investimento da parte degli investitori di 2,000 $ all'anno, o il 5% se il reddito è inferiore ai 100,000 $ annui, o 10% nel caso di reddito superiore;
- Promozione informativa tramite il portale di Crowdfunding al fine di rendere totalmente consapevole l'investitore dei rischi che va ad incorrere;
- Inalienabilità dei titoli acquisiti tramite Equity crowdfunding se non dopo un anno dalla loro acquisizione.

3.3 I DIVERSI MODELLI DI APPLICAZIONE

Nell'introduzione del capitolo sono state passate brevemente in rassegna le diverse tipologie di *Crowdfunding* che adesso procederemo ad analizzare con maggiore dettaglio per successivamente soffermarsi sulle tipologie più adatte e idonee al finanziamento di un'azienda nella fase di *start up*. Il *Crowdfunding* rappresenta un nuovo metodo di intermediazione, non istituzionale come il canale bancario, in cui il fornitore di servizi di *crowdinvesting* interagisce con i finanziatori tramite una piattaforma digitale senza assumere personalmente alcun rischio e perseguendo l'obbiettivo di abbinare i potenziali investitori alle imprese che cercano finanziamenti. Di fatto, questo processo coinvolge principalmente 3 soggetti: il proponente del progetto che necessita di capitali, i soggetti investitori che lo finanziano e un'organizzazione che agisce da intermediazione mettendo in contatto questi ultimi attraverso una piattaforma on-line.

Cuore pulsante di questo processo di finanziamento alternativo consiste proprio nell'esistenza di piattaforme informatiche, le quali operano come "vetrine" nelle quali si possono esaminare i singoli progetti e divenendo il luogo di incontro tra investitori e finanziatori.

Vi sono piattaforme che operano sotto il principio "tutto o niente" nelle quali il progetto viene finanziato solamente se riceve almeno l'importo minimo previsto e, in caso contrario, i fondi tornano nella disponibilità del finanziatore senza alcun esborso monetario, o piattaforme che applicano invece il principio "prendi tutto" in cui il limite di attuazione del progetto non viene fissato bensì viene finanziato a prescindere dal raggiungimento di una soglia minima di sottoscrizioni. Esiste poi un modello, applicato per esempio dalla piattaforma *"Starteed",* a fronte del quale i finanziatori vengono remunerati con una percentuale sul prezzo delle vendite del prodotto e tale remunerazione varia in relazione al tipo di sostegno che essi hanno offerto durante la raccolta, anche ad esempio al fine della promozione del prodotto stesso (www.starteed.com). A seconda delle piattaforme può essere richiesta una tassa d'iscrizione o può essere applicata una commissione finale sulla donazione.

Nella descrizione dei diversi modelli applicativi di questo fenomeno è possibile individuarne due tipologie: i modelli base e i nuovi modelli. A riguardo ci soffermeremo sui modelli base in quanto risultano ad oggi quelli di maggiore utilizzo e più affini alle possibilità di finanziamento di un'impresa nella sua fase di Start up.

Per quanto riguarda i nuovi modelli è portata in evidenza una breve indicativa descrizione ed agni modo sono quest'ultimi, per forma e natura, tutti riconducibili ai modelli base che verranno successivamente descritti. Le tipologie citate si articolano come segue:

- *Civic crowdfunding*: raccolta di fondi civici volti al finanziamento di opere e progetti da parte della cittadinanza stessa con l'obbiettivo di favorire lo sviluppo del territorio e delle comunità;
- *Corporate crowdfunding*: tipologia di finanziamento che predispone il coinvolgimento diretto dei finanziatori/clienti nella fase di progettazione di prodotti/servizi;
- *Do-it-your self*: forma di crowdfunding che consente ad un soggetto la realizzazione di una campagna all'interno della piattaforma stessa;
- *Energetic crowdfunding*: forma di finanziamento che incentiva lo sviluppo delle energie "green" e rinnovabili al fine della realizzazione di progetti sostenibili, allo sviluppo di infrastrutture e tecnologie innovative, ed alla riduzione se non eliminazione delle fonti fossili.
- *Real estate crowdfunding*: forma di finanziamento che si sviluppa con lo scopo di raccogliere capitali per investimenti immobiliari con la quale è permesso agli investitori, in cambio di una remunerazione del capitale, di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale.
- *Recurring crowdfunding* (ricorrente): tipologia di finanziamento che non richiede una scadenza specifica e soddisfa il bisogno delle società che necessitano di una raccolta di fondi in modo periodico e continuato.

Passando ora ai modelli base di questa forma di finanziamento alternativa, forma primordiale di *crowdfunding*, conosciuta come *Donation based*, consiste nella tipica donazione a cui non è corrisposto alcun ritorno economico sul capitale investito ma, poiché ne fanno ricorso principalmente organizzazioni non-profit o di utilità sociale, l'interesse del donatore è insito nella partecipazione alla raccolta fondi per una giusta, reale e tangibile causa (www.italiancrowdfunding.it). Questo sottolinea il fatto che, oltre alla mera funzione di reperimento di risorse finanziarie ricoperta dal *crowdfunding,* questo fenomeno esplica anche una funzione sociale sviluppata a tutti i livelli della società dove funziona da motore per il riscatto della persona, dei suoi bisogni e delle sue aspettative. La filosofia di questo primo modello di fondo si esplicita nella raccolta fondi

indipendentemente dal raggiungimento dell'obbiettivo prefissato e non presuppone alcun tipo di rimborso per l'investitore, né economico né in beni o servizi, se non un riconoscimento morale. Questa tipologia di piattaforme incassa mediante fra il 5% e il 10% del totale donato (www.crowdfundingimmpresa.com). Il funzionamento di questo tipo di modello è piuttosto elementare, laddove i donatori, visualizzando le campagne di raccolta fondi all'interno di specifiche piattaforme on-line, scelgono fra i progetti disponibili quali sostenere tramite donazione. L'inerente disciplina giuridica fa riferimento al Codice civile italiano (Art. 769), dove al cui interno le donazioni sono definite come *contratti attraverso i quali, per spirito di liberalità, una parte arricchisce un'altra andando a disporre a favore di questa di un suo diritto oppure andando ad assumere una obbligazione verso la stessa.*

Di fatto, vi è una volontà specifica da parte del finanziatore per dare il proprio contributo alla realizzazione di progetti con finalità generalmente *non-profit oriented.*

Sotto il punto di vista invece prettamente fiscale, le donazioni descritte presentano alcuni vantaggi tra cui, in virtù delle caratteristiche dell'istituto delle onlus *(not profit organization)*, l'intera deducibilità e la non imposizione fiscale ai fini delle imposte dirette. Va in ogni caso considerato il fatto che le agevolazioni fiscali previste variano a fronte della natura giuridica dell'ente *non-profit*. Ad ogni modo dal momento che si verificano vere e proprie donazioni senza alcun rientro economico, non è in linea generale applicabile un'imposta sul valore aggiunto comportando la totale esenzione IVA (Commissione Europea, 2006).

Seconda tipologia di applicazione di questo fenomeno è il cosiddetto *Reward based crowdfunding.* Prima specificità che differenzia questo ultimo modello da quello precedentemente descritto è che in questo caso i finanziatori che sostengono economicamente un progetto ricevono una *ricompensa,* in relazione all'importo che hanno scelto di investire nella campagna, la quale coincide generalmente con un prodotto o un servizio. In sostanza questa tipologia prevede il finanziamento di un progetto, ovvero al pagamento che corrisponde ad un pre-ordine del prodotto che sarà realizzato in caso di successo della raccolta, con la finalità di ricevere il prodotto ovvero il risultato del progetto (U. Piattelli, 2013). Dunque, la ricompensa corrisponde generalmente ad una prevendita del prodotto/servizio progettata dall'impresa.

A differenza del mero significato che può portare al pensiero di un vero e proprio "*pre-selling"* del prodotto, i finanziatori intervengo in questo caso direttamente nella determinazione delle caratteristiche del bene. In sintesi, tale modello rappresenta dunque un modello in cui il finanziamento consente l'avvio e la produzione di un determinato prodotto/servizio con la partecipazione diretta dei finanziatori i quali, oltre al coinvolgimento diretto nella determinazione delle caratteristiche estrinseche ed intrinseche dello stesso, finanziano anche il progetto che in caso contrario, non riuscirebbe a ottenere fondi necessari per la sua realizzazione. Ulteriore caratteristica di fondamentale importanza di questa tipologia è che permette di analizzare il mercato in materia di livello della domanda presente per il bene/servizio offerto. Oltre a ricompense "*pre-selling"* del prodotto/servizio è possibile riconoscere altri tipi di compensi, quali collaborazioni o partecipazioni al progetto, oppure esperienze creative o espliciti riconoscimenti (Commissione di studio Ungdec finanza, 2016). In questo modello inoltre, la responsabilità nell'adempimento totale o parziale delle obbligazioni assunte da parte degli startupper non sono ricoperte dalle piattaforme online (Commissione di studio UNGDCEC finanza, 2016).

Quando parliamo di *reward based* piuttosto che di *donation* di tipo solidaristico, il fenomeno si articola su 3 categorie giuridiche:

- Il pre-ordine (e-commerce): compravendita futura nel momento di commercializzazione del bene o ricompense di tipo simbolico da parte delle piattaforme;
- Donazione modale: la ricompensa non consiste in una ricompensa monetaria e viene considerata come una vera e propria forma di *donation based*;
- Il *royalty crowdfunding*: il finanziamento consiste nell'apporto di capitale a fronte dell'ottenimento futuro di quote di guadagni futuri.

Sotto il punto di vista fiscale, questa specifica tipologia di Crowdfunding, al contrario della disciplina applicata al modello *Donation based*, predispone una regolamentazione che si differenzia a seconda di 3 specifici casi:

- Pre-ordine, assoggettabile IVA in quanto prevede la prevendita di un oggetto o di un servizio e per tale ragione deve essere emessa fattura. Inoltre, dovrebbero essere applicate tutte le leggi, la fiscalità e le regole dell'*e-commerce* con conseguente fatturazione in capo al progettista;
- Ricompense simboliche, che vanno valutate caso per caso ma dove l'imposizione IVA andrebbe applicata indipendentemente dal fatto che il prezzo di mercato del prodotto/servizio risulti inferiore del contributo monetario dei finanziatori;
- Donazione modale, in cui come precedentemente descritto, l'IVA non andrebbe applicata essendo un modello assimilabile ad un modello *Donation based*.

Per concludere, sono di recente sviluppo modelli ibridi tra *Reward* ed *Equity based,* che prendono il nome di "*Pre-purchase model",* in cui è previsto che al finanziatore, oltre a condizioni di vantaggio connesse alla fruizione dei servizi erogati dalla società o all'acquisto dei suoi prodotti, possa essere concesso un eventuale diritto di opzione sull'acquisto di quote o azioni in un successivo momento (www.crowdfundingcloud.it).
In materia di *Reward* e *Donation crowdfunding* è inoltre di collegamento il fenomeno del *Recurring crowdfunding*, ossia una tipologia di raccolta fondi ricorrente che non ha una scadenza e si addice particolarmente ai progetti che hanno bisogno e richiedono un reperimento di risorse finanziarie periodico e continuo come possono essere campagne per finanziare abbonamenti, *blogger*, *"youtuber"*, riviste e quant'altro.
Aspetto che considero inoltre di notevole importanza è come il modello *Reward based* abbia modificato il comportamento dei consumatori all'interno dei processi aziendali. Il loro contributo è passato da una partecipazione passiva ad avere un ruolo decisionale all'interno dell'azienda attraverso il coinvolgimento diretto nella formazione di nuovi prodotti o servizi. In definitiva, attraverso il *Crowdfunding* il consumatore/finanziatore svolge una funzione di guida per lo *"startupper"* sotto l'aspetto di fornirgli informazioni necessarie all'esistenza o meno di un mercato per il prodotto/servizio offerto da un lato, e ad un'assistenza nella progettazione e relativa introduzione dello stesso prodotto dall'altro.

In considerazione del *core business* di questo elaborato, riguardante le politiche e le problematiche di finanziamento delle Start up e la relativa valutazione che il *Crowdfunding* possa essere o meno una valida alternativa, questo ultimo modello con i suoi diversi modelli applicativi connessi, si avvicina idealmente ai modelli che verranno successivamente descritti e ritenuti personalmente più idonei al finanziamento di imprese nelle fasi di *Start-up* ed *Expansion financing.* A tal proposito vengono di seguito brevemente accennati tre modelli di *Crowdfunding* che differiscono per la natura della ricompensa da quelli precedentemente descritti i quali saranno ripresi in dettaglio successivamente per paragrafo in considerazione del fatto che rispondono come caratteristiche ai finanziamenti per la particolare fattispecie di imprese che sono oggetto di questo elaborato il primo esempio che viene citato è il *Lending crowdfunding* e differisce in primis perché il presupposto dei prestatori di denaro è quello di ottenere una remunerazione del capitale prestato ed in alcuni casi la transazione finanziaria avviene senza alcun intermediario.

A tal riguardo, parliamo dei cosiddetti prestiti *Peer-to-peer* che appunto avvengono direttamente tra finanziatore e mutuatario. In sostanza ogni prestito viene diviso in quote che vengono assegnate a più finanziatori e dunque i richiedenti il finanziamento possono ricevere denaro da più persone (U. Piattelli, 2013).

Ulteriore forma di recente sviluppo è il *Royalty based,* che si potrebbe considerare come una sottocategoria del *Reward besed,* il quale consiste nel finanziamento di una determinata iniziativa ricevendo in cambio una parte dei profitti (www.consob.it),

Terzo caso sono le piattaforme di *Equity based crowdfunding* ossia un vero e proprio finanziamento da parte di soggetti che in virtù della somma di capitale apportata acquistano parte di azioni o quote societarie dell'impresa finanziata.

Di primo acchito la nostra attenzione può essere indirizzata nelle similitudini riscontrabili nella disciplina del *Private Equity* e *Venture Capital* ma, come verrà successivamente approfondito, il meccanismo è estremamente più semplice e flessibile rispetto appunto ai mercati regolamentati consentendo quindi una maggiore accessibilità e flessibilità.

Inoltre, il modello *Equity based* può essere propedeutico ad ottenere delle credenziali necessarie per un eventuale finanziamento tramite canale bancario o finanziamento pubblico oltreché aprire la strada per l'ingresso nei mercati regolamentati tramite IPO (InitialPubblic Offering).

In generale i modelli *Equity based*, *Reward based,* tra cui il *Royalty based* ed il *Social lending,* sono più conformi all'attività aziendale mentre il *Donation based* è più propenso a realtà *non-profit* come Onlus o Associazioni socioculturali. Per quanto riguarda invece la personalità giuridica richiesta per l'accessibilità a queste forme di finanziamento, è preclusa la possibilità ai privati di ricorrere all'*Equity crowdfunding* se non attraverso una società al contrario di quello che può accadere per i soggetti *Reward-based* e per i prestiti *Peer-to-peer*.

3.4 Rischi, vantaggi e fattori critici di successo: analisi qualitativa mediante SWOT analysis

Descritto in linea generale il fenomeno del *crowdfunding* e considerando la maggior sempre maggiore da parte delle banche ad erogare finanziamenti a soggetti sottocapitalizzati caratterizzati sia da scarsa redditività che da irregolari rapporti bancari, siamo giunti alla conclusione che questa nuova forma di finanziamento alternativa possa in parte colmare il *gap* dei canali di finanziamento tradizionali.

Con lo svilupparsi di questo paragrafo verranno in prima battuta accennati quali siano gli svantaggi o vantaggi del *Crowdfunding* per successivamente analizzarli tramite dimostrazione qualitativa più dettagliata. A tal proposito, l'efficiente funzionamento di questo fenomeno richiede diverse condizioni e, alla luce di tutto ciò, è fondamentale analizzare quali siano i principali vantaggi e svantaggi generati da questo modello, con lo scopo di preventivare quali siano le variabili chiave che possano influenzare o meno l'efficienza e la sostenibilità finanziaria del progetto imprenditoriale.

Indipendentemente dalle tipologie adottate descritte precedentemente, il *Crowdfunding* presenta una serie di vantaggi rispetto ai classici canali di finanziamento che possono essere in sintesi riconducibili a:

- Maggiore flessibilità;
- Coinvolgimento della comunità e sviluppo di una *social community*;
- Diverse forme di applicazione;
- "Democratizzazione" della finanza;
- Maggior controllo e indipendenza dagli investitori;
- Finanziamento ponte per accedere ai mercati di capitale istituzionale e successivamente ad una eventuale quotazione.

In aggiunta, più sotto un punto di vista non economico, il *Crowdfunding* permette di testare la validità e la fattibilità dei progetti esplicitati, ricevendo la valutazione sia della "folla" del *Web* che di un insieme di persone difficilmente raggiungibili mediante le classiche ricerche di mercato, garantendo quindi un *feedback* del prodotto/servizio da un lato, e un considerevole risparmio di costi dall'altro. Detto ciò, nel caso in cui l'idea di business sia ben recepita dalla *web community*, la piattaforma di *Crowdfunding* scelta per la promozione dell'idea di *business* oggetto d'investimento può diventare un vero e proprio strumento di marketing a costo zero in grado di sviluppare una solida *Brand awereness* (riconoscibilità del marchio).

Nella considerazione invece dell'elevato rischio che risiede in capo all'investitore è altresì da sottolineare che, sebbene lo stesso sia piuttosto elevato, esso non sia in capo ad un unico soggetto ma ad un insieme di diversi investitori dove è riscontrabile quindi una parcellizzazione del rischio. D'altro canto, il *Crowdfunding* presenta diversi svantaggi sia dal punto di vista dello *Startupper* che dell'investitore che potrebbero trasformarsi in rischi di fallimento e/o fattori critici per il successo della *business idea.*

Le criticità che sono analizzate possono essere raggruppate in diverse tipologie:

- Svantaggi generali del *Crowdfunding*;
- Svantaggi inerenti alle politiche di costo;
- Svantaggi legati alla normativa ed alla fiscalità;
- Svantaggi legati all'inesperienza.

Nel caso della prima categoria elencata riguardo gli svantaggi generali, il primo rischio che si può individuare è che la certezza del raggiungimento dell'obbiettivo è limitata, se non in alcuni casi irrisoria. Inoltre, in caso di insuccesso di un progetto imprenditoriale lanciato da una piattaforma di *Crowdfunding*, non è da escludere la possibilità di un potenziale danno reputazionale. Questo rischio è fortemente accentuato nel sistema socioculturale italiano in cui la valutazione sul verificarsi di un fallimento è molto diversa per esempio dal modello anglosassone. Va per di più aggiunto che, dopo la presentazione del progetto su una piattaforma *on-line,* esiste l'elevato rischio che qualcuno se ne impossessi senza alcun obbligo sui diritti della proprietà intellettuale dell'idea di terzi.

Oltre agli eventuali possibili problemi che si possono verificare con la piattaforma web in considerazione dei vincoli prestabiliti per accedervi, e/o con i finanziatori stessi, è presente nel mercato del *crowdfunding* una certa riluttanza allo sviluppo di tale modello fuori dai propri confini nazionali riducendo così la potenziale crescita del mercato di riferimento. Questo perché ad oggi le piattaforme presentano una regolamentazione diversa per ogni paese dell'Unione Europea, fattore che attualmente sembra essere la prima causa limitante lo sviluppo sul mercato unico di questa forma di finanziamento collettivo, considerando gli elevati costi operativi e legali necessari all'espansione delle attività oltre i confini nazionali. A tal riguardo, come anticipato nel precedente paragrafo riguardo la normativa europea applicabile, è da sottolineare come la limitante disomogeneità legislativa fra i vari paesi membri della UE sia oggetto di discussione da parte della Commissione Europea.

La Commissione sta lavorando ad una norma per introdurre un "Passaporto UE" che permetta alle piattaforme con determinati requisiti e vincoli di iscriversi in un registro centrale presso *l'European Securities and Markets Authority (ESMA)* consentendo loro di operare in tutti i paesi EU senza ulteriori vincoli aggiuntivi. In sintesi, la proposta prevede l'uniformazione della regolamentazione nell'area UE delle piattaforme di Crowdfunding che si rivolgono alle imprese escludendo quindi il *peer-to-peer lending* rivolto ai consumatori (www.prometia.it). Questo tipo di iniziativa aumenterebbe il grado di flessibilità di questo mercato aumentando la competitività tra piattaforme web a livello europeo da un lato, e inducendo una maggiore concentrazione transfrontaliera dell'offerta dall'altro.

Sotto il punto di vista della gestione dei costi il principali svantaggio è la possibilità di sottostimare i reali oneri che una campagna di Crowdfunding comporta (inesperienza del management); In aggiunta sono previsti una serie di ulteriori costi che possono essere suddivisi principalmente in quattro categorie:

- Costi di commissione;
- Costi di controllo;
- Interessi;
- Costi realizzativi.

Il primo costo si riferisce alle commissioni prestabilite sul capitale raccolto che solitamente oscillano tra il 4% ed il 10% (U. Piattelli, 2013); in altri casi invece la commissione dovuta è calcolata con un'aliquota fissa. A tal riguardo, sempre con lo scopo di perseguire l'obbiettivo principale di questo sistema di finanziamento, che coincide principalmente con la necessità di renderlo accessibile al più grande insieme di possibili investitori, non mancano realtà, con specifico riferimento al mercato del crowdfunding estero, in cui non viene richiesta alcuna commissione bensì si conta sul contributo volontario di alcuni volontari o su incassi ottenuti tramite annunci pubblicitari.

I costi di controllo invece si riferiscono in primis agli oneri di *due diligence,* ovvero al controllo in materia di fattibilità e/o affidabilità dei progetti, e in secondo luogo ai premi assicurativi richiesti per la tutela dei portali di *Crowdfunding* o dei sostenitori dei progetti. Al terzo punto descriviamo i meri interessi ossia quella tipologia di costi legati agli eventuali oneri sul capitale prestato. Per concludere, i costi realizzativi, come lo indica l'etimologia della parola stessa, stanno ad individuare quei costi necessari all'effettiva realizzazione del progetto. A tal riguardo, una campagna di *Crowdfunding* richiede in certi casi lunghi intervalli di tempo e, oltre a questo, è altresì richiesta un'ampia documentazione che spieghi il progetto ai potenziali investitori (*Pitch* e/o *Business Plan*).

In aggiunta a tutto ciò, è inoltre di fondamentale importanza rispettare sempre un livello di elevata trasparenza informativa e coinvolgimento dei potenziali investitori/finanziatori per la quale è richiesto tempo e quindi investimenti.

Sotto il punto di vista normativo, come precedentemente anticipato, uno dei maggiori rischi della presentazione di un qualsiasi progetto su un portale on-line è il rischio che qualsiasi soggetto si impossessi indebitamente e deliberatamente dei diritti della proprietà intellettuale dell'idea. Per attirare i finanziatori, i titolari di progetti innovativi devono rendere pubbliche le loro idee e rendendo pubblica la loro business idea, senza una sufficiente tutela del brevetto, il rischio di essere plagiati è elevato.

Uno dei maggiori problemi ad oggi riscontrabili in merito risiede nella frammentazione normativa del sistema dei brevetti in Europa e, a tal riguardo, la commissione europea sta formulando la riforma del sistema dei brevetti che consiste nell'ottenimento di un Brevetto Europeo con effetto Unitario che permetterà di risparmiare sui costi e di ridurre gli oneri amministrativi.

A tal riguardo, il 17 dicembre 2012 sono stati adottati regolamenti che istituiscono una tutala brevettuale nel quale è stabilito un accordo internazionale tra gli stati membri che istituisce un tribunale unificato dei brevetti il quale attualmente è in corso di ratifica dai vari stati membri (A. Delevorias, 2017).

Per quanto riguarda l'Italia, nonostante questo diritto sia garantito dalla Legge n. 633 del 22/04/194 sul diritto di autore con la quale sono protette le opere dell'ingegno di carattere creativo che appartengono alla letteratura, alla musica, alle arti figurative, all'architettura qualunque ne sia il modo o la forma di espressione, il rischio rimane costante e di un certo rilievo.

Ad oggi inoltre manca una chiara regolamentazione comunitaria ed univoca del *Crowdfunding*, in materia di normativa e relativa imposizione fiscale da applicare, che comporta quindi la non esclusione della possibilità di violare la legge a causa dell'incertezza della normativa riscontrata.

Da ultimo, altro limite e fattore critico di notevole importanza, sono i rischi derivanti dalla scarsa competenza, ossia quegli svantaggi legati alla mancanza di esperienza all'interno del mercato del *Crowdfunding*. Nello specifico, ci riferiamo a quelle condizioni in cui si verifica o, che il progettista abbia una scarsa conoscenza in tema di finanziamento collettivo o, che potrebbero verificarsi comportamenti imitativi e irrazionali della "folla" che comporterebbero la privazione di importanti risorse a progetti promettenti a discapito di realtà meno economicamente scalabili.

Ad integrazione di ciò che è stato affermato, e con lo scopo di comprendere e analizzare al meglio il *Crowdfunding* e i suoi fattori di successo o insuccesso verrà personalmente elaborata un'analisi qualitativa con la quale si cercherà di appurare e di riassumere il fenomeno alla luce delle opportunità e dei limiti che lo stesso rileva. A supporto di tale indagine, viene sviluppata un'analisi SWOT (Strenght, Weakness, Opportunities, Threats) che consentirà di mettere in serie le criticità e le opportunità ottenibili dall'impiego di tale modalità di finanziamento e le forze esterne macroeconomiche come driver di successo/insuccesso delle campagne.

SWOT ANALYSIS

STRENGHTS	WEAKNESSES	OPPORTUNITIES	THREATS
ELEVATO GRADO DI CONTROLLO	COMPLESSITÀ AMMINISTRATIVA	SVILUPPO DEL WEB	CULTURA NON SUFFICIENTE
ACCESSO AL FINANZIAMENTO FLESSIBILE	TRANSAZIONE FINANZIARIA	MITIGAZIONE DEGLI EFFETTI DELLA CRISI ECONOMICA	REGOLAMENTAZIONE PARZIALE
VALUTAZIONE PREVENTIVA SULLA FATTIBILITÀ	RISCHIO DI APPROPRIAZIONE INDEBITA DELL'INTELLETTO	SVILUPPO DI MERCATI DI NICCHIA	BASSA ALFABETIZZAZIONE DIGITALE
BENEFICI PER LA COMUNITÀ	RISCHIO DI FRODI PER GLI INVESTITORI		SCARS CONOSCENZA DEI SISTEMI PAGAMENTO ONLINE
BENEFICI PER IL SISTEMA ECONOMICO	LIEVE TRASPARENZA INFORMATIVA		TIMORE CHE IL PROGETTO SIA UNA TRUFFA
BARRIERE GEOGRAFICHE NON PRESENTI			

Cfr: "analisi SWOT del Crowdfunding, minacce, opportunità, punti di forza e debolezza". Tabella a cura dell'autore

In riferimento al reperimento di capitale di rischio da parte di imprese *Start up* e alle difficoltà che le stesse riscontrano in tale fondamentale operazione, il primo punto di forza è collegabile al grado di controllo che lo *startupper* imprenditore conserva in materia di decisioni di *business* sul progetto imprenditoriale che lo stesso intende avviare.

A differenza delle classiche forme di finanziamento descritte nel capitolo precedente, come il ricorso al capitale di debito, al *Private equity* o *Venture Capital*, la partecipazione al capitale di rischio di tali investitori istituzionali richiede la altrettanta partecipazione alle politiche strategiche e manageriali aziendali in quanto cointeressati al successo dell'impresa finanziata stessa. Se nel caso di finanziamento tramite canali istituzionali si assiste ad una perdita del grado di controllo sulle politiche di strategie aziendali, il finanziamento attinto dalla "folla" non comporta la perdita di potere decisionale continuando lo *startupper* a definire autonomamente ogni aspetto strategico.

In secondo luogo, ulteriore punto di forza è la facilità di accesso a questo canale di finanziamento che è ad oggi considerato una valida alternativa per colmare l'*equity gap* di investitori istituzionali. I proponenti potranno quindi richiedere finanziamenti al "*Crowd*" senza doversi confrontare con i diversi cavilli burocratici previsti per l'accesso al credito mediante istituti finanziari al verificarsi di condizioni ostative che impediscano loro di ricevere il finanziamento necessario all'avvio del proprio progetto imprenditoriale (mancanza di *track record*, intangibilità del progetto e così via).

Come già brevemente anticipato, altro aspetto fondamentale di forza si riscontra nella possibilità di abbattere gran parte del rischio di mercato mediante una valutazione preventiva sulla fattibilità. Mentre nella fase di lancio di un progetto sul mercato tradizionale lo sviluppo di un nuovo prodotto comporta un lungo processo caratterizzato da diversi *step*s consequenziali, il meccanismo del *crowdfunding* consente di unificare le fasi del processo che normalmente sarebbero distinte ed al contempo di testare preventivamente, tramite il supporto della "folla", la fattibilità e la relativa commercializzazione di un'idea. A tal riguardo, la possibilità di testare anticipatamente il progetto imprenditoriale consentirà una riduzione delle risorse finanziarie impiegate da un lato, e di permettere azioni correttive in breve termine dall'altro, nonché la possibilità di fare una valutazione sul livello di output da produrre.

Sotto un punto di vista prettamente finanziario, è consolidata l'idea che questo canale alternativo di finanziamento permette un notevole abbattimento del costo del capitale. Questo perché il costo del capitale rappresenta, in termini di struttura finanziaria, l'onere che l'impresa deve sostenere per reperire capitali utili indicando conseguentemente la remunerazione che ciascuna categoria di finanziatori richiede.

Detto ciò, il costo del capitale è influenzato direttamente dalla forza contrattuale del finanziatore e dal costo opportunità espresso da quest'ultimo che indicherà le remunerazioni a cui rinuncia non impiegando quelle risorse in attività alternative contraddistinte dal medesimo livello di rischio (www.crowdpills.com). La remunerazione quindi ottenibile dal capitale investito dovrà essere in grado di soddisfare il costo opportunità dell'investitore garantendo a quest'ultimo un rendimento soddisfacente in relazione alle differenti alternative prospettabili.

A tal riguardo, il proponente imprenditore non si trova nella condizione di affrontare un costo opportunità eccessivamente oneroso nei confronti del finanziatore dovuto al fatto che generalmente l'entità del finanziamento è irrisorio e lo stesso è eventualmente ricompensato o con remunerazioni, o con la possibilità di ottenere il prodotto in prevendita ad un prezzo vantaggioso. In conclusione, considerando inoltre il fatto che il costo opportunità del *crowdfunding* non è influenzato solamente dal rendimento economico bensì anche da fattori sociali ed emozionali, è possibile affermare che la raccolta di capitali ha costi inferiori.

Tra gli ultimi punti di forza di questo fenomeno, oltre la considerazione del fatto che possa essere considerato come un possibile strumento di ripresa economica dei sistemi economici, vi è la completa assenza di barriere geografiche. Lo sviluppo tendenziale che si è verificato nel web ha consentito di abbattere ogni barriera all'ingresso consentendo l'espansione transfrontaliera per la ricerca di fondi potenzialmente *worldwide*.

Di contro bisogna anche prendere in considerazione i numerosi aspetti critici che possono portare a possibili fallimenti di mercato. In primis, se da un lato vi è una maggiore flessibilità e accessibilità a questo fenomeno, dall'altro si riscontra una maggiore complessità amministrativa ed organizzativa rispetto le forme classiche di raccolta di capitali. Questo in considerazione del fatto che il proponente/imprenditore dovrà curare autonomamente ogni fase della campagna, attivando le proprie reti relazionali per indurre le stesse a contribuire personalmente al progetto ed al contempo impegnarsi a ringraziare ed informare personalmente il contribuente sui progressi del progetto finanziato.

Inoltre, il rapporto di comunicazione che si instaura tra proponente e investitore non consente l'elaborazione di una comunicazione economico-finanziaria codificata come nel mercato degli investitori istituzionali, comportando quindi la produzione di report periodici su tecniche di comunicazione completamente differenti a seconda del tipo di investitore a cui lo stesso è destinato.

Ulteriore aspetto critico è riscontrabile nel mercato domestico in materia di transazione finanziaria e alle modalità di trasferimento dei fondi dai finanziatori ai proponenti imprenditori.

Questo punto di debolezza è ricollegabile alla mancanza di esperienza nell'utilizzo della tecnologia caratterizzata da una bassa alfabetizzazione digitale di cui tutti i sostenitori, con specifico riguardo al mercato italiano, potrebbero incorrere. Attualmente il metodo più utilizzato è "*Paypal*" il quale però consente di effettuare solo donazioni per piattaforme *Reward* o *Donation*.

Oltre al concreto rischio di appropriazione indebita della proprietà intellettuale già precedentemente descritta, i punti di debolezza possono configurarsi come conseguenze della presenza di asimmetrie informative sul mercato dovute ad imperfezioni sulle informazioni degli agenti che comportano un disequilibrio tra domanda e offerta.

Nello specifico riguardo del *crowdfunding*, questo fattore critico si sviluppa come una condizione endogena del meccanismo d'offerta (presentazione on-line di progetti) con il rischio che la stessa diventi patologica con la conseguente determinazione di comportamenti opportunistici sia *ex-ante* che *ex-post* al lancio della campagna. Il proponente dispone di tutte le informazioni al contrario di quello che può accadere per gli investitori i quali possono essere manipolati, ad esempio in caso di frodi, con una ricercata comunicazione parziale delle informazioni disponibili. A tal riguardo, viene successivamente prestata maggiore attenzione in quanto le implicazioni dell'asimmetria informativa sul funzionamento dei mercati, in generale ed in particolar modo nel settore del *crowdfunding*, sono una delle maggiori cause dei fallimenti di mercato.

Affinché possa essere affermato l'assunto di essere in presenza di un mercato efficiente tutti gli attori, siano essi investitori o finanziatori, devono essere sufficientemente informati sulle reali opportunità che lo stesso mercato propone.

Parliamo quindi di *efficienza allocativa* quando tutti gli operatori finanziari ricercano razionalmente opportunità di investimento/finanziamento che consentirà loro di massimizzare la loro funzione di utilità. Inoltre, risulta scontato che un sistema è finanziariamente efficiente nel momento in cui, nella produzione di beni o servizi, il loro costo medio è minimo ed il successivo prezzo proposto sul mercato tende ad essere uguale a quest'ultimo, garantendone conseguentemente bassi costi di transazione da un lato, e massimizzandone condizioni di incontro tra domanda e offerta dall'altro.

Altro fattore di fondamentale importanza in un mercato efficiente è la capacità del mercato di valutare correttamente il valore delle imprese presenti all'interno del mercato stesso tramite l'utilizzo delle informazioni prospettiche ed attribuendone un opportuno tasso di sconto.

Last but not least, ultimo elemento di notevole importanza è la cosiddetta *efficienza informativa* intesa come informazione di cui gli attori dispongono. Essa riveste un'importanza particolare in quanto se i prezzi riflettessero l'informazione disponibile nel suo complesso, gli operatori privi di tale beneficio farebbero conto sui prezzi di equilibrio anziché sostenere un costo volto all'acquisto di tale deficit, comportando di conseguenza, ed anche in misure diverse, una parcellizzazione dell'informazione tra i vari attori. Questo fenomeno racchiude proprio il principio dell'*asimmetria informativa*, laddove il beneficio di informazione che un attore dispone nei confronti di altri diviene oggetto di contrattazione divenendo un possibile vantaggio competitivo e comportando un meccanismo razionale di trasmissione del prezzo solo per gli operatori che godono di quelle informazioni.

Gli effetti di questo fenomeno possono direttamente condurre a fenomeni economico-finanziari distorsivi quali una condizione di razionamento del credito e/o il verificarsi di una domanda di capitali maggiori dell'offerta. Detto ciò, si potrebbe verificare una allocazione inefficiente delle risorse a svantaggio dell'investitore potenziale e la possibilità che progetti con maggiori prospettive di redditività vengano, a causa di asimmetria informativa, sacrificati rispetto a progetti con prospetti finanziari mediocri. Questo in quanto le imprese non vengono valutate solo per il livello di informazioni divulgate, bensì per la credibilità e la verificabilità che le stesse dispongono.

A tal proposito, come afferma George A. Akerlof nel suo teorema, i progetti maggiormente validi, contraddistinti da cash flow futuri che si attestano oltre la media, otterranno una valutazione basata sul prezzo medio di mercato e dovendo sostenere un costo del capitale più elevato tenderanno, data l'impossibilità di finanziarsi, ad allontanarsi dai potenziali investitori ed uscire dal mercato stesso.

Nello specifico caso del *Crowdfunding*, strumento di facilitazione dell'incontro tra domanda e offerta di capitali con forma di finanziamento priva di intermediazione finanziaria, lo stesso non è esente da fenomeni di asimmetria informativa bensì costituisce una delle maggiori cause di fallimenti di mercato dovute alla non ancora conformazione strutturata del mercato stesso. La prima considerazione in merito attinge alla condizione endogena che si presenta nelle contrattazioni finanziarie presentate dai soggetti promotori (*insider*). Quest'ultimi dispongono ovviamente di un numero maggiore di informazioni rispetto ai soggetti finanziatori (*outsider*), i quali a loro volta avranno accesso alle informazioni nella misura e nel modo che i proponenti riterranno opportuni.

Considerando tale indicazione di partenza, la condizione di asimmetria informativa risulterà accentuata nel caso in cui le piattaforme di *Crowdfunding* non avessero una competenza adeguata nella valutazione di un progetto di investimento e nelle relative opportunità e gradi di rischio che gli stessi comportano. Detto ciò, anche se si verificasse da parte del soggetto promotore un intento di divulgazione e di aumento del livello informativo volto all'incremento della possibilità di raccolta di capitali, nella maggior parte dei casi si presenterà un effetto distorsivo data dall'incapacità del *Crowd* di comprendere ed interpretare le informazioni fornite dallo stesso proponente.

Inoltre, al contrario di quello che presenta un mercato di capitali regolamentato e caratterizzato da un numero limitato di investitori che svolgono al contempo analisi di *due diligence* volte alla riduzione di questo gap informativo, gli operatori tipicamente non istituzionali del *crowdfunding* non sono incentivati a verificare l'attendibilità delle informazioni divulgate dal soggetto promotore in quanto il costo opportunità è generalmente inferiore al costo che sarebbe necessario per sostenere dettagliate analisi di attendibilità economico-settoriali.

Questo comporta l'incapacità da parte degli investitori di comprendere il rischio effettivo dell'investimento esponendoli al rischio che il proponente approfitti di tale condizione riducendo il grado di rischio e offrendo loro un quadro convincente di condizioni ottimali a "garanzia" della remunerazione dell'investimento con possibilità che si verifichino delle frodi.

La seconda macro-condizione che incrementa il fenomeno dell'*asimmetria informativa* in questo contesto è riconducibile all'ambiente virtuale in cui il medesimo opera. Questo perché si verifica per l'impossibilità degli investitori di verificare razionalmente le *skills* del proponente nonché la affidabilità e la veridicità delle informazioni divulgate.

Infine, se la condizione di asimmetria informativa nei mercati istituzionali rappresenta una condizione mitigabile, nel mercato dei capitali del *Crowdfunding* la promozione di progetti di investimento on-line rende tale fenomeno ancora più acuto.

Se nel caso di investitori istituzionali vige la necessità di divulgazione delle informazioni chiave del *core business* volte all'ottenimento dei finanziamenti necessari allo sviluppo del proprio progetto, ma anche la possibilità di sottoscrizione da parte del proponente di un accordo di non divulgazione presso terzi delle informazioni acquisite, la mancanza della tutela del diritto d'autore digitale e l'impossibilità di richiedere ad ogni singolo investitore non istituzionale la sottoscrizione di un accordo nei confronti della *Crowd*, comporterà di conseguenza un effetto ancora maggiore di razionamento delle informazioni. Questa mancanza di regolamentazione avrà un effetto negativo anche nei confronti dei soggetti promotori i quali, costretti al riserbo nella divulgazione delle informazioni chiave della scelta d'investimento a causa dei rischi di frode che sono costretti ad affrontare, vedono ridursi le possibilità di ottenere i capitali necessari all'avviamento del proprio progetto imprenditoriale. Si presenta quindi uno scenario non troppo distante da quello che teorizza Akerlof in materia di asimmetria informativa dove la forte presenza di questo fenomeno, caratterizzante di questo nuovo strumento di finanziamento, comporta inefficienze sia dal lato della domanda che dell'offerta in cui, nel primo caso, non vi è la sufficiente attitudine a trasmettere l'effettivo valore del proprio progetto d'investimento e, laddove la massa non fosse in grado di distinguere progetti considerevoli da quelli mediocri, si assisterà alla fuoriuscita dal mercato di proponenti validi in quanto la stessa non sarà in grado di esprimere una disponibilità al finanziamento che rifletta la possibilità di sviluppo di investimenti ad alto valore aggiunto (www.crowdpills.com).

Conclusa la spiegazione di questo fattore critico di successo, sotto il punto di vista macroeconomico e sulle variabili esterne che influenzano positivamente o negativamente il *crowdfunding*, viene condotta la valutazione delle opportunità e minacce derivanti dall'ambiente esterno con lo scopo di offrire una prospettiva esaustiva, ma di certo non definitiva, di tale fenomeno.

In primis, le opportunità sono direttamente collegabili agli sviluppi tecnologici che hanno comportato un radicale cambiamento sia sotto il punto di vista sociale ma altrettanto sotto il punto di vista economico. Oltre a questo, esso rappresenta una possibilità di invertire la tendenza di interfacciarsi nel sistema finanziario in cui il grado di concentrazione è talmente elevato da aver portato all'affermazione del modello "*too big to fail*", in cui la maggior parte della ricchezza è detenuta da poche istituzioni comportando un rischio di collasso del sistema economico intero. A tal riguardo, la determinazione dei tassi d'interesse applicati non appaiono efficienti dato il forte potere contrattuale che queste istituzioni dispongono.

Le piattaforme di Crowdfunding permetterebbero quindi la generazione di prezzi e tassi di mercato più sostenibili grazie alla remissione di liquidità e all'ampliamento dell'offerta creditizia (www.crowdpills.com). Oltre a questo, il Crowdfunding garantisce di beneficiare di nuove forme di finanziamento e diversificarle tra loro, creando a loro volta valore per il sistema nel suo insieme da un lato, e rendere il mercato meno vulnerabile ad eventuali carenze di fondi dall'altro. La diffusione di progetti sulle piattaforme ha indirizzato il sistema economico sempre di più su un elevato numero di nicchie di mercato, rendendolo agevole da un'intermediazione diretta offerta dalla piattaforma con una comunità omogenea caratterizzata da specifici interessi ed esigenze.

A conclusione di questo paragrafo, che ha avuto come oggetto un'analisi qualitativa di questo sistema, si individuano brevemente possibili minacce allo sviluppo di tale fenomeno. Il primo riscontro è raffigurabile nell'insufficiente cultura collettiva sia a livello di donatori che progettisti, constatando un'evoluzione del fenomeno che ha seguito più un approccio irrazionale che strategico in cui numerosi attori hanno optato per questa opzione solo come unica alternativa alla mancanza di alternative creditizie. La conseguenza diretta è una comprensione approssimativa delle concrete potenzialità di cui questo strumento dispone. La diffusione di cultura di questo fenomeno è collegabile principalmente alle piattaforme che, con lo scopo di far sopravvivere il proprio business, hanno sviluppato eventi di comunicazione e marketing quali eventi e seminari in materia.

Per concludere, possiamo appurare che numerosi sono ancora i dibattiti e le incertezze di questo nuovo modello di finanziamento con il condiviso intento che siano ancora necessari ampi spazi di manovra con lo scopo di mitigare la complessità della regolamentazione che risiede nell'obbiettivo di trovare un efficiente equilibrio tra le tutele dell'investitore non istituzionale, le necessità e i bisogni dell'economia reale, nonché gli oneri dei gestori delle piatteforme on-line in operazioni caratterizzate da elevato rischio finanziario.

3.5 IL CROWDLENDING E LE PIATTAFORME P2P

Analizzate le caratteristiche generali e i fattori critici di successo di questo nuovo modello di finanziamento raffigurabile nel Crowdfunding, vengono ora portate in rassegna i 3 modelli di Crowdfunding che personalmente ritengo più confacenti per forma e contenuto al finanziamento delle fasi *early stage* e *start up financing* di un'impresa. Verrà quindi in prima battuta descritto e analizzato il modello *lending based crowdfunding*, per successivamente passare all'*equity based crowdfunding* e concludere il capitolo con due forme di recente applicazione quali il *royalty* e il *debt based crowdfunding.*

Negli ultimi anni, grazie ai progressi registrati nel settore dell'ICT (*Information and Communication Technology*), l'industria finanziaria ha ampliato la gamma dei servizi offerti diversificandone allo stesso tempo i canali di distribuzione e innovandone le *policy* di gestione dei rischi. Lo straordinario sviluppo del web visibile agli occhi di tutti ha ampliato il range di operatori che offrono servizi e prodotti finanziari, in passato proposti esclusivamente dalle banche, passando da un'attività di mero finanziamento alla possibilità di un coinvolgimento diretto nell'attività caratteristica aziendale contribuendo a supportare il modello di business sviluppato dal management.

Da tali sviluppi è nato il fenomeno del *Peer to Peer lending,* inteso come l'accensione di prestiti erogati da privati o imprese ad altri soggetti mediante piattaforme di *social lending,* laddove vengono eliminati i canali tradizionali e di conseguenza l'intermediazione finanziaria. Esso rappresenta lo strumento mediante il quale famiglie e piccole imprese vengono finanziate direttamente da una moltitudine di investitori e l'incontro tra domanda e offerta di fondi avviene su una piattaforma informativa che valuta il merito di credito dei debitori e gestisce i flussi di pagamento fra le parti (Banca d'Italia, 2017).

Il primo tratto distintivo rispetto altre forme di Crowdfunding, il quale sarà ripreso successivamente con più attenzione, rispecchia il fatto che questo modello è disciplinato da un vero e proprio contratto formulato *inter partes*, con il quale i finanziatori offrono delle somme in denaro a fronte della restituzione del capitale da parte del richiedente in un arco temporale e tasso d'interesse prestabilito.

Sotto il punto di vista normativo i primi attori di *Lending crowdfunding* in Italia hanno avuto il consenso ad operare dalla Banca d'Italia come intermediari finanziari ex art. 106 del Testo unico bancario D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Successivamente, prese in considerazione le diverse contestazioni e la vaga identificazione figurativa in merito, l'entrata in vigore del D.lgs. 11/2010 ha consentito una migliore definizione di questa categoria di operatori tramite la classificazione di "istituti di pagamento" provenienti anche da settori non finanziari (ex art 114 septies del Testo unico).

Questi istituti di pagamento, che possiamo definire non istituzionali, sono al contempo vincolati ad alcune specifiche disposizioni normative previste dal Codice civile, dal Testo unico bancario, dal comitato interministeriale per il credito e risparmi ed infine da disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento emanate dalla Banca d'Italia, le quali sono concernenti l'obbligo di rispettare un capitale minimo, di avere una struttura organizzativa oltre ad avere requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza degli amministratori (Politecnico di Milano, Report Crowdfunding 2019).

Passo successivo a tali provvedimenti normativi fu l'introduzione di un nuovo provvedimento avente come oggetto una prima regolamentazione in merito alle forme di finanziamento alternative rispetto ai metodi classici di finanziamento utilizzati generalmente nel canale bancario. A tal proposito la Delibera 584/2016 della Banca d'Italia sancisce che le attività di *Lending based crowdfunding* finanziato da attori privati, piccoli risparmiatori e anche investitori istituzionali, possono essere autorizzate qualora siano inquadrate come prestazioni di servizi di pagamento e quando, dal punto di vista del ricevente dei fondi, questi ultimi sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali tramite potere negoziale in una trattativa personalizzata. Allo stato attuale i gestori dei portali possono operare solo se autorizzati dalla Banca d'Italia e se sono istituti di pagamento, di credito e/o intermediari finanziari.

Il decreto-legge si esprime inoltre definendo il *social lending* strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto (Delibera n.586 del 2016 Banca d'Italia). Viene ad ogni modo fissato un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati ai fini del possibile utilizzo elusivo e abusivo di questo canale di finanziamento.

Nel *Social lending* l'investimento avviene attraverso la sottoscrizione di un prestito con un contratto denominato di servizio di pagamento a "distanza" il quale prevede le modalità di rimborso e remunerazione del capitale attraverso il riconoscimento di un tasso d'interesse da corrispondere alla controparte (Politecnico di Milano, Report Crowdfunding 2017). Il citato rapporto che si instaura tra investitore e soggetto finanziato si configura come un "contratto di mutuo" disciplinato dall' articolo 1813 e seguenti del Codice civile: "*il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili e l'altra a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità".* Nel caso specifico del *Social lending* tramite questo rapporto contrattuale una parte, che coincide con l'investitore, mette a disposizione della controparte finanziata una somma di denaro con il vincolo che quest'ultima adempia al rimborso del capitale prestato entro un certo periodo di tempo a fronte di un tasso d'interesse prestabilito. La differenza rispetto ad un classico prestito bancario si riscontra nel fatto che in questo modello gli investitori vantano un credito diretto verso i soggetti finanziati, al contrario dei risparmiatori che depositano il proprio denaro in banca la quale poi, agendo lei da intermediario finanziario, provvederà ad erogare il credito a terzi.

A conclusione di questo breve inquadramento normativo sul *social lending crowdfunding* sono state adottate delle misure di agevolazione volte allo sviluppo e all'incentivazione di tale modello. In primis la Legge di bilancio 205/2017 ha introdotto agevolazioni per le persone fisiche prestatori di capitali predisponendo un'agevolazione fiscale definitiva ad aliquota del 26% per i proventi ottenuti, come peraltro già prevista per proventi finanziari derivanti da dividendi e stacco di cedole per obbligazioni. Inoltre, ha in secondo luogo previsto la possibilità per gli enti di previdenza e i fondi pensione di collocare all'interno dei piani individuali di risparmio quote di prestiti o di fondi di credito erogati e/o originati tramite portali di *Social lending crowdfunding* usufruendo dei relativi incentivi fiscali (www.p2plindingitalia.com).

Oltre a quanto già detto, e come descritto nei paragrafi precedenti, la frammentazione causata dall'eterogeneità delle diverse normative nazionali applicabili al *Crowdfunding* rappresenta ad oggi uno delle prime barriere di sviluppo di tale modello, creando notevoli costi di conformità giuridica per lo più non economicamente sostenibili da parte degli investitori. Detto ciò, la Commissione europea lavora alla creazione di un quadro normativo europeo omogeneo anche per le piatteforme di *Social lending* con l'obbiettivo di agevolare questo strumento da un lato, e predisporre una maggiore protezione per gli investitori dall'altro.

Pertanto, l'Unione europea segue l'obbiettivo di sviluppo di un'unione dei mercati dei capitali unico fornendo l'opportunità di perseguire i propri investimenti e obbiettivi in un ambiente stabile e omogeneo dal punto di vista regolamentare.

Tra i tanti provvedimenti in tema di tutela degli investitori, in base all'art 15 del nuovo regolamento, ai fini del mantenimento di un livello di tutela degli investitori ed al contempo nell'intento di ridurre i rischi connessi al *crowdfunding* ed assicurare un trattamento equo a tutti i clienti, i fornitori di servizi di tale modello dovrebbero essere dotati di dispositivi volti ad assicurare che i progetti siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente e che i servizi di siano forniti nello stesso modo. Inoltre, come verrà ripreso alla fine di questo capitolo, giova sottolineare alcuni interventi contenuti nella Legge di Bilancio 2019, nella quale ai commi 236 e 238 dell'art. 1, è stato modificato il Testo unico in materia di intermediazione finanziaria stabilendo a tal riguardo che le piattaforme non sono più destinate alla raccolta esclusiva di capitale di rischio, bensì anche a "finanziamenti ottenuti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese".

Affrontando ora un aspetto più operativo, le richieste di crediti tramite piattaforme P2P richiedono, come previsto nel classico mercato creditizio, l'assegnazione di una valutazione di *rating* in base ai dati che descrivono i diversi livelli di rischio di ogni soggetto richiedente investimenti di capitale. È quindi di logica intuizione che più la valutazione di *rating* tenderà verso il basso e maggiore sarà il tasso di interesse applicato richiesto in base al rapporto rischio/rendimento della somma di capitale oggetto d'investimento. Di fatto, un *rating* basso avrà un tasso d'insolvenza maggiore e quindi un tasso d'interesse sul debito più alto.

Tale giudizio, il quale generalmente trova indicazione con una lettera indicativa accompagnata da un numero, consente di comprendere la capacità del debitore di rimborsare il proprio debito. Nel *P2P lending* i debitori vengono assegnati, dopo un'analisi qualitativa e quantitativa, ad una classe di rating sulla base della durata del prestito e della capacità finanziaria del soggetto. Ad ogni valutazione di *rating* è corrisposta una probabilità di insolvenza espressa in termini percentuali la quale indica il valore di perdita attesa per il debitore stesso. Il fattore critico di successo di queste piattaforme è raffigurabile proprio in questa peculiarità, ovvero la capacità di stimare adeguatamente il merito creditizio al fine di ridurre al minimo il rischio d'insolvenza.

A tal proposito le piattaforme P2P, ma non solo, hanno sviluppato i cosiddetti fondi di protezione in casi di inadempienza laddove vi è un incremento di tutela degli investitori, da un lato, ma dall'altro un altrettanto aumento dei costi di gestione per i soggetti finanziati, essendo questi fondi sviluppati in quanto il rischio di credito rimane imputato agli investitori.

L'investimento avviene tipicamente con due modalità: nella prima modalità si prevede la suddivisione del prestito in quote generalmente costanti che gli investitori possono autonomamente acquistare in maniera autonomia sulle piattaforme web; nella seconda modalità, invece, i portali creano dei portafogli di prestiti con uno stesso rischio/rendimento che possono essere acquisiti pro-quota ed è possibile inoltre, ai fini della riduzione massima del rischio d'insolvenza, che il denaro dei prestatori sia ripartito in più portafogli con lo stesso rapporto rischio-rendimento prestabilito. È prevista inoltre la possibilità, ai fini di rientrare velocemente dell'investimento effettuato, di rivendere i propri crediti a terzi creando a sua volta conseguentemente un mercato secondario (www.p2plending.com). Le diverse tipologie di prestito ottenibili attraverso portali P2P si differenziano in relazione alla natura degli strumenti utilizzati e la destinazione a cui questi ultimi sono indirizzati.

A tal proposito il *Crowdlending* è applicabile a:

- Prestiti personali che rappresentano ad oggi, grazie alla flessibilità e al costo dei tassi passivi praticati, la forma di *Crowdlending* più diffusa (R. De luca, 2019). A ciò si deve anche aggiungere che le persone fisiche fanno ricorso al P2P per diversificare le proprie linee di credito all'interno del proprio debito personale.
- Prestiti aziendali: Il *Credit crunch* verificatosi nel mercato dei capitali ha imposto la necessità di ricercare nuovi e alternativi canali di finanziamento rispetto a quello bancario, che in molti casi hanno trovato riscontro nel *Peer to Peer lending.* Inoltre, in molti casi questo strumento finanziario alternativo può essere utilizzato anche da imprese in fase di *start up* o che non dispongono di un *Track record* adeguato all'accesso alle fonti di finanziamento tramite canali tradizionali (alcune delle principali piattaforme richiedono un'anzianità di soli sei mesi).

Ad ulteriore sostegno di tale modello, ulteriore aspetto che sta incentivando il ricorso da parte delle aziende di questa forma di finanziamento riguarda la possibilità di accedere al credito anche senza offrire garanzie reali.

Individuate le diverse fattispecie di prestiti applicabili, viene ora focalizzata brevemente l'attenzione sugli strumenti finanziari utilizzati per successivamente passare ai diversi *business model* applicati.

A tal riguardo gli strumenti finanziari sono utilizzati per (R. De Luca, 2019):

- Mutui e finanziamenti per l'acquisto di immobili: tale strumento trova origine nel mercato anglosassone ma sta iniziando a riscontrarsi anche nel mercato Europeo. In linea di massima è richiesto al "prenditore" il versamento di un acconto pari ad almeno il 10% del prezzo di acquisto dell'immobile senza alcun obbligo di sottoscrivere un'assicurazione. Inoltre, sempre con l'obbiettivo di incentivare tale modello, non sono previste *origination fees* (commissioni di emissione) o *penalty payments* (penalità) per estinzioni anticipate, garantendo la chiusura delle istruttorie per i prestiti entro 30 giorni;

- Finanziamenti volti allo sviluppo aziendale: acquisizione attraverso canali di finanziamento alternativi di immobilizzazioni materiali quali ad esempio macchinari. Inoltre, come anticipato precedentemente, anche per le imprese il *lending crowdfunding* può essere un'alternativa di ristrutturazione del debito in termini di diversificazione delle linee di credito utilizzate;
- Liquidità a breve: Il *Peer to Peer lending* viene spesso utilizzato per far fronte a un fabbisogno finanziario di breve periodo derivante dalla gestione del *cash* circolante dell'impresa;
- *Invoice trading:* questo strumento rappresenta il tradizionale "sconto" della fattura attuato dalle banche per supportare il capitale circolante. Gli investitori anticipano l'importo della fattura al netto della remunerazione richiesta.

Le piattaforme agiscono come facilitatori d'incontro tra domanda e offerta e, adottando anche modelli di business differenti tra loro, rispondono ad un insieme di caratteristiche tra loro comuni ovvero:

- Raccolta di domande di finanziamento da parte dei potenziali debitori i quali a loro volta forniscono informazioni di base sulla natura del loro progetto. Le informazioni fornite sono identità e reddito nel caso di famiglia e bilancio nel caso di PMI;
- Selezione dei potenziali debitori attribuendone una valutazione di merito (*rating*);
- Predispongono la possibilità di finanziarie anche una sola parte del finanziamento che i proponenti richiedono;
- Gestione dei flussi di pagamento tra debitori e investitori direttamente o tramite terzi;
- Remunerazione per mezzo di commissioni proporzionali all'importo del debito e dell'ammontare investito. In cambio dell'erogazione dei servizi le piattaforme applicano a carico del richiedente e/o prestatore delle commissioni di istruttoria che oscillano tra lo 0.5% e il 2,5% dell'ammontare del prestito a seconda della piattaforma, commissioni che generalmente sono inferiori a quelle praticate dalle banche.

Considerando il rapporto che le piattaforme e/o i debitori hanno con gli investitori, le piattaforme gestiscono in maniera autonoma il *matching* tra domanda e offerta della liquidità.

Come afferma la Banca D'Italia, il passare del tempo ha consentito una sempre maggiore semplificazione di questo aspetto del funzionamento delle piattaforme consentendo ad oggi lo sviluppo di queste modalità:

- Le piattaforme e/o il debitore stabiliscono il tasso d'interesse di riferimento e a loro volta gli investitori definiscono la quota di debito che sono disposti a finanziare. Una volta raggiunto l'importo da finanziare, il debitore riconosce un valore medio dei tassi offerti ponderandolo per le rispettive quantità (modello progressivamente abbandonato in quanto ritenuto eccessivamente complesso per l'investitore);
- La piattaforma stabilisce il tasso d'interesse in relazione alla valutazione di *rating* del debitore e la decisione d'investimento è delegata agli investitori stessi. A tal proposito le piattaforme che adottano tale modello consentono generalmente agli investitori di ripartire il proprio investimento sulla base del proprio profilo rischio/rendimento (modello prevalentemente utilizzato per i prestiti a PMI);
- La piattaforma sceglie autonomamente i soggetti da finanziare i quali vengono automaticamente individuati dal portale in base alle preferenze espresse in termini di profilo rischio/rendimento e di durata del finanziamento stesso (modello prevalentemente utilizzato per prestiti a persone fisiche);
- L'investimento è caratterizzato dall'acquisto diretto da parte degli investitori di quote di un fondo d'investimento che a sua volta finanzia prestiti attraverso la piattaforma P2P (modello recente utilizzato per i finanziamenti a persone fisiche).

Ad ogni modo, tutti i rischi di un contratto di debito quali ad esempio il rischio di credito, di liquidità e/o di variazione del tasso d'interesse rimangono interamente in capo ai finanziatori. Tuttavia, un aumento dei tassi d'insolvenza potrebbe avere nei confronti del richiedente un effetto distorsivo caratterizzato da una perdita di fiducia da parte degli investitori in relazione al sistema di *rating* utilizzato dalle piattaforme compromettendo di conseguenza la capacità di attrarre nuovi capitali.

Per quanto concerne invece i *business model* utilizzati all'interno di queste piattaforme vanno distinte due fattispecie principali: il modello diffuso ed il modello diretto.

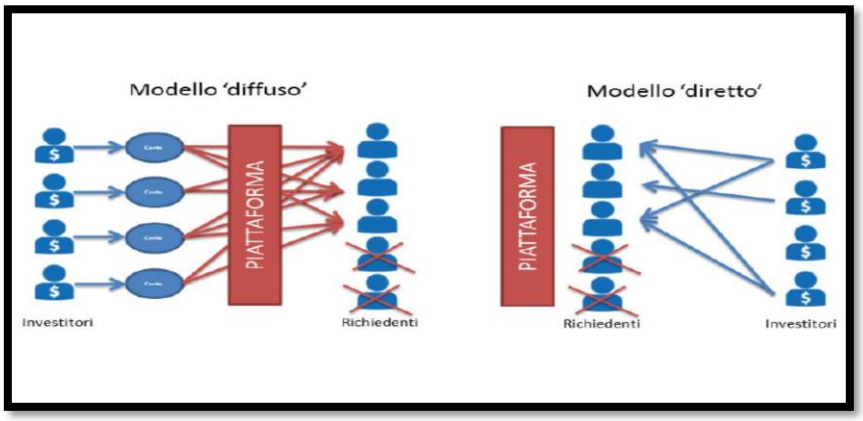
Il modello diffuso si caratterizza per il ruolo attivo che questo ultimo ha nella selezione delle richieste di credito fra quelle a loro pervenute e nella conseguente decisione dell'allocazione del capitale investito. Dopo la messa a disposizione di una determinata somma di denaro, a fronte dell'indicazione dell'importo prestabilito, del tasso d'interesse atteso ed al rapporto rischio/rendimento ritenuto per loro soddisfacente, i prestatori di capitale delegano alla piattaforma stessa l'allocazione del loro denaro fra i progetti da loro ritenuti ammissibili.

I prestatori non conoscono generalmente ex ante chi sarà il soggetto finanziato ma possono invece tramite la piattaforma analizzarne le sue caratteristiche principali e validare se i pagamenti consultivi a servizio del finanziamento risultano essere regolari o meno. Divenuti successivamente prestatori possono chiedere ogni informazione dettagliata sull'investimento stesso e, a meno che il prestatore non disponga diversamente, è previsto anche il reinvestimento automatico degli interessi pagati ogni mese sul capitale investito. Il vantaggio di questo modello da parte del richiedente consiste nella repentina possibilità di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi dovuta al fatto che la piattaforma è già in possesso dei fondi richiesti.

I richiedenti di investimenti in capitale ricevono quindi una proposta dalla piattaforma P2P rispetto al tasso d'interesse previsto comprendente la remunerazione netta per il prestatore, più un margine prestabilito per la piattaforma e un secondo eventuale margine previsto in caso di insolvenza e volto quindi alla tutela dei creditori.

Quando invece parliamo di modello diretto indichiamo quel processo che consente all'investitore connesso tramite *web* di analizzare e scegliere personalmente a chi destinare il proprio investimento, affrontando un'analisi diretta tra rischio e tasso d'interesse promesso. A differenza del modello precedente, sotto un punto di vista temporale, il processo prende iniziativa dai richiedenti i quali sono soggetti alla valutazione di rischio dalla piattaforma analogamente al modello precedente. La differenza è raffigurabile che in questo caso non sono le piattaforme a scegliere se e quanto investire nei diversi progetti pervenuti bensì gli investitori stessi. In questo caso il ruolo della piattaforma consiste solo nella preselezione dei progetti che successivamente verranno resi disponibili agli investitori, i quali per via della partecipazione diretta subiranno a loro volta un rischio di insolvenza molto elevato.

Dal punto di visto di applicazione dell'IVA ne deriva una diversa modalità di applicazione e di esenzione tra i modelli. Qualora il soggetto che concede un prestito si occupi direttamente anche della relativa negoziazione e gestione è prevista l'esenzione dell'applicazione dell'IVA (Commissione Europea, 2006). Si può quindi dedurre che l'esenzione IVA prevista dalla direttiva Europea dovrebbe essere applicabile nel modello diretto, mentre nel caso di modello diffuso bisognerebbe invece valutare se la sola indicazione da parte di un finanziatore del rapporto rischio/rendimento da lui prestabilito sia sufficiente a configurare tale situazione come una in cui il prestatore di denaro si occupa direttamente della negoziazione e gestione del prestito (www.crowdfundingcloud.it). Ad oggi queste indicazioni risultano essere solamente dottrinali e le autorità competenti italiane non si sono ancora espresse in merito portando ad un'incertezza se il *Social lending* sia o meno un modello esente dall'applicazione dell'IVA.



Fonte: Differenze fra modello diretto e diffuso (www.crowfunding.cloud.it)

Ulteriore aspetto caratteristico da menzionare, per cui si verifica un elevato grado di eterogeneità tra le diverse piattaforme, è rappresentato dalla gestione dei flussi finanziari e di pagamento in materia degli eventuali recuperi derivanti dagli insoluti relativi agli inadempimenti del richiedente nei confronti dell'investitore.

Tuttavia, è possibile all'interno dei *business model* individuare generalmente 3 modelli di servizio che delineano questo aspetto (E.Kirby, 2014):

- Modello *Notary,* laddove la piattaforma agevola l'incontro tra domanda e offerta ma i fondi sono raccolti dai finanziatori utilizzando una banca depositaria; in primis la banca eroga il finanziamento solo al raggiungimento del target previsto (modello "*all or nothing")* e successivamente provvede a trasferire il prestito alla piattaforma; la piattaforma emette un titolo di debito per il valore corrispondente alla parte del prestito effettivamente finanziata dall'investitore il quale a sua volta riceve un rendimento in base al piano di ammortamento del prestito;
- Modello *segregated client* account, laddove piattaforma agisce come mero punto di incontro tra domanda e offerta effettuando il matching tra prestatori di capitale e richiedenti mediante la raccolta di risorse all'interno di un fondo di pagamento al di fuori della piattaforma. Questo perché in caso di fallimento della piattaforma il rapporto tra finanziatore e debitore non sarà compromesso.
- Modello *guaranted* return, laddove la piattaforma ha un coinvolgimento diretto raccogliendo i fondi attraverso depositi presso i finanziatori applicando un tasso di remunerazione garantito calcolato sulla base del rischio di credito del debitore, provvedendo successivamente all'erogazione dei finanziamenti ai debitori.

Per quanto concerne invece la concreta erogazione del credito le procedure previste sono fondamentalmente due (M.Bofondi, 2017):

- Quando le offerte raggiungono l'importo complessivo richiesto dal debitore, la piattaforma fornisce servizi volti alla stipula dei contratti oggetto di finanziamento a fronte del quale i fondi offerti dai finanziatori, custoditi presso una banca, vengono messi a disposizione del richiedente;

- Nel momento in cui l'importo richiesto dal richiedente è stato raggiunto, la piattaforma dà disposizione a una banca partner di erogare un finanziamento al debitore stesso. In seconda battuta, tale prestito viene direttamente acquisito dalla piattaforma P2P imputandolo nel proprio bilancio. Il credito viene successivamente finanziato dal portale mediante l'emissione di titoli di debito il cui rendimento atteso è correlativo al pagamento delle rate da parte dei debitori, sviluppandosi così un doppio rischio di credito per gli investitori, derivante dal rischio d'insolvenza del debitore da un lato, e allo stesso tempo dalla piattaforma stessa dell'altro.

In conclusione, altro aspetto da tenere in considerazione riguarda il grado di protezione dal rischio di insolvenza offerto dalle diverse piattaforme, in base al quale vengono poi distinte:

- *Protected platform* in cui è previsto un apposito fondo di mitigazione del rischio al quale gli investitori potranno fare ricorso in caso di mancato pagamento di una o più rate da parte del debitore;
- *secured platform* in cui il debitore stesso fornisce al creditore garanzie reali;
- *unsecured platform* in cui non è prevista alcuna forma di tutela finanziaria.

Sotto il punto di vista dei vantaggi e degli svantaggi che questo modello di Crowdfunding comporta, in un contesto finanziario con bassi tassi di rendimento dei titoli di stato, alcuni risparmiatori hanno orientato le proprie politiche di investimento verso forme più rischiose ma che consentono una maggiore remunerazione. A tal riguardo, come evidenziato dal Barclays Capital ABS index, questi rendimenti alternativi, al netto delle perdite degli investimenti nelle principali piattaforme, hanno performato un valore più elevato rispetto i titoli di stato di circa il 3%. Questo perché la riduzione dei costi di intermediazione finanziaria e gli altri oneri connessi ai costi della gestione fisica delle filiali, consentono l'ottenimento, anche a parità di rischio, di ottenere tassi di interesse più favorevoli rispetto ai classici canali bancari. A tal proposito, è stimato che le sole spese per il mantenimento di una filiale fisica rappresenti per le banche circa il 3% del totale del suo attivo (S.G. Hanson, 2015).

Come già anticipato, inoltre è di fondamentale importanza ricordare che i prestiti erogati tramite piattaforme P2P sono spesso riconducibili a piani individuali di risparmio i quali risultano, nel rispetto di determinate condizioni, esenti da imposizione fiscale.

A tal riguardo dal 2018 ad un tasso effettivo di interesse lordo del 6% corrisponderà un rendimento netto del 4,4% (R. De luca, 2016). In definitiva ne deriva che è più conveniente scegliere di investire i propri risparmi nell'erogazione di prestiti tra privati on-line rispetto ai classici canali finanziari.

Oltre alla riduzione dei costi per i debitori e l'aumento dei rendimenti per gli investitori, questo modello di finanziamento consente, almeno in linea teorica, un livello di diversificazione del proprio portafoglio maggiore migliorandone la gestione senza dover sostenere i costi derivanti dal processo di cartolarizzazione.

Questo perché il *Lending based crowdfunding* permette ad investitori istituzionali e non, di investire direttamente in una classe di attivi fino ad oggi acquistabile solo indirettamente per mezzo di titoli derivanti dalla cartolarizzazione. Con il termine cartolarizzazione indichiamo quell'operazione finanziaria che si realizza mediante la cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti (www.ilsole24ore.com). In altre parole, la cartolarizzazione dei crediti permette di "trasferire" il rischio di credito ad investitori terzi.

Altro aspetto da tenere in considerazione è la possibilità per le PMI di differenziare le proprie fonti di finanziamento. A causa di fattori critici già descritti, come la mancanza di un *track record* adeguato, l'entità ridotta dei finanziamenti richiesti e la presenza di un'elevata asimmetria informativa, le PMI come le *start up* non hanno accesso diretto ai mercati finanziari e le loro possibilità di essere finanziate o meno dipendono tendenzialmente dalla disponibilità dei prestiti bancari. Detto ciò, uno shock finanziario come quello verificatosi recentemente o un inasprimento delle politiche monetarie macroeconomiche di un paese, potrebbe avere gravi ripercussioni sulla sostenibilità dell'impresa stessa. La possibilità ad accedere a fonti di finanziamento alternative potrebbe consentire quindi una maggiore stabilità economica e capacità di sopravvivere ad eventi socioeconomici avversi.

In conclusione, esistono tuttavia un insieme di rischi e criticità che non possono essere trascurati se si vuole ricorrere a questo metodo di finanziamento.

In primo luogo, vi sono rischi derivanti da un'allocazione non efficiente del risparmio da parte delle piattaforme compromettendo la stabilità finanziaria dell'impresa (allocazione di risparmi a soggetti non meritevoli di ricevere un prestito). Come già detto, le piattaforme non assumendosi integralmente il rischio di credito e sviluppando solo sistemi di mitigazione del rischio, potrebbero non avere le giuste motivazioni e/o incentivi a selezionare i debitori seguendo un'ottica corretta e razionale. Questo fenomeno potrebbe essere aggravato da un comportamento elusivo da parte delle piattaforme a fronte della necessità di sviluppare nel breve termine un aumento esponenziale dei volumi finanziati. A ciò si aggiunge il fatto che, la maggior parte dei ricavi ottenuti dalle piattaforme, derivano dalle *fees* ottenute al momento del finanziamento e basano il loro *business model* su una strategia orientata ad economie di scala (maggiori transazione = maggiori guadagni).

In aggiunta, la valutazione dei crediti operata dalle piattaforme tramite *rating* non è soggetta ad alcuna vigilanza comportando il concreto rischio di sottostimare il rischio di credito dei debitori.

Sotto il punto di vista dei rischi connessi alle piattaforme esistenti, la qualità del credito erogato può assumere una forte rilevanza sull'equilibrio macroeconomico di un sistema finanziario. In primis, si correrebbe il rischio di un'eccessiva espansione in alcuni segmenti dell'economia e, in secondo luogo, il coinvolgimento di investitori istituzionali nell'attività di *Lending based crowdfunding* potrebbe comportare l'accumularsi di rischi in maniera simile a quanto si è verificato prima della crisi globale (J.Dermine, 2016).

A tal riguardo, al verificarsi di tassi d'insolvenza superiori alle attese, la solvibilità di investitori istituzionali protagonisti di ingenti investimenti potrebbe essere considerata a rischio comportando anche ripercussioni macroeconomiche di sistema. Di conseguenza, l'inaspettato aumento dei tassi d'insolvenza dei prestiti finanziati potrebbe compromettere la fiducia degli investitori e alterare l'operatività della piattaforma stessa.

Il fallimento di una piattaforma comporterebbe gravi ripercussioni finanziarie sui finanziatori dei prestiti stessi ed è per questo che numerose imprese che operano nel settore stipulano in forma preventiva accordi con società finanziarie volte alla loro sostituzione in caso di fallimento.

Sebbene il LBC (*Legally Binding Commitment*) costituisce ad oggi un esempio di innovazione finanziaria, difficilmente sarà in grado di sottrarre quote di mercato rilevanti al settore bancario.

Un effetto complementare è che la sua espansione sarà in grado di aumentare il livello di concorrenza nel settore finanziario istituzionale comportando una possibile riduzione del costo dell'intermediazione e dei tassi applicati con auspicabili effetti positivi sulla crescita economica.

Ad oggi, il fenomeno del *Peer to Peer lending* ha conosciuto nell'ultimo periodo una notevole espansione costituendo una fonte di finanziamento alternativa sia per le famiglie che soprattutto per le *start up* e le piccole medie imprese.

Come già sottolineato, uno degli aspetti più critici è riscontrabile nella mitigazione del rischio in capo all'investitore ed a tal proposito è necessaria una regolamentazione sovranazionale che definisca in maniera più dettagliata la gestione di tale strumento di finanziamento, come ad esempio obblighi di limitazioni del credito ai debitori più rischiosi e regole che assicurino una capacità di riassorbimento delle perdite da parte degli investitori. A ciò si aggiunge la necessità di sviluppo di un nuovo intervento normativo che dovrebbe perseguire l'intento di incrementare il livello di trasparenza e ridurre le asimmetrie informative presenti tra i vari soggetti al fine dell'ottenimento di un mercato più efficiente da un lato, ed una ottimale allocazione delle risorse dall'altro.

3.6 *EQUITY BASED CROWDFUNDING*, MODELLO ALTERNATIVO ALLA RACCOLTA DI CAPITALI DI RISCHIO: REGOLAMENTAZIONE, DISPOSIZIONI FISCALI, RISCHI E VANTAGGI.

Ulteriore modello di questo nuovo canale di finanziamento, caratterizzato dallo sviluppo di una *Sharing economy* che gradualmente sta sostituendo e mettendo in discussione i modelli di finanziamento consolidati tradizionali, è il cosiddetto *equity based crowdfunding.*

Nel presente paragrafo verrà in prima battuta ripresa la normativa di riferimento già brevemente descritta nella normativa prevista per il Crowdfunding, per successivamente passare ad individuare il processo che risiede al di sotto un'operazione di *Equity crowdfunding*, analizzandone i rischi e i fattori critici che la stessa operazione presenta sia dal punto di vista dell'investitore che del richiedente.

Se nel modello *Donation based* l'investimento è caratterizzato dalla forma dell'atto della liberalità di una donazione e nel *Reward based* i proponenti offrono una ricompensa non monetaria a fronte dell'apporto ricevuto dai sostenitori, l'*Equity based crowdfunding* prevede che il finanziatore ottenga, in cambio del denaro erogato alla società finanziata, una partecipazione al capitale. Di fatto il crowdfunding definito *Equity based* si verifica nel momento in cui, tramite un investimento on line, si riceve come corrispettivo una vera e propria quota partecipativa della società finanziata caratterizzata dai relativi diritti patrimoniali e amministrativi derivanti dalla partecipazione societaria.

Come anticipato nei capitoli precedenti, l'avviamento di una *Start up* di un piccolo imprenditore trova difficoltà, a causa dei fattori critici già descritti, ad accedere ai canali tradizionali di finanziamento bancario. Questo nuovo strumento di finanziamento rappresenta ad oggi l'unica possibilità concreta di contrastare questo *Equity gap* al fine di finanziare il proprio progetto imprenditoriale. Tramite l'utilizzo di questi modelli e piattaforme lo *Startupper*, se in possesso di un'idea convincente e correlata da un efficace business plan sviluppato da un team adeguato, ha la possibilità di arginare queste difficoltà proponendo al pubblico la condivisione dei rendimenti attesi mediante la partecipazione diretta al capitale di rischio. In sostanza, questo modello di finanza alternativa persegue l'obbiettivo di sviluppare una propria crescita futura tramite lo sviluppo di una *community* di investitori che partecipano direttamente al progetto imprenditoriale mediante l'apporto e la condivisione del proprio network relazionale, i propri capitali e le proprie risorse immateriali. Detto ciò, questo modello non è solo finanza, bensì permette alle società più aperte di allearsi e collaborare con i propri clienti e supporter accogliendoli come investitori (www.wearestarting.it). Quindi l'operazione non consiste di per sé solo nel mero finanziamento, bensì può essere considerata come un test preventivo di mercato sulla validità della propria idea di business, rafforzandone la credibilità finanziaria verso gli investitori istituzionali da un lato, e ponendo le basi per una eventuale e successiva fase di espansione e/o IPO dall'altro. Infatti, il modello *Equity based* pone le basi verso l'ottenimento di finanziamenti da parte di enti, quali società di Venture Capital e/o Business Angel (I. Pais, 2014), nonché la possibilità di entrare nei mercati mediante un'offerta iniziale pubblica, cosiddetta IPO (G. Tardivo, 2012).

Per essere concisi, il *crowdfunding equity based* si configura come un aumento di capitale a pagamento (R. De luca, 2015), attuato mediante un'offerta di raccolta fondi on line.

Per quanto concerne il contesto normativo, di fronte ad uno scenario economico-finanziario non esaltante per l'imprenditoria italiana derivante principalmente dalla crisi globale registratasi nel settore finanziario, il legislatore ha cercato di sviluppare nuove soluzioni atte a creare nuove opportunità di crescita e di sviluppo e, per tale scopo, sono stati varati una serie di nuovi strumenti finanziari finalizzati ad incentivare la crescita delle imprese Italiane. In conseguenza di tale quadro macroeconomico, l'Italia è stato, come già anticipato, il primo paese UE ad essersi dotato di una normativa specifica in materia di *equity crowdfunding.*

Nel corso del 2012 il governo italiano ha a tal riguardo sviluppato un iter normativo caratterizzato come segue:

1. D.lgs. n. 83/2012 convertito in Legge n. 134/2012: *"ritenuta la straordinario necessità ed urgenza di emanare disposizioni per favorire la crescita, lo sviluppo e la competitività nei settori delle infrastrutture, dell'edilizia e dei trasporti, nonché per il riordino degli inventivi per la crescita e lo sviluppo sostenibile finalizzate ad assicurare, nell'attuale situazione di crisi internazionale ed in un'ottica di rigore finanziario e di effettivo rilancio dello sviluppo economico, un immediato e significativo sostegno e impulso al sistema produttivo del paese, anche al fine di garantire il rispetto degli impegni assunti in sede europea indispensabili, nell'attuale quadro di contenimento della spesa pubblica, al conseguimento dei connessi obbiettivi di stabilità e di crescita".*
2. D.lgs. n. 179/2012 (Decreto crescita 2.0) convertito nella Legge 221 introducendo per determinate fattispecie di imprese la possibilità di raccogliere forme alternative di finanziamento e introducendo nell'ordinamento giuridico italiano la definizione di "nuova impresa innovativa ad alto valore tecnologico", la cosiddetta *Start up innovativa*. In via del tutto inedita in favore di questa tipologia d'impresa ed al possesso di predefiniti requisiti previsti dalla normativa sono concesse, senza distinzioni settoriali, agevolazioni di natura civilistica, giuslavoristica e fiscale oltre che all'accesso in maniera semplificata, gratuita e diretta al Fondo Pubblico di garanzia per le PMI (www.consob.it).

Per quanto concerne le forme di finanziamento alternative al sistema bancario indicate sul decreto, esse possono essere qualificate come:

1. Emissione di prestiti obbligazionari su mercati regolamentati o alternativi da parte di società non quotate, ovvero i cosiddetti "mini bonds";
2. Raccolta di fondi per le *Start up innovative* attraverso l'*Equity based crowdfunding*

Di fatto l'introduzione della normativa descritta pone le basi per lo sviluppo di una delle maggiori novità introdotte, laddove chi ricopre lo status di *Start up innovativa*, è concessa la possibilità di ricorrere al reperimento di capitale di rischio mediante e*quity based crowdfunding* (Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013).

Un successivo intervento normativo fu sviluppato per ulteriormente incentivare lo sviluppo di tale modello e ciò avvenne tramite il D.lgs. n. 33 del 24 marzo 2015 (Investment Compact) dove la raccolta di capitali di rischio mediante piattaforme on line non viene circoscritta alle sole *Start up innovative* bensì ampliata a tutte le PMI innovative.

Ai sensi dell'art. 4, comma 1, D.lgs. 3/2015, rientra nella nozione di PMI innovativa la società che:

- Impiega meno di 250 addetti e rispetta almeno uno dei seguenti limiti: fatturato totale annuo inferiore a 50 milioni o bilancio non superiore a 43 milioni di euro;
- Ha certificato l'ultimo bilancio e l'eventuale consolidato;
- Non è iscritta nel registro speciale delle *Start up innovative*;
- Non ha azioni quotate in mercati regolamentati;
- Sia in possesso di almeno uno dei tre seguenti requisiti: 1) Ha spese in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 3% del maggiore tra il valore ed il costo della produzione; 2) Impiega personale altamente qualificato con almeno 1/5 di dottori di ricerca e/o almeno 1/3 con Laurea magistrale; 3) risulta essere titolare, depositaria e/o di almeno un brevetto o un software registrato presso il pubblico registro software della SIAE.

Inoltre, sempre perseguendo lo scopo di facilitarne la diffusione, vengono introdotte altre innovazione tra cui l'ampliamento degli offerenti potenziali (anche OICR e altre società di capitali che investono in *Start up innovative* e PMI innovative) e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta tra i quali azioni o quote di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio).

A tal proposito sono state ammesse due nuove categorie di operatori: gli "Investitori professionali su richiesta", così disciplinati e definiti dalla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento MiFID o Markets in Financial Instruments Directive, e gli "investitori a supporto dell'innovazione" identificati e disciplinati dalla Consob su criteri oggettivi.

Proseguendo in ordine cronologico, la Legge di Bilancio 2017 del Senato in materia di PMI e Crowdfunding all'art 1, comma 70, ha concesso anche alle PMI non innovative, solo se costituite nella forma di società per azioni, la possibilità di quotazione tramite portali on-line.

A decreto-legge immediatamente convertito, si è ampliata per tutte le PMI la possibilità di ricorrere al *Crowdfunding equity based* che effettivamente ha trovato operatività con l'emanazione del nuovo regolamento Consob sull'applicazione di tale modello (www.consob.it). A tal proposito, è evidente che questo nuovo provvedimento volto all'allargamento dell'applicazione di tale modello a tutte le PMI, risponde alla condizione del fatto che buona parte del tessuto imprenditoriale italiano è costituito da piccole e medie imprese nella forma di S.r.l.

Da ultimo la Consob ha recentemente approvato significative modifiche al regolamento N.18592 del 26 Giugno sulla raccolta di capitali di rischi tramite portali on-line. A tal proposito, I cambiamenti introdotti perseguono l'obbiettivo di fornire una continua incentivazione e sviluppo di tale modello.

In sintesi, ed a tal proposito, le principali variazioni introdotte sono riconducibili a quanto segue:

- Emissione di mini-bond da parte di PMI che potranno essere sottoscritti anche da investitori *Retail* autorizzati dalla Consob e non più solo istituzionali (Debt Based Crowdfunding). Nello specifico è ammessa la sottoscrizione di tali strumenti a:

  1) soggetti che detengono un portafoglio di strumenti finanziari per un controvalore pari a 250.000 euro;

  2) coloro che si impegnano a investire almeno 100.000 euro nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare, della consapevolezza dei rischi connessi;

  3) investitori *Retail* nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti;
- Interventi volti ad una maggiore liquidità dell'*Equity crowdfunding*. I portali hanno la possibilità di istituire sul proprio sito bacheche on line volte alla "*compravendita di strumenti finanziari, che siano state stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di crowdfunding",* mediante le quali dovrebbero rendere più liquido il settore.
- Possibilità di raccogliere capitali anche per società con sede in un paese membro dell'Unione Europea.

Entrando nello specifico delle discipline previste per questo modello giova sottolineare come, nell'ordinamento italiano, rivestono particolare importanza l'art. *50-quinquies* e l'art. *100-ter* del TUF (Testo Unico sulla Finanza) nonché il regolamento Consob n.18592 con i relativi aggiornamenti già citati.

L'art *50-quinquies* del TUF disciplina la gestione delle piattaforme di *Equity based crowdfunding.* L'articolo definisce i gestori di portali come coloro che "*professionalmente esercitano il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*" e sono iscritti, sulla base del contestuale regolamento Consob, in un apposito registro da quest'ultimo tenuto.

Ad oggi i soggetti che possono promuovere una campagna di *Equity based crowdfunding* sono: le Start up innovative; le PMI innovative; gli OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio); le società di capitali che investono prevalentemente in Start up innovative, in PMI innovative e PMI; nonché tutte le PMI indipendentemente dalla loro responsabilità giuridica. Tale disposizione è contenuta all'interno dell'art 57, comma 1, del Decreto-legge n.50 del 24 aprile 2017.

Secondo il comma 2 dello stesso articolo, la gestione dei portali di tale modello può essere rivolta a due soggetti:

- Gestori di diritto quali: banche; imprese di investimento; società di intermediazione mobiliare; imprese di investimento UE; imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia; società di gestione del risparmio; società di investimento a capitale variabile/capitale fisso che gestiscono direttamente i propri patrimoni; società di gestione UE; gestori di fondi in investimento alternativi UE ossia fondi Europei per l'imprenditoria sociale. Tutti questi soggetti non sono vincolati all'autorizzazione della Consob per svolgere le loro funzioni ma vengono iscritti in un apposito registro;
- Gestori autorizzati, ovvero società nate appositamente per la gestione di portali *equity-based* con relativa iscrizione nella sezione ordinaria del registro Consob.

Secondo il terzo comma dell'articolo in oggetto, l'iscrizione è subordinata al sussistere delle condizioni lì citate, cioè:

- S.p.A., S.a.p.a., S.r.l. o Società cooperativa;
- Sede legale e amministrativa stabile nel territorio italiano;
- Oggetto sociale conforme alle operazioni di raccolta di capitali di rischio;
- Requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dalla Consob per i soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo;
- Sviluppo di un sistema di indennizzo e/o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale volto alla tutela degli investitori.

In conclusione, giova sottolineare che con tale articolo, cardine dello sviluppo di tale modello, la Consob esercita un compito di vigilanza sui gestori dei portali autorizzati e non.

Da un punto di vista operativo, nel momento in cui il portale riceve la volontà dell'investitore di finanziare un progetto tramite la piattaforma, dovrà inoltrare l'ordine di adesione ai soggetti autorizzati a perfezionarne gli ordini (Banche, SIM, imprese investimento UE, ecc.), ciò per rendere effettiva la sottoscrizione di azioni e/o quote della società oggetto d'investimento. I portali a loro volta, mediante apposite schede redatte secondo i principi stabiliti dalla Consob, devono predisporre informazioni concernenti le aziende oggetto dell'investimento stesso per gli investitori. Su tali schede informative non vi è alcun procedimento di vigilanza e di approvazione da parte della Consob ma è previsto che alcune informazioni siano obbligatorie quali: il *Business Plan* dell'offerente; i *curricula vitae* dei promotori; i rischi specifici dell'offerta; l'informativa contabile (art. 16 Reg. Consob nr. 19520).

Gli investitori invece, prima di poter aderire ad un progetto tramite piattaforma on line, devono effettuare un "percorso di investimento consapevole" che testimoni della presa visione e comprensione delle caratteristiche e dei rischi del progetto stesso.

Secondo pilastro normativo di questo modello è l'art. *100-ter* del TUF col quale viene descritta la disciplina dell'offerta di raccolta di capitali tramite portali. In primis, le offerte devono avere un ammontare totale inferiore a quello previsto dalla Consob che, in base alla normativa vigente, consiste in 8 milioni di euro. Inoltre, per essere ritenuta efficace e valida, una quota non inferiore al 5% dell'aumento di capitale deve essere sottoscritta da investitori professionali, da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative "certificati" o da investitori a supporto dell'innovazione. Tale soglia viene ridotta al 3% nel caso di offerte effettuate da PMI in possesso degli ultimi due anni di certificazione bilancio, ed eventuale bilancio consolidato, redatti da società di revisione contabile.

Ambito soggettivo dei potenziali offerenti	Riferimenti normativi	Investimento massimo
Start – up innovative	Art.25 DL n.179/2012	Fino a 8 €/mln
Start – up turismo	Art.11-bis n.83/2014	
PMI innovativa	Art 4, DL n.3/2015	
OICR che investe prevalentemente in start-up e in PMI innovative	Art 1, c.2,lett.e)DM-MEF 30-01-2014	
Società di capitali che investe in Start-up e PMI innovatve	Art 1, C.2, lett.f) DM-MEF 30.1.2014	

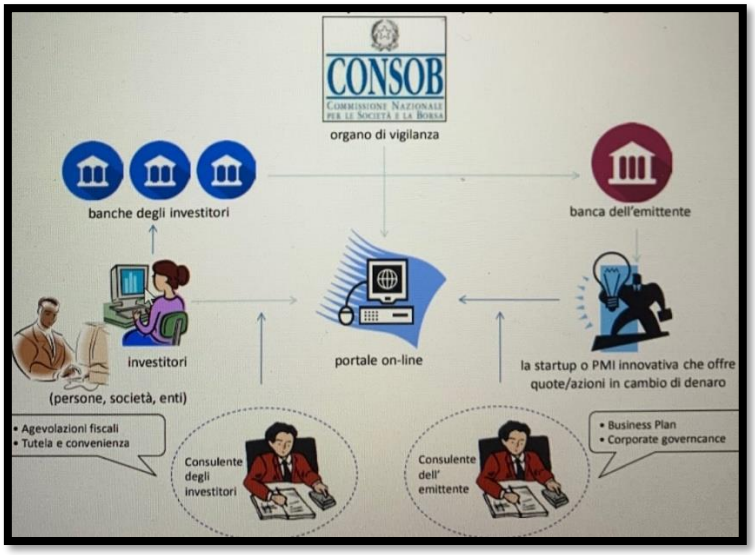
Ambito soggettivo dei potenziali investitori	Riferimenti normativi	Quota sottoscrivibile
Qualunque persona fisica/persona giuridica	Art. 17, reg. Consob n.19520/2016	Non più del 95% dell'ammontare della raccolta
Fondazioni bancarie	Art. D.lgs. n 153/1999	Non meno del 5% dell'ammontare della raccolta
Incubatori certificati	Art. 25, comma 5, D.lgs. N.179/2012	
Investitori professionali	Reg. Consob n. 16190/2007	
Clienti professionali privati di diritto e clienti professionali privati su richiesta	Reg. Consob n. 16190/2007	
Clienti professionali pubblici di diritto e Clienti professionali pubblici su richiesta	Art. 2 e 3 del DM-MEF n.236/2011	
Investitori a supporto dell'innovazione	Art 24,c.2, Reg. Consob n.19520/2016	

Cfr: "Rielaborazione normativa art. *100-ter* e *50 quinquies* del TUF".

Tabella a cura dell'autore

La sottoscrizione può essere effettuata, sostituendo le formalità prevista all'art. 2470 del Codice Civile, mediante intermediari abilitati i quali a loro volta effettuano l'operazione patrimoniale delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta tramite portale e, entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, gli stessi depositano presso il registro delle imprese una certificazione che attesti la loro titolarità di soci per conto terzi sopportandone il relativo costo. Gli investitori non considerati professionali hanno diritto di revoca entro sette giorni dal momento in cui, tra il momento dell'adesione all'offerta e il momento della sua chiusura, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore informativo sul portale tali che siano oggettivamente atti ad influire le decisioni dell'investimento.

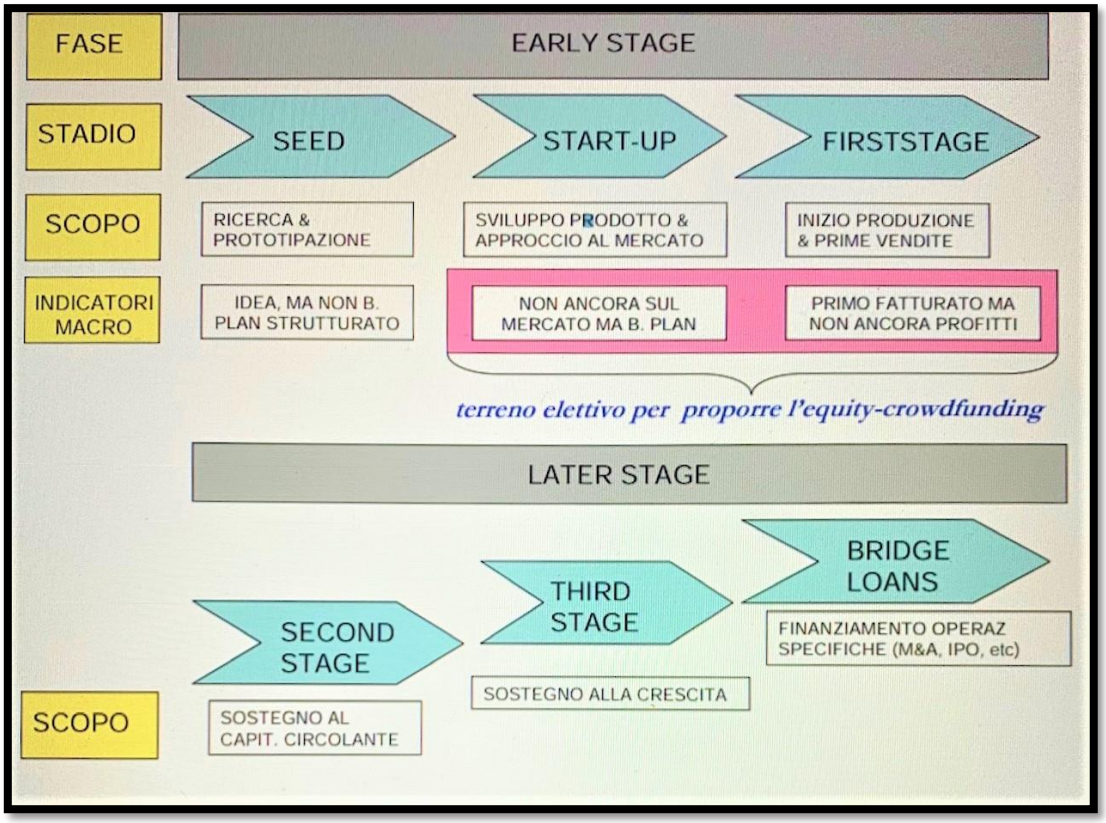
In aggiunta, è previsto il diritto di recesso, immotivato e senza costi, entro giorni sette dall'ordine di adesione (www.consob.it).



Fonte Consob: "I soggetti coinvolti in un'operazione di *Equity crowdfunding*"

Alla luce di quanto sopra raffigurato, nel momento in cui una società scelga la strategia di finanziarsi e raccogliere *equity* attraverso piattaforme *Equity based,* dovrà in via preliminare contattare un gestore di portali e, supportata dai consulenti aziendali, dovrà porre in essere delle attività volte alla promozione del progetto quali ad esempio può essere la predisposizione di un efficace *Business plan* e, per completare l'iter necessario, deliberare l'aumento di capitale sociale nell'assemblea straordinaria, previo adattamento dello statuto e formulazione della proposta di investimento.

Detto ciò, risulta di fondamentale importanza l'identificazione del *Timing* ideale per sviluppare un'operazione di *Equity crowdfunding* che generalmente coincide nel momento in cui i fondatori sono fermamente convinti della loro *Business idea* e si credono consci delle loro capacità di presentarla efficacemente al mercato senza dover aspettarsi che gli investitori corrano ulteriori rischi, oltre al rischio d'impresa che già si sono assunti. A tal riguardo viene di seguito raffigurato nel prospetto il *Timing ideale* del ciclo di vita per lo sviluppo di una campagna in riguardo al modello in oggetto di descrizione.



Fonte Consob: "Timing *Equity based crowdfunding*"

In materia di agevolazioni fiscali previste, essendo generalmente rivolte al finanziamento di Start up e/o PMI innovative, l'investimento in *Equity based crowdfunding* gode di una serie di sgravi fiscali con detrazioni per le persone fisiche e crediti di imposta per le persone giuridiche; con la Legge di Bilancio 2017 la misura ordinaria delle agevolazioni previste è pari al 30% (Commissione Europea, 2017).

Per i soggetti IRPEF, l'agevolazione consiste in una detrazione dell'imposta lorda pari al 30% delle somme investite nel capitale sociale di una Start up con un massimo detraibile di 1.000.000 di euro per ciascun periodo d'imposta e quindi, per un risparmio massimo riscontrabile nella somma di 300.000 euro anno; nel caso in cui la detrazione superi l'imposta lorda, l'eccedenza può essere portata in detrazione entro i 3 anni successivi (Pagamici B, 2019).

Sempre secondo la Legge di Bilancio 2017, i soggetti IRES godono di una deduzione dal reddito pari al 30% dei conferimenti rilevanti effettuati.

A tal riguardo l'investimento massimo deducibile non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di 1,8 milioni di euro e comporta, in considerazione dell'aliquota IRES del 24%, un risparmio IRES massimo di 129.600 euro. Inoltre, nel caso in cui la deduzione superi l'importo precedentemente stabilito, l'eccedenza può essere computata in aumento dell'importo deducibile dal reddito complessivo dei periodi di imposta successiva ma non oltre il terzo, fino a concorrenza del suo ammontare (B. Pagamici, 2019). Oltre a ciò, di recente introduzione e previa autorizzazione della commissione europea ed in particolare per le *Start up* innovative, gli sgravi fiscali sono stati innalzati dal 30% al 40% per quanto concerne le detrazione IRPEF e dal 30% al 50% per le aliquote dei soggetti IRES solo nei casi di acquisizione dell'intero capitale sociale di una Start up e che il medesimo capitale sia mantenuto per almeno 3 anni.

Anche per le PMI innovative la Commissione Europea ha autorizzato gli incentivi fiscali all'investimento di capitale di rischio in questa fattispecie di società. Detto ciò, la misura assegnata alle persone fisiche che investono in una PMI innovativa è, come nel caso delle Start up innovative, pari al 30% dell'investimento, fino ad un massimo di 1 milione di euro. Ai soggetti IRES invece spetta una deduzione del reddito imponibile anche in questo caso del 30% dell'investimento fino ad un massimo di 1,8 milioni di euro (Commissione Europea, 2017).

Le agevolazioni sono escluse quando gli investimenti in *Start up* innovative sono effettuati (www.consob.it):

- Tramite OICR o Società a partecipazione pubblica;
- In Start up innovative che operano nel settore della costruzione navale e nel settore del carbone e dell'acciaio;
- In Start up in uno stato di difficoltà finanziaria;
- Tramite Start up innovative, gli incubatori certificati, gli OICR e altre società di capitali che investono prevalentemente in *Start up* e/o PMI innovative;
- Da soggetti in possesso, precedentemente all'atto di investimento nella Start up innovativa, di quote di partecipazioni, comprendendo quelle detenute da familiari e/o società controllate, superiori al 30%.

Sono previsti inoltre casi di decadenza di tale beneficio al verificarsi di determinati casi che sono: (www.rivistadirittotributario.it)

- Cessione a titolo oneroso delle partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti agevolati;
- Cessione di diritti o titoli ove permettono l'acquisizione delle partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti agevolati;
- Riduzione di capitale sociale e ripartizione di riserve costituiti con sovraprezzi di emissione di quote di Start up innovative;
- Il recesso o l'esclusione degli investitori soggetti passivi di imposta IRPEF o IRES nel caso di investimento agevolato;
- Qualora si perda uno dei requisiti previsti per la definizione di Start up o PMI innovative.

A fronte di quanto sopra descritto, queste condizioni devono verificarsi entro 3 anni a decorrere dalla data in cui l'investimento è stato effettuato.

Di contro, non costituiscono invece causa di decadenza, il trasferimento a titolo gratuito o *mortis causa* delle quote di partecipazioni ricevute in sede d'investimento, come i trasferimenti derivanti da operazioni straordinarie di consolidamento, tra le quali ad esempio: trasformazione; fusione; scissione di società; scambi di partecipazioni.

Queste operazioni non comportano la decadenza delle agevolazioni fiscali e possono essere considerate ammesse in materia di agevolazioni fiscale, ove le stesse si siano verificate a decorrere dalla data in cui l'investimento agevolato da parte del dante causa è stato effettuato. Giova inoltre ricordare che, al verificarsi di investimenti effettuati in Start up o PMI innovative da parte di Società di capitali, i benefici fiscali ottenibili dalle agevolazioni previste sono da cumulare con gli stessi ottenuti dall'applicazione del regime di *partecipation exemption* all'atto dell'investimento.

A conclusione di questa prima parte prettamente teorica, verrà affrontata la disciplina IVA applicabile a questo modello mentre, nel prosieguo, si analizzeranno questioni legate più all'operatività di questo fenomeno analizzandone i vantaggi ed i rischi sia dal lato dell'emittente che dal lato dell'investitore.

Come nell'analisi dei punti di forza e debolezza appena citati, anche nella disciplina dell'applicazione dell'IVA occorre distinguere tra Società emittenti e investitori.

Dal lato dell'emittente l'offerta di partecipazioni societarie è un'operazione esente dall'applicazione dell'IVA, mentre dal lato dell'investitore l'acquisto di azioni o quote di società richiede l'applicazione dell'IVA solo nel caso in cui "*il possesso delle partecipazioni sia accompagnato da un'interferenza diretta o indiretta nella gestione della società partecipata"* (M.Tencalla, 2017).

Analizziamo più in dettaglio le motivazioni caso per caso:

- Società emittente: come disciplinato dalla Commissione Europea 2016, art. 135 della direttiva Europea sull'Imposta sul Valore Aggiunto (VAT *Value Added Tax*), l'emissione di partecipazione societarie è un'operazione esente dall'applicazione dell'IVA. Questo a testimonianza del fatto che, nella sottoscrizione di quote e/o azioni caratteristica di questo modello, non si verifica una cessione di beni o una prestazione di servizi a titolo oneroso. Inoltre, l'IVA relativa alle spese sostenute per l'emissione delle partecipazioni societarie, dovrebbe essere detraibile in quanto oneri qualificabili come spese generali correlate all'attività economica svolta, salvo il caso in cui le operazioni svolte riguardino operazioni non imponibili (M. Tencalla, 2017);
- Investitori: l'acquisto di azioni o quote di società è raffigurabile come una "attività economica rilevante per l'acquisizione della soggettività passiva IVA". Esso si verifica ad esempio nel caso in cui la sottoscrizione di quote o azioni avvenga tramite un investitore professionale.

Per quanto concerne i gestori di portali on line in materia di imposizione delle commissioni applicate a servizi d'intermediazione proposti, l'applicazione o l'esenzione dipendono dalla natura della tipologia di attività svolta dagli stessi portali. Nello specifico caso in cui il gestore si occupi in maniera diretta dei pagamenti e dei trasferimenti in denaro tramite il proprio portale, esso è esente dall'applicazione dell'IVA.

Nel caso contrario invece, laddove tale attività è svolta indirettamente tramite soggetti terzi, allora essa risulta imponibile IVA (Commissione Europea, 2015). Come già precedentemente anticipato e descritto nel art *100-ter* del TUF, in Italia la gestione dei portali di *equity based crowdfunding* viene svolta da due classi di operatori: i gestori di diritto ed i gestori autorizzati. I gestori di diritto, quali banche, SIM e Società d'investimento, possono direttamente gestire le operazioni di pagamento e trasferimento di denaro sul proprio portale esentandosi quindi dall'applicazione dell'IVA.

Al contrario, i gestori autorizzati dalla Consob non possono direttamente gestire le sopracitate attività, ove tale servizio è infatti svolto da un soggetto esterno che a sua volta riceve, perfeziona e gestisce gli ordini ricevuti dal gestore. Detto ciò, in questo specifico caso, i gestori di portali on line offrono meramente un servizio tecnico-commerciale per il quale è prevista l'applicazione dell'IVA. Dunque, in Italia le commissioni per operazioni di *equity crowdfunding* differenziano per la natura del gestore. I gestori autorizzati non sono esenti IVA in quanto svolgono servizi meramente di natura tecnico-commerciale mentre i gestori di diritto sono esenti in quanto gestiscono direttamente l'attività caratteristica e patrimoniale del portale stesso.

Prendendo adesso in considerazione gli aspetti operativi dal lato dell'offerente, viene analizzato brevemente il ruolo che il *Business plan* ha nell'efficacia o meno nel lancio di una campagna di *equity crowdfunding*. Il *Business plan*, strumento di comunicazione con soggetti esterni della propria iniziativa imprenditoriale, rappresenta il documento mediante il quale l'imprenditore è in grado di identificare l'insieme dei fabbisogni che si creano a livello d'impresa per l'effetto dell'investimento ed i ritorni finanziari realizzabili dallo stesso nel tempo.

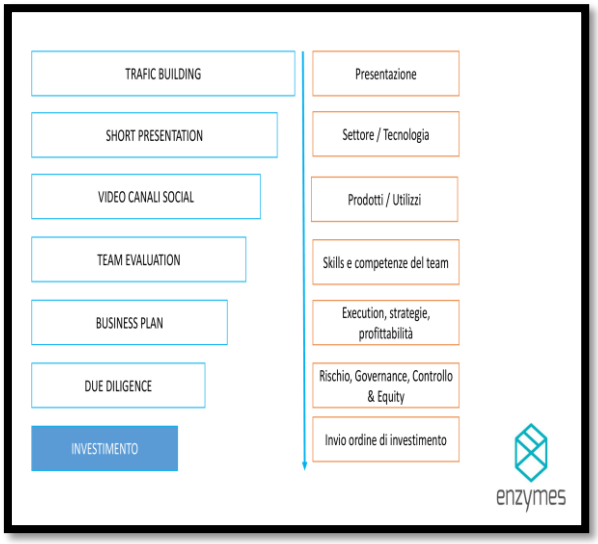
Il regolamento Consob, all'art 15, ne attribuisce un c.d. "ruolo conoscitivo" prevedendone l'obbligatorietà per le società che vogliano proporre un'offerta pubblica mediante un portale on line.

Detto ciò, se da un lato il solo *business plan* non è in grado di soddisfare sufficientemente l'investimento in un progetto imprenditoriale, dall'altro ne costituisce un elemento chiave che consente agli investitori di delucidarne l'operatività, i punti di forza, gli obbiettivi e la reputazione del promotore. *Main focus* di un *business plan* è di formulare per il team le ipotesi di fattibilità del progetto tramite un processo di autovalutazione e di trasmissione ai soggetti terzi interessati le informazioni necessarie per consentire di esprimere un giudizio in relazione alla fattibilità imprenditoriale, sul piano esterno, sul piano interno e sulla fattibilità economico-finanziaria e patrimoniale.

Relativamente alle informazioni che i gestori dei portali devono fornire in materia di *Equity crowdfunding,* la Consob sancisce che, tramite un modello standard da loro predisposto, le piattaforme devono fornire una documentazione dettagliata che racchiuda il *Business plan* dell'offerente, i *curricula vitae* dei promotori, i rischi specifici dell'offerta e così via. A tal riguardo, tre sono le tipologie di informazione che il gestore obbligatoriamente deve fornire in sede di proposta d'investimento:

- Informazioni relative al gestore del portale on line, inclusivi di recapiti telefonici e di posta elettronica di coloro che ne detengono il controllo e ne gestiscono l'amministrazione;
- Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite i portali *Equity based,* i quali devono descrivere agli investitori in forma sintetica e comprensibile, anche mediante l'utilizzo di strumenti multimediali, le informazioni in materia degli strumenti finanziari d'investimento utilizzati in relazione ad esempio al rischio di perdita, al rischio di illiquidità, al divieto di distribuzione di utili per le Start up innovative e così via;
- Informazioni relative alle singole offerte, in relazione agli specifici rischi dell'offerta, delle informazioni sull'offerente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta.

Viene di seguito portata in raffigurazione una rappresentazione sequenziale degli step che descrivono l'attività d'investimento su un portale di *Equity crowdfunding.* A tal proposito, questo percorso è definito *"funnel"* (imbuto) e si configura appunto come un processo a forma di imbuto nel quale il numero di contatti/opportunità tende a ridursi di volta in volta che vengono consultati i contenuti della proposta imprenditoriale stessa.



Fonte: "Il percorso d'investimento" (www.filosofiadellinnovazione.it)

Come sopra raffigurato, i portali di *Equity crowdfunding* tendono generalmente ad adottare una breve presentazione standard mediante la quale vi è una prima indicazione delle informazioni chiave necessarie per l'investimento. Queste informazioni, come il totale del capitale da raccogliere, la quota di capitale sociale offerta e la data di scadenza, sono in questo caso visibili a tutti gli utenti registrati nel portale. È quindi necessario, ai fini dell'ottenimento di una campagna di raccolta fondi efficiente, incuriosire gli utenti registrati tramite una consultazione di materiali introduttivi quali video di presentazione e di descrizione dell'investimento.

Già in questo primo stadio il *"funnel"* tende a restringersi laddove il settore merceologico o industriale in cui l'impresa opera, o la tecnologia adottata, possono comportare un effetto discriminatorio. In un periodo di tempo molto limitato, che coincide al massimo in 2/3 minuti, l'offerente deve essere in grado di catturare, essendo però sempre credibile, le ragioni per le quali potrebbe valer la pena considerare l'acquisto di quote di capitale oggetto del proprio investimento.

Rappresentando il Team l'unico *asset* tangibile del progetto, risulta di normale considerazione che gli investitori, professionali e non, prestino alle competenze espresse dal team stesso una particolare attenzione. La presenza di un team adeguato, competente e con esperienza nel settore, rappresenta un fattore competitivo rispetto a progetti imprenditoriali di pari rischio e *appeal* per l'investitore.

Quindi, dopo aver considerato il settore di riferimento in cui la società opera valutandone il prodotto/servizio tramite anche l'apprezzamento delle competenze del team imprenditoriale, il potenziale investitore decide di comprendere le strategie di sviluppo mediante preventiva analisi dei documenti societari previsti quali, il *business Plan*, il *canvas Model* e tutti i documenti posti in essere dalla società ai fini di una completa analisi di tutti i fattori critici dell'investimento. Inoltre, sono presenti in tale fase documenti che disciplinano la modalità di partecipazione al capitale sociale, quali la tipologia di azioni o quote acquisibili a fronte dei relativi diritti patrimoniali e amministrativi.

Per quanto concerne l'analisi dei costi, essi rivestono una posizione di rilievo al fine dell'efficacia o meno di una campagna di *equity crowdfunding*. Innanzitutto, l'AIEC (Associazione Italiana Equity Crowdfunding) evidenzia che in una campagna di *crowdfunding* il capitale raccolto non corrisponde a quello disponibile in quanto da quest'ultimo è necessario detrarre la remunerazione della piattaforma sulla quale avviene la raccolta fondi.

Oltre ai costi generali del *crowdfunding* precedentemente descritti, si aggiungono ulteriori voci di costo di seguito elencati:

- Costi di redazione della documentazione finanziaria, quali oneri relativi alla redazione del Business/Financial plan;

- Costi di adempienza legale e societaria quali la predisposizione delle necessarie informazione sull'offerta, la delibera dell'aumento di capitale e le relative modifiche statutarie. Tuttavia, le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob, fatto che ne semplifica notevolmente la redazione ed i costi.
- Costi di comunicazione multimediale i quali possono a loro volta suddividersi in tre ulteriori voci di costo: costi di realizzazione del video descrittivo del progetto da presentare nella *short presentation;* costi inerenti alla creazione di *storytelling* (realizzazione di testi, immagini e altro documentazione multimediale)*;* costi legati al piano di comunicazione.

L'ultima fase di questo paragrafo affronta l'analisi dei vantaggi e svantaggi specifici derivanti da una campagna *equity based crowdfunding.*

Oltre ai vantaggi generali già descritti, questo modello, come peraltro tutte le forme di finanziamento dal basso, consente la raccolta di capitali da una moltitudine di persone riuscendo conseguentemente a diversificare il rischio tra più investitori. Inoltre, l'apertura del capitale a nuovi soci e al conseguente loro coinvolgimento diretto all'interno del processo aziendale, potrebbe portare, oltre ai capitali, soggetti esperti e know-how essenziali e strategici necessari per la crescita e lo sviluppo del business.

Tra l'altro, come già anticipato, il successo di una campagna di *Equity crowdfunding* potrebbe essere il *passe-partout* per l'ottenimento di altre risorse tramite enti di finanziamento istituzionali o tramite IPO all'interno dei mercati regolamentati. Questo perché, oltre all'esito economico soddisfacente ottenuto mediante la campagna, rappresenta anche un test di mercato sulla credibilità e validità del prodotto rafforzandone la credibilità finanziaria e ponendo le basi per una eventuale fasi di espansione.

Infine, giova ricordare come l'efficacia di una campagna *equity based* deve essere basata sullo sviluppo di una community. Infatti, il lancio di una campagna comporta una grande visibilità e lo sviluppo di relazioni che creano valore per l'azienda in quanto indirettamente rafforzano la community degli stakeholders e dei portatori d'interesse.

Di contro, parlando invece di svantaggi, l'investimento nel capitale proprio di un'azienda espone il finanziatore a 5 problemi (A. Delivorias, 2017):

- Perdita dei propri capitali;
- Impossibilità di ricevere dividendi;
- Rischio di illiquidità;
- Diluizione partecipativa;
- Errata stima del reale valore delle azioni/quote della propria azienda.

Analizzando a uno a uno questi fattori critici, il primo è la perdita dei propri capitali caratterizzante di ogni investimento. Considerando che l'investimento tramite *Equity crowdfunding* avviene prevalentemente in Start up e/o PMI innovative, potrebbero verificarsi realtà societarie costituite da poco tempo e senza una track record credibile. Detto ciò, da qui ne deriva la possibile esistenza di un rischio di default più elevato e quindi un maggior rischio di perdere i capitali investiti da parte dell'investitore stesso.

Inoltre, trattandosi oltre che di società neocostituite anche di realtà operanti in settori altamente operativi, il rischio di fallimento del progetto imprenditoriale risulta essere maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore.

Il secondo problema elencato riguarda l'impossibilità di ricevere dividendi, elemento caratterizzante le sole *Start up* innovative che non possono distribuire utili per tutto il periodo in cui la società offerente possiede i requisiti di Start up innovativa (www.mise.gov.it). Come testimonia la normativa vigente, l'eventuale guadagno derivante da operazioni aventi oggetto questo modello di *Crowdfunding* potrebbe avvenire nella sola possibilità di rivendere la propria partecipazione acquisita ad un maggior valore. Tuttavia, la regolamentazione in merito è ancora molto confusa e, salvo alcuni casi, non è possibile scambiare tali titoli tra privati su mercati secondari. Gli utili non distribuiti saranno reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui la *start up* consegua risultati positivi nel tempo. Il divieto di distribuzione dei dividendi invece non è previsto per le PMI innovative il che rende, sotto questo profilo, l'investimento più vantaggioso.

Il terzo svantaggio riconducibile a questo modello è raffigurabile nel verificarsi del rischio di illiquidità. La liquidità di uno strumento finanziario corrisponde alla capacità che lo strumento stesso ha nel trasformarsi in moneta senza subire perdite di valore. La liquidità o meno di uno strumento finanziario dipende dall'esistenza di un mercato in cui tale strumento può essere trattato e dalle caratteristiche che tale mercato ha nel trattamento dello strumento finanziario oggetto d'investimento. In linea generale, i titoli negoziati sui mercati regolamentati risultano essere più liquidi rispetto agli stessi non tratti su detti mercati. Questo perché la domanda e l'offerta vengono in gran parte incanalate nei mercati regolamentati e i prezzi, rilevati in tale contesto, sono ritenuti più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari (Consob, 2016). Quando al contrario gli strumenti finanziari non trovano applicazioni in un mercato regolamentato, l'identificazione e l'affidabilità del valore effettivo è di difficile comprensione il che può renderne difficoltosa la liquidazione. Questi strumenti finanziari sono definiti appunto "illiquidi".

Tornando allo specifico caso del *Crowdfunding equity based*, il rischio di illiquidità si concretizza in quanto, per gli strumenti finanziari emessi da *start up* innovative e sottoscritti tramite portale on line, la regolamentazione attuale sancisce la non negoziazione nei mercati regolamentati per tutto il periodo in cui la società può essere considerata una *start up* innovativa (art.25, comma 2 "Decreto crescita bis").

Pertanto chi investe in tali strumenti finanziari deve essere consapevole del fatto che, oltre il rischio di perdita dell'intero capitale investito dato dall'elevato rischio dell'investimento stesso, vi è anche il cosiddetto rischio di "illiquidità" collegato sia al divieto di trasferimento delle quote partecipative per un determinato periodo di tempo sui mercati regolamentati, sia alla condizione che non esiste un mercato secondario sul quale poter effettuare operazioni di scambio aventi come oggetto gli strumenti finanziari sottoscritti. A tal riguardo, i vincoli alla circolazione delle quote partecipative sono disciplinati dall'art. 2470 del Codice civile laddove, ai fini dell'efficacia del trasferimento delle quote nei confronti della società, vi è l'obbligo di cessione mediante atto notarile e relativa iscrizione nel registro delle imprese. Tale regolamentazione in materia di trasferimento di quote partecipative appare in contrasto con la normativa che legittima la sottoscrizione e l'acquisizione tramite i portali, costituendone un ostacolo alla di un mercato secondario.

Passiamo ora al quarto svantaggio derivante dall'utilizzo dell'*Equity based crowdfunding* con riferimento a quel momento in cui, a fronte dell'avvenuto aumento di capitale, la quota partecipativa precedentemente posseduta viene conseguentemente diluita. In particolare, considerando il fatto che tale modello può configurarsi come un vero e proprio aumento di capitale a pagamento, gli investitori vedranno diluita la propria quota all'interno dell'azienda di cui sono soci ovvero sarà ridotto il loro contributo in termini di voti, dividendi attesi e valore.

Last but not least è quel tipo di svantaggio derivante dalla mancanza di esperienza e competenza in ambito finanziario la quale può portare nella peggiore ipotesi nella sovra o sottostima del reale valore delle azioni/quote societarie possedute. Da non dimenticare inoltre come la diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali abbia aumentato il rischio di illeciti e/o vere e proprie truffe telematiche.

A conclusione, nella tabella che segue vengono riassunti e messi a confronto i costi tipici e i benefici finora trattati per quanto riguarda l'impresa emittente in un'operazione di *Crowdfunding.*

benefici			**costi**
Equity financing	Raccolta delle risorse finanziarie mediante la forma di mezzi propri in grado di sostenere la fasi di sviluppo d'impresa o il lancio di un nuovo prodotto	Essendo un'operazione di natura straordinaria data dalla raccolta di nuovo capitale di rischio vi è un incidenza sui diritti patrimoniali e amministrativi della nuova compagine sociale	Commitment
Fast track	Dal set-up dell'offerta al suo closing intercorrono mediamente 6 mesi di tempo ponendo le basi per la successiva fase di *expansion.*	Obbligo di pubblicazione di informazioni quali piano industriale, strategie aziendali, team	Disclosure
Low cost	I costi dell'operazione sono contenuti e collegati al buon esito dell'operazione di raccolta: I) commissione richiesta dal portale per l'offerta al pubblico degli strumenti di capitale dell'emittente; II) oneri bancari per c/c vincolato; III) spese legali e altre spese di promozione dell'offerta	L'efficacia di una campagna equity based richiede un'intensiva attività di comunicazione (web community, web social marketing)	Promotion
Focus on business	Trattandosi di un'offerta pubblica, il management non intercorre nel rischio di distrarsi dalla gestione dell'azienda a favore di un unico investitore	Necessaria la gestione del passaggio da una compagnie azionaria ristretta ad una più allargata il che richiede ad esempio, la possibilità di recepire clausole statutarie per la tutela delle minoranze	Corporate Governance
Market validation	Test di mercato sulla credibilità e appetibilità della propria proposta imprenditoriale	il mercato dei capitali richiede un cambiamento culturale societario in materia di maggiore trasparenza verso i stakeholder aziendali (es. informativa periodica finanziaria)	Entrepreneural maturity
Valuable network	Lo sviluppo della community in relazione alla pubblicazione dell'offerta on-line crea valore per l'azienda attirando l'attenzione di investitori che potenzialmente potranno trasformarsi in clienti, dipendenti, collaboratori ecc.	Basandosi il mercato sulla fiducia degli investitori, le informazioni chiave dell'investimento richiedono un assunzione di responsabilità da parte degli offerenti.	Fair play
Shareholder	All'interno delle relazioni che intercorrono tra i diversi operatori vengono condivise nuove competenze, esperienze e relazioni in grado di incentivare la crescita aziendale		
Ratin upgrade	Il buon esito di una campagna di equity crowdfunding rafforza la credibilità finanziaria dell'emittente nei confronti del sistema bancario agevolandone l'accesso a ulteriori fonti di finanziamento.		

Fonte personale: "Rielaborazione analisi costi/benefici *equity based crowdfunding", tabella a cura dell'autore*

3.7 ROYALTY E DEBT BASED CROWDFUNDING

Concludiamo il capitolo con i due seguenti modelli di Crowdfunding non in quanto ritenuti meno importanti ma perché trovano un'origine pressoché recente e un riscontro ancora poco noto soprattutto nel nostro paese.

Il *Royalty-based*, o semplicemente Royalty, è un tipo di Crowdfunding in cui si finanzia una determinata iniziativa ricevendo come corrispettivo una parte dei profitti (G. Quaranta, 2017). Esso può essere ritenuto per caratteristiche e forma come una sottocategoria del già citato *Reward-based crowdfunding*. Ricordiamo che tale modello è, allo stato attuale, uno dei modelli più diffusi per lo sviluppo di progetti innovativi di carattere imprenditoriale laddove l'eventuale sostenitore e/o finanziatore viene ricompensato, a fronte del suo contributo, con premi, anteprime o sconti sul futuro prezzo di vendita del bene oggetto d'investimento.

Per quanto concerne il *Royalty-based*, il promotore di una campagna che vuole sviluppare il proprio progetto tramite questo modello di Crowdfunding, offre un vero e proprio corrispettivo monetario che predispone, come oggetto del corrispettivo ottenuto a fronte del proprio contributo, le quote dei ricavi futuri che saranno generati durante l'attività economica. Quindi il proprietario vende il business agli investitori mantenendone al contempo l'intero controllo e a sua volta gli investitori ne acquistano i ricavi futuri generati dall'attività economica ottenendone un reddito regolare garantito dalle vendite.

Tuttavia, sotto il punto di vista operativo, i corrispettivi denominati *royalties* vengono detratti dal fatturato dell'azienda aggiungendo relativi costi al business da un lato, e predisponendo dall'altro l'utilizzo di tale modello solo per attività di business con margini di profitto prevalentemente alti. Viene considerato un vero e proprio investimento dove i sostenitori di un determinato progetto imprenditoriale ricevono come corrispettivo delle *royalties* come, ad esempio, diritti di proprietà intellettuale e/o quote di profitti futuri.

Detto ciò, questa forma di reperimento di capitali on-line può essere considerata come un modello di *Crowdinvesting*, ove vi sia un vero e proprio rendimento sul capitale investito.

Il *Crowdinvesting*, sottocategoria finanziaria del Crowdfunding, prevede che la raccolta di capitale attuata sia tramite investitori retail che istituzionali, abbia come contropartita una remunerazione del capitale stesso a titolo di investimento (Politecnico di Milano, 2017). Generalmente, attraverso il *Crowdinvesting,* vengono acquistati titoli finanziari quali quote di capitale proprio, come azioni, capitale di debito, prestiti, oppure altre tipologie come appunto le *Royalties.* Nello specifico, Il modello prevede una remunerazione del capitale investito poiché il finanziatore, a fronte di una forte presenza di asimmetria informativa tra egli stesso e il richiedente, sostiene una serie di rischi tra i quali vengono brevemente ricordati:

- Rischio morale, laddove si verifichi una forma di opportunismo post-contrattuale nella quale il richiedente, dopo aver ottenuto il finanziamento richiesto, adotti comportamenti opportunistici che possano danneggiare gli investitori terzi;
- Rischio di liquidità, laddove l'investimento risulta poco liquido in quanto, per gli strumenti finanziari emessi dalle Start up innovative e sottoscritti tramite portali on-line (Commissione di studio UNGDEC, 2016), si impone la non negoziazione nei mercati organizzati per tutto il periodo in cui la società assuma la forma di start up innovativa;
- Rischio di vigilanza, laddove gli enti di controllo e vigilanza, come la Consob e/o la Banca d'Italia, svolgono un'attività meno stringente rispetto altre forme di raccolta di capitali;
- Rischio di patrimonializzazione, laddove I gestori di portali di *Crowdinvesting* rispettano requisiti patrimoniali meno consistenti rispetto a soggetti che controllano altre tipologie di finanziamento.

Tornando al focus di questo paragrafo, la disciplina italiana applicabile a questo modello è collegabile alla normativa prevista per l'associazione in partecipazione nella quale, i soggetti finanziatori, partecipano per quota parte agli utili generati a fronte del quale non è richiesta alcuna particolare forma contrattuale.

A tal proposito parliamo anche in questo caso di un finanziamento dal basso che riguarda, nello specifico caso, operazioni che possono avere come corrispettivo *royalties* quali diritti di autore, diritti di proprietà intellettuale, quote utili, brevetti, licenze, marchi e così via. Di fatto si tratta di un partecipazione agli utili ma anche alle perdite, nei limiti del conferimento effettuato in fase d'investimento.

Il rapporto necessita di una forma scritta contrattualizzata allo scopo di evitare l'applicazione suppletiva di norme di legge non compatibili con il tipo di *crowdfunding* e definire i poteri di controllo che di cui l'investitore dispone. Sotto il punto di vista operativo l'aspetto che comporta i maggiori problemi è la NON deducibilità fiscale degli utili attribuiti agli associati in partecipazione. Di fatto, gli oneri fiscali e la tassazione di questo modello ricorrono alla complessa disciplina prevista per l'associazione in partecipazione nella quale, ai fini del calcolo dell'imponibile, occorre in prima battuta stabilire qual è l'utile, successivamente tassarlo e solo dopo distribuirlo secondo le percentuali concordate.

Sotto il punto di vista invece dell'imponibile IVA, il pagamento delle *royalties* dovrebbe essere assoggettato a tale imposta (Commissione europea, 2015), in quanto sulla percezione da parte dei finanziatori di questi corrispettivi sull'investimento effettuato, dovrebbe essere applicata l'imposta sul valore aggiunto.

Concluso l'argomento delle cosiddette *royalties,* ultimo argomento trattato in questo capitolo si collega allo sviluppo di una nuova disciplina avente come fondamento la legge 30 dicembre 2018, n.145, recante "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021", la cosiddetta e conosciuta legge di Bilancio 2019. Tra le diverse disposizioni enunciate, questo intervento contiene un nuovo regolamento modificando il testo unico sulla finanza in materia di finanziamento tramite portali on-line, estendendone la loro operatività non più alla sola raccolta di capitali di rischio, bensì alla raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese.

Di fatto la legge finanziaria del 2019 ha pertanto esteso l'operatività, anche se con previste limitazioni, delle piattaforme di *Equity crowdfunding* rendendo possibile il finanziamento delle piccole e medie imprese tramite i portali anche mediante la sottoscrizione di obbligazione e/o di strumenti finanziari di debito.

In merito, la legge finanziaria ha apportato due significative modifiche al D.lgs. n.58 del 24 febbraio 1998:

- I portali on-line potranno raccogliere finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese;
- La sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito è riservata a investitori professionali e a particolare categorie di investitori eventualmente individuati e vigilati dalla Consob.

Le modifiche normative descritte hanno rivoluzionato dal punto di vista finanziario le possibilità di finanziamento esercitabili da parte degli imprenditori, ampliandone le modalità e gli strumenti rispetto ai canali tradizionali. Di fatto la normativa introduce nel TUF uno strumento che, in favore della natura e delle caratteristiche descritte, potrebbe essere definito come un *debt-based crowdfunding.* Tuttavia, la regolamentazione risulta ad oggi essere ancora in adeguamento e l'unico strumento di raccolta ad essere regolato a livello di normativa primaria risulta essere l'*Equity crowdfunding*. Le differenze che intercorrono tra i due modelli si sviluppano sia su aspetti soggettivi che oggettivi.

In primo luogo, giova sottolineare che, se nel caso del *crowdfunding equity based* le attività di investimento e di reperimento di capitali sono utilizzate da parte di investitori *retail,* ovvero dal *Crowd,* nel caso del *Debt crowdfunding*, come precedentemente evidenziato, il comma 1-ter dell'art 100-ter del TUF riserva la sottoscrizione di tali obbligazioni, o strumenti finanziari, a solo investitori professionali e/o a particolari categorie individuate dalla Consob. Tali investitori professionali, definiti dal regolamento sulla raccolta del capitale di rischio on-line, vengono individuati come clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta. Essi sono gli investitori che predispongono di competenze, esperienza e conoscenze specifiche mediante le quali possono prendere le proprie decisioni di investimento in maniera razionale, valutandone oggettivamente rischi e opportunità. A fronte di questa considerazione, è di logica considerazione che questa fattispecie di investitori necessita di un livello di tutela minore rispetto agli investitori *retail* in quanto, rispetto a quest'ultimi, sono in possesso di know-how, esperienze e competenze generalmente non riscontrabili in un investitore non istituzionale.

A tal riguardo, la scelta del legislatore di applicare tale limitazione soggettiva è ancora di non chiara comprensione laddove analoga limitazione non è stata predisposta per gli strumenti di *Equity crowdfunding*, i quali presentano a loro volta un profilo di rischio altrettanto elevato in considerazione degli strumenti finanziari di debito.

Sotto il punto di vista oggettivo, la disposizione normativa indica il termine obbligazione o altro strumento finanziario di debito. Detto ciò, l'oggetto del finanziamento deve corrispondere ad uno strumento di debito, le cui peculiarità tipiche sono quelle riconducibili alle regole di uno strumento finanziario, ossia la standardizzazione e la frazionabilità. Ciò comporta che il matching tra domanda e offerta di capitale di debito avviene in modo bilaterale e quindi senza il rispetto della frazionabilità della sottoscrizione e in maniera *tailor made,* ovvero mediante l'incrocio su un book di domanda ed offerta e non mediante una tipica offerta al pubblico di prodotti finanziari (www.dirittobancario.it)

Modelli crowdfunding	Soggetti che assumono la qualifica di gestore di portali online	Oggetto dell'offerta	Destinatari dell'offerta
Equity based crowdfunding	• Imprese d'investimento UE • Società d'intermediazione mobiliare • Imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia • Soggetti iscritti in apposito registro tenuto dalla Consob • banche	Azioni o quote rappresentative del capitale sociale di: • Piccole e medie imprese; • Imprese sociali; • Organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono in piccole e medie imprese	• Investitori professionali • Investitori retail
Lending based crowdfunding	• istituti di pagamento; • Istituti di moneta elettronica; • Intermediari finanziari di cui all'art.106 del Testo unico bancario autorizzati dalla Consob a prestare servizi di pagamento	Mutui a tasso fisso, di importo compresa tra 1000 e 1 Mln di Euro, i quali predispongono il pagamento di rate composte da una quota capitale e una quota interesse	• Lender professionali • Lender retail
Debt based crowdfunding	• Società d'intermediazione mobiliare; • Imprese d'investimento UE • Imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia • Soggetti iscritti in apposito registro tenuto dalla Consob • banche	Obbligazioni o strumenti finanziari de debito emessi da piccole o medie imprese	• Investitori professionali • NO investitori retail • Particolari categorie di investitori individuati dalla Consob

Fonte personale: "Equity, Lending e Debt based crowdfunding a confronto". Tabella a cura dell'autore

Se nel caso dell'*Equity crowdfunding*, considerando i possibili rischi di asimmetria informativa e di illiquidità degli strumenti finanziari precedentemente descritti, il corretto funzionamento della raccolta di capitali di rischio è attribuita dal legislatore alla Consob e al contrario, poiché il *Lending crowdfunding* è incentrato sullo schema *Peer-to-Peer* richiedendo per un corretto funzionamento la vigilanza prudenziale della Banca d'Italia, il *Debt crowdfunding* costituisce un "tertium genus" che si distingue dalle due tipologie descritte sia sotto il profilo oggettivo che soggettivo. A tal riguardo, ci si chiede allora come debbano essere interpretate le integrazioni al Testo Unico Finanziario apportate dalla legge di Bilancio 2019. Nello specifico, si cerca di rispondere se per il *Debt crowdfunding* debbano essere considerate le medesime disposizioni per il *Lending crowdfunding* e, in caso affermativo, quali siano i rapporti che intercorrono tra i processi autorizzativi indetti dalla Banca d'Italia e il provvedimento di autorizzazione della Consob all'istanza di iscrizione al registro dei gestori portali on-line. Viene inoltre teorizzato il fatto che esigenze di coerenza normativa facessero consentire al gestore di una piattaforma di *Debt crowdfunding* di esternalizzare a soggetti terzi la gestione dei flussi finanziari analogamente a quanto viene consentito ai gestori delle piattaforme di Equity crowdfunding (www.dirittobancario.it).

CAPITOLO 4: ANALISI EMPIRICA

4.1 LO SVILUPPO DEL *GLOBAL CROWDFUNDING*

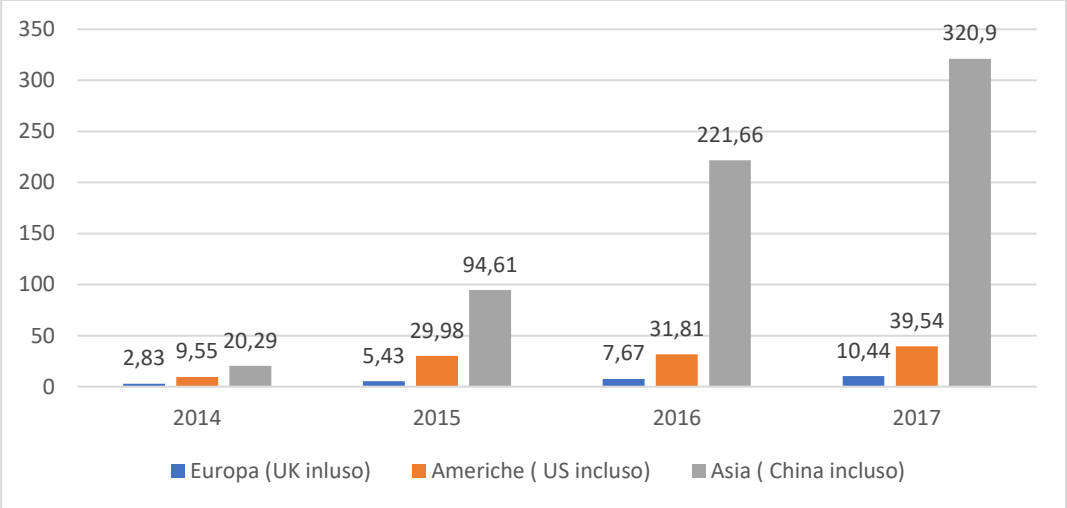
Secondo l'ultimo rapporto pubblicato dall'Istituto di finanza alternativa dell'Università di Cambridge, il trend globale della raccolta fondi tramite crowdfunding sta seguendo un importante percorso di crescita da non sottovalutare con il suo massimo sviluppo nel mercato asiatico, in particolar modo in Cina, passando successivamente nel mercato USA ed infine in quello UK.

Come si può vedere dal grafico che segue, indicante lo sviluppo globale del crowdfunding in diverse regioni del mondo, il mercato asiatico si pone sostanzialmente davanti sia alle Americhe che all'Europa e nel contesto asiatico la Cina ha rappresentato il 99% del totale dei volumi d'investimento in operazioni *crowdfunding* (T. Ziegler, 2019).

Di fatto il tasso di crescita di questo mercato ha registrato un incremento medio annuo del 145% dovuto in gran parte al mercato cinese.

Per quanto riguarda invece il mercato delle americhe, compresi i paesi latini e caraibici, la crescita si attesta al 36% e, nonostante il mercato Europeo sia più di modeste dimensioni rispetto agli altri due mercati, la crescita economica dell'Europa risulta essere su base annua stabilmente in crescita del 79%.

Figura 1: *Sviluppo del Crowdfunding a livello globale (in miliardi di €) – Americhe (USA inclusi), Europa Continentale (UK incluso) e Asia (Cina inclusa). Periodo 2014 – 2017*



Fonte: Shifting Paradigms. Grafico a cura dell'autore.

Gli ultimi dati disponibili sul mercato mondiale del *Crowdfunding* confermano, come anticipato dagli economisti, un trend di crescita in tutte le regioni del mondo con un tasso di crescita mondiale del 44,2%. Tuttora i tre leader del mercato sono quello cinese, seguito da quello degli USA e infine dal Regno Unito.

Come successivamente raffigurato, la Cina rappresenta ad oggi la realtà con il maggior volume di crowdfunding al mondo con un sorpredente *market share* del 86%, seguita dagli Stati uniti con il 10,3% e infine dal Regno Unito con 1,88%. Successivamente nell'elenco raffigurato troviamo paesi come Australia, Corea del Sud, Canada, Francia, Germania, Giappone e Paesi bassi, tutti paesi con relativa quota di mercato significativamente inferiore.

Di seguito viene pubblicata una tabella che descrive le percentuali di *crowdfunding* raccolte nel mondo.

In tutta la prima sezione dell'analisi empirica, che ha come oggetto il trend di sviluppo del *crowdfunding* a livello mondiale ed europeo, i dati raccolti attraverso sondaggi che necessitano però di tempo per la loro elaborazione e relativa pubblicazione, riflettono l'andamento del mercato fino al 2017.

Variabile che non sarà invece presa in considerazione nella rielaborazione dei dati nel caso dell'*Equity* e *Lending crowdfunding* dal punto di vista del singolo paese.

Ad ogni modo, segue una tabella sviluppata dal Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) che elenca i 30 paesi con la maggiore quota di mercato di crowdfunding includendo il volume di finanziamento totale raccolto.

Come previsto, i dati raccolti denotano un mercato globale caratterizzato da un'esponenziale crescita con un volume totale raccolto nel 2017 pari a $ 416,67 miliardi a fronte di $ 288,99 miliardi raccolti nel 2016.

Tabella 2: *Ranking top 30 Crowdfunding volume 2017*

Top 30 Crowdfunding Volume by Country			
Country	Rank	Volume ($)	Market Share
China	1	358,275,377,000	85.99%
United States	2	42,773,166,000	10.27%
United Kingdom	3	7,852,345,000	1.88%
Australia	4	1,148,516,000	0.28%
South Korea	5	1,129,918,000	0.27%
Canada	6	867,578,000	0.21%
France	7	734,888,000	0.18%
Germany	8	661,596,000	0.16%
Japan	9	348,650,000	0.08%
Netherlands	10	311,047,000	0.07%
Brazil	11	269,632,000	0.06%
India	12	268,580,000	0.06%
New Zealand	13	261,622,000	0.06%
Italy	14	267,412,000	0.06%
Finland	15	218,632,000	0.05%
Sweden	16	218,210,000	0.05%
Singapore	17	190,622,000	0.05%
Georgia	18	192,542,000	0.05%
Spain	19	178,319,000	0.04%
Mexico	20	151,094,000	0.04%
Chile	21	150,695,000	0.04%
Poland	22	158,296,000	0.04%
Ireland	23	118,661,000	0.03%
Chinese Taipei	24	103,502,000	0.02%
Latvia	25	102,449,000	0.02%
Belgium	26	101,004,000	0.02%
Estonia	27	90,271,000	0.02%
Indonesia	28	80,115,000	0.02%
Switzerland	29	85,670,000	0.02%
Lithuania	30	68,125,000	0.02%
Total Market Volume (all countries)		416,671,657,150	

Fonte: www.P2Pmarketdata.com

Come si evince dal grafico, il Regno unito si colloca dal punto di vista europeo saldamente al terzo posto a livello mondiale con una quota di mercato dell'1,88% e un volume di finanziamento di $ 7,85 miliardi rappresentando per tale motivo uno dei mercati più consolidati al mondo.

A seguire in ordine di grandezza troviamo la Francia al 7° posto e subito a seguire la Germania con volumi di finanziamento rispettivamente di $ 0.73 e $ 0.66 miliardi.

Gli altri paesi europei rappresentati nella top 30 mondiale sono in ordine decrescente nella sottostante graduatoria:

- Paesi bassi (10)
- Italia (14)
- Finlandia (15)
- Svezia (16)
- Spagna (19)
- Polonia (22)
- Iralnda (23)
- Lettonia (25)
- Belgio (26)
- Estonia (27)
- Svizzera (29)
- Lituania (30)

Il crowdfunding in Europa consiste in diverse forme della quali il *P2P Consumer lending*, con una quota di mercato del 42%, è quello di maggior utilizzo. In Europa, i volumi di crowdfunding sono approsivitamente suddivisi in prestiti *P2P* nel 79,1% dei casi, in investimenti in capitale nel 13,9%, in *Reward base* nel 4,7 % ed infine in "*donazione*" col 1,6% (www.P2Pmarketdata.com).

Questo strumento di finanza alternativa europeo ha registrato tassi di crescita impressionanti, e continua ad evolversi, ma allo stesso tempo registra molta incertezza dovuta al fattore critico di successo insito nella non omogenea regolamentazione in merito fra i singoli paesi europei e le conseguenze di una potenziale recessione economica.

Tuttavia il mercato Europeo rispetto alle Americhe e al Far East asiatico risulta essere ancora poco sviluppato avendo così una grande potenzialità di crescita.

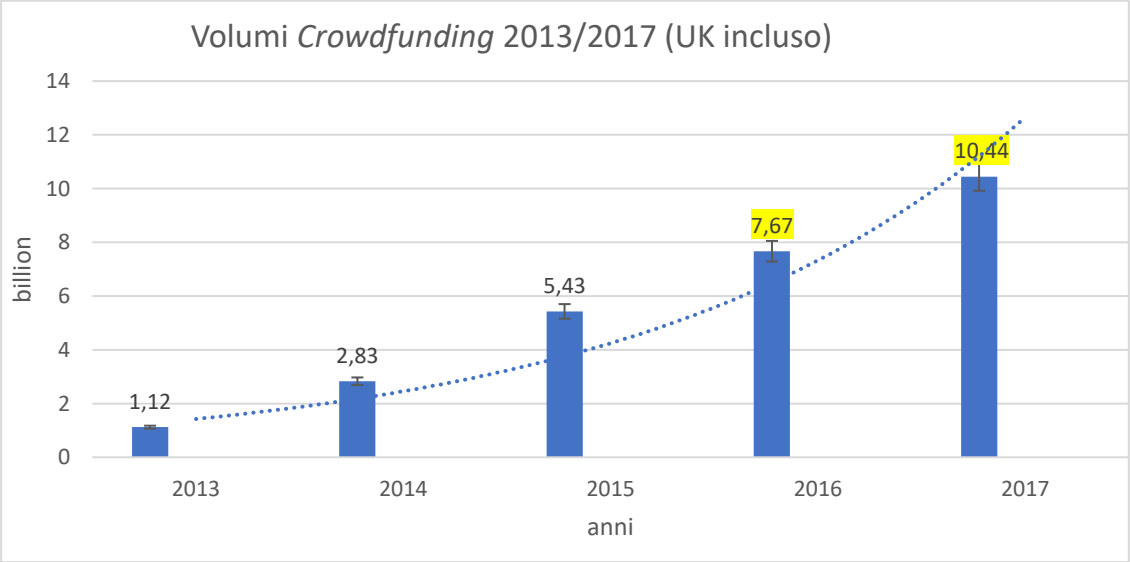
Nell'analisi empirica concernente lo sviluppo del mercato del crowddfunding Europeo viene utilizzato e rielaborato il recente rapporto *Shifting Paradigms* del Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF).

A tal riguardo ed in considerazione del fatto che il mercato UK rappresenta il 68% del mercato europeo e utilizza una valuta diversa rispetto all'Europa, vengono raffigurati sia lo sviluppo totale del mercato, considerando anche il mercato UK, che quello in sua assenza.

Come viene di seguito raffigurato, dal 2016 al 2017 i volumi raccolti dal *crowdfunding* sono cresciuti del 36% in tutta Europa con un aumento da € 7,67 miliardi a € 10,44 miliardi. Di questi 10,44 miliardi il solo mercato UK era titolare del 68%, ossia convertiti da £ in € usando un tasso di cambio annuo medio pari a € 7,06 miliardi.

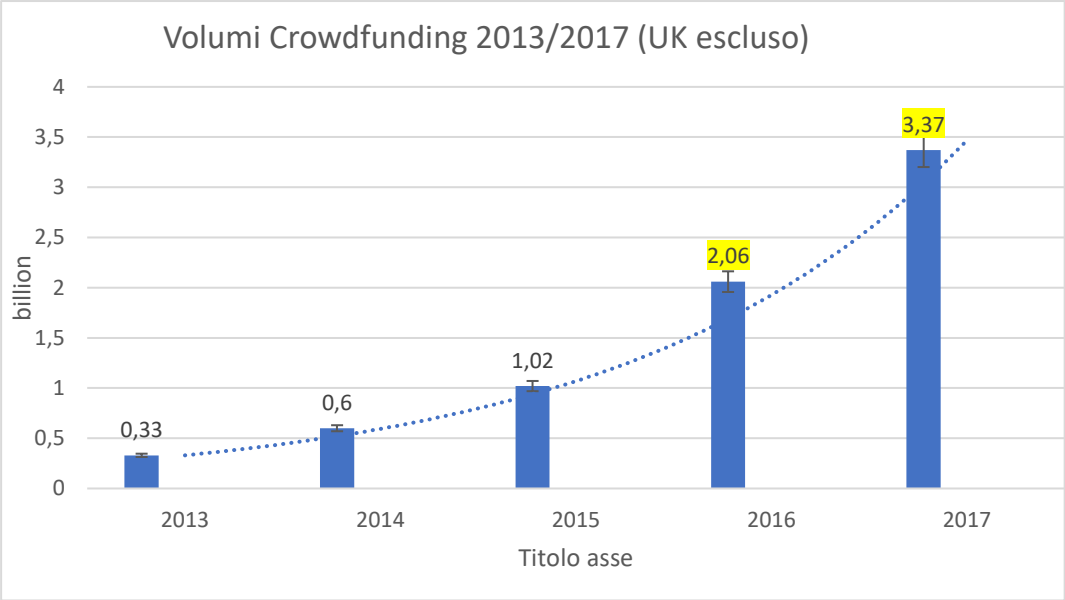
Tuttavia, come approfondiremo successivamente, nonostante il Regno Unito faccia da protagonista nel volume totale dei finanziamenti, seguito dalla Francia (market share del 9%) e dalla Germania (market share del 6%), è interessante notare che la quota di crescita del mercato UK sia in flessione rispetto agli altri paesi dell'unione Europea.

Figura 3: *Totale volumi di Crowdfunding a livello europeo (UK inlcuso) in miliardi di € - Periodo 2013/2017*



Fonte: Shifting paradigms - Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) -Tabella a cura dell'autore.

Figura 4: *Totale volumi di Crowdfunding a livello europeo (UK escluso) in miliardi di € - Periodo 2013/2017*

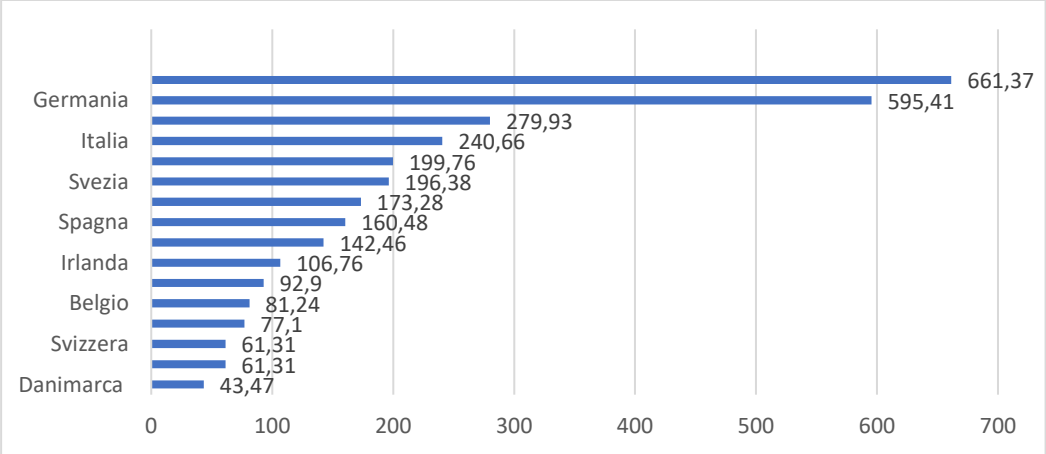


Fonte: Shifting paradigms - Cambridge Center for Alternative Finance (CCAF) - Tabella a cura dell'autore.

Escludendo l'apporto del mercato UK, il totale del mercato finanziario risulta essere di 3,3 miliardi di euro nel 2017, vale a dire che il volume è aumentato del 63% nel 2017 contro i 2,06 miliardi di euro del 2016.

Dal punto di vista di crescita globale questo tasso di crescita risulta essere il più alto del periodo in oggetto di analisi poiché il mercato asiatico è cresciuto del 48% e quello USA del 26% (T. Ziegler, 2019).

Figura 5: *Totale volumi di Crowdfunding per paese a livello europeo (UK escluso) in milioni di euro.*



Fonte: Cambridge Center for Alternative Finance - Grafico a cura dell'autore.

Escludendo il mercato del Regno Unito, gli altri primi sei paesi per volume di finanziamento sono rappresentati da Francia, Germania, Paesi Bassi, Italia, Finlandia e Svezia, con rispettive quote di mercato pari al 19,6%,17,7%,8,3%,7,1%,5,8% e 5,8%.

Di seguito viene presentata una tabella che descrive un elenco completo del mercato del crowdfunding europeo paese per paese con gli ultimi dati disponibili che ricordiamo coincidere con l'anno 2017.

Figura 5: *Totale volumi di Crowdfunding per paese in milioni di euro a livello europa continentale (UK escluso) in milioni di euro.*

Crowdfunding in Mainland Europe by Country							
	2017				2016		
Country	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate	Rank	Volume (€)	Market Share
France	1	661,370,000	19.6%	49.0%	1	443,980,000	21.6%
Germany	2	595,410,000	17.7%	85.0%	2	321,840,000	15.7%
Netherlands	3	279,930,000	8.3%	44.2%	3	194,190,000	9.4%
Italy	4	240,660,000	7.1%	89.4%	6	127,060,000	6.2%
Finland	5	196,760,000	5.8%	38.3%	4	142,230,000	6.9%
Sweden	6	196,380,000	5.8%	127.1%	9	86,480,000	4.2%
Georgia	7	173,280,000	5.1%	68.9%	7	102,580,000	5.0%
Spain	8	160,480,000	4.8%	22.6%	5	130,900,000	6.4%
Poland	9	142,460,000	4.2%	273.5%	13	38,140,000	1.9%
Ireland	10	106,790,000	3.2%	39.1%	11	76,790,000	3.7%
Latvia	11	92,200,000	2.7%	239.5%	16	27,160,000	1.3%
Belgium	12	90,900,000	2.7%	76.5%	12	51,490,000	2.5%
Estonia	13	81,240,000	2.4%	-1.5%	10	82,480,000	4.0%
Switzerland	14	77,100,000	2.3%	161.2%	15	29,520,000	1.4%
Lithuania	15	61,310,000	1.8%	131.8%	17	26,450,000	1.3%
Denmark	16	43,470,000	1.3%	-50.6%	8	88,000,000	4.3%
Austria	17	32,920,000	1.0%	52.5%	18	21,590,000	1.1%
Russia	18	28,440,000	0.8%	496.2%	20	4,770,000	0.2%
Czech Republic	19	26,500,000	0.8%	-15.7%	14	31,430,000	1.5%
Slovenia	20	14,610,000	0.4%	212.2%	21	4,680,000	0.2%
Norway	21	11,790,000	0.3%	141.1%	19	4,890,000	0.2%
Bulgaria	22	10,660,000	0.3%	678.1%	26	1,370,000	0.1%
Romania	23	10,330,000	0.3%	782.9%	27	1,170,000	0.1%
Slovakia	24	10,170,000	0.3%	204.5%	23	3,340,000	0.2%
Portugal	25	8,730,000	0.3%	97.5%	22	4,420,000	0.2%
Turkey	26	4,810,000	0.1%	663.5%	29	630,000	0.0%
Armenia	27	2,210,000	0.1%	414.0%	32	430,000	0.0%
Albania	28	1,890,000	0.1%	6200.0%	41	30,000	0.0%
Ukraine	29	1,760,000	0.1%	282.6%	31	460,000	0.0%
Greece	30	1,640,000	0.0%	-29.0%	24	2,310,000	0.1%
Iceland	31	580,000	0.0%	-42.6%	28	1,010,000	0.0%
Croatia	32	460,000	0.0%	58.6%	33	290,000	0.0%
Malta	33	360,000	0.0%	100.0%	35	180,000	0.0%
Moldova	34	360,000	0.0%	800.0%	40	40,000	0.0%
Serbia	35	360,000	0.0%	176.9%	36	130,000	0.0%
Kosovo	36	350,000	0.0%			Not listed	
Luxembourg	37	190,000	0.0%	26.7%	34	150,000	0.0%
Hungary	38	110,000	0.0%	-76.6%	30	470,000	0.0%
Liechtenstein	39	80,000	0.0%			Not listed	
Macedonia	40	50,000	0.0%	-61.5%	38	130,000	0.0%
Monaco	41	10,000	0.0%	-99.5%	25	1,930,000	0.1%
Bosnia & Herzegovina	42	10,000	0.0%	-50.0%	42	20,000	0.0%
Cyprus	43	10,000	0.0%	-87.5%	39	80,000	0.0%
Belarus	44	1,000	0.0%	-99.2%	37	130,000	0.0%
Montenegro	45	0	0.0%	-100.0%	43	20,000	0.0%
Andorra	46	0	0.0%	0.0%	44	0	0.0%

Fonte: www.P2Pmarketdata.com

Analizzandone il contenuto, salta subito agli occhi come i primi tre paesi, ossia Francia, Germania e Paesi Bassi, rappresentino il 45,6% del totale del volume raccolto nel Europa continentale in materia di *crowdfunding* e mantengono un *trend* di sviluppo tra il 2016 e 2017.

Tuttavia bisogna sottolineare come il mercato italiano sia stato in grado di raggiungere una forte crescita mediante un tasso di sviluppo del 89,4% derivante da un alto numero di transazioni che gli permetterà, se continuerà ad avere questo trend, ad entrare nella classifica europea dei top tre.

Giova sottolineare come Svezia e Georgia siano paesi con ulteriori tassi di crescita elevati. Inoltre alcuni paesi, provenienti da volumi di raccolta inferiori, hanno registrato tassi di crescita ancora più esponenziali se non impressionanti. A tal proposito la Polonia registra un aumento del tasso di crescita del 273,5% e la Lettonia una crescita del 239,5%.

Analizzando ora i volumi di crowdfunding per modello di finanziamento, il leader indiscusso di questi modelli in materia di volumi di finanziamento in Europa è il *P2P Consumer lending* (quota di mercato 41,2%), seguito a sua volta dall'*Invoice Trading* (15.9%), dal *P2P Business lending* (13.8%), dal *Real estate crowdfunding* (7.7%), dall'*Equity based crowdfunding* (6,5%), dal *Reward based crowdfunding* (4,7%) e così via come rappresentato in seguito.

Nella tabella che segue sono elencati i dati disponibili nel periodo 2014/2017 per modello di crowdfunding utilizzato escluso il Regno Unito.

Figura 6: *Totale volumi raccolti in milioni di euro per paese in base al modello di Crowdfunding (UK escluso) – periodo 2014/2017*

Crowdfunding in Mainland Europe by Financing Model

Financing Model	2017				2016			
	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate
P2P Consumer Lending	1	1,392,380,000	41.3%	99.8%	1	696,810,000	33.8%	90.5%
Invoice Trading	2	535,840,000	15.9%	112.7%	3	251,870,000	12.2%	212.5%
P2P Business Lending	3	466,600,000	13.8%	33.3%	2	349,960,000	17.0%	65.0%
Real Estate Crowdfunding	4	258,750,000	7.7%	136.4%		109,450,000	5.3%	305.8%
Equity-based Crowdfunding	5	210,930,000	6.3%	-3.5%	4	218,640,000	10.6%	37.2%
Reward-based Crowdfunding	6	158,800,000	4.7%	-16.8%	5	190,760,000	9.2%	37.0%
Balance Sheet Business Lending	7	94,840,000	2.8%	60.4%	7	59,130,000	2.9%	2416.2%
Debt-based Securities	8	75,200,000	2.2%	229.1%	9	22,850,000	1.1%	113.0%
P2P Property Lending	9	66,570,000	2.0%	-30.0%	6	95,150,000	4.6%	
Donation-based Crowdfunding	10	53,140,000	1.6%	63.8%	8	32,440,000	1.6%	49.4%
Minibonds	11	29,100,000	0.9%	186.4%	11	10,160,000	0.5%	
Other	12	22,420,000	0.7%		Not listed			
Balance Sheet Consumer Lending	13	3,000,000	0.1%	-82.1%	10	16,740,000	0.8%	
Profit Sharing	14	1,570,000	0.05%	-81.2%	12	8,360,000	0.4%	1448.1%
Balance Sheet Property Lending	Not listed				13	1,000,000	0.05%	
Community Shares/Microfinance	Not listed				Not listed			
	Overall	**3,369,140,000**	100.0%	63.3%	*Overall*	**2,063,320,000**	100.0%	102.4%

Financing Model	2015				2014			
	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate
P2P Consumer Lending	1	365,800,000	35.9%	33.2%	1	274,620,000	44.5%	
Invoice Trading	5	80,590,000	7.9%	1115.5%	7	6,630,000	1.1%	
P2P Business Lending	2	212,080,000	20.8%	127.8%	3	93,100,000	15.1%	
Real Estate Crowdfunding	6	26,970,000	2.6%		Not listed			
Equity-based Crowdfunding	3	159,320,000	15.6%	93.0%	4	82,560,000	13.4%	
Reward-based Crowdfunding	4	139,270,000	13.7%	15.7%	2	120,330,000	19.5%	
Balance Sheet Business Lending	9	2,350,000	0.2%		Not listed			
Debt-based Securities	8	10,730,000	1.1%	197.2%	7	3,610,000	0.6%	
P2P Property Lending	Not listed				Not listed			
Donation-based Crowdfunding	7	21,710,000	2.1%	32.9%	6	16,340,000	2.6%	
Minibonds	Not listed				Not listed			
Other	Not listed				Not listed			
Balance Sheet Consumer Lending	Not listed				Not listed			
Profit Sharing	10	540,000	0.1%		Not listed			
Balance Sheet Property Lending	Not listed				Not listed			
Community Shares/Microfinance	Not listed				5	19,910,000	3.2%	
	Overall	**1,019,360,000**	100.0%	65.2%	*Overall*	**617,100,000**	100.0%	

Fonte: www.P2Pmarketdata.com

Soffermiamo brevemente la nostra attenzione sui due modelli trattati con maggiore attenzione in questo eleborato ossia l'*Equity based* e il *Lending P2P*.

Per quanto concerne il primo, è l'unico dei primi 5 modelli nel *rank* che ha registrato una crescita negativa nel 2017. Il tasso di crescita negativo si riflette anche nella quota di mercato dove questo modello di crowdfunding è passato dal 10,6% nel 2016 al 6,5% nel 2017. Alla stesso modo, l'*Equity based* ha registrato per due anni consecutivi una diminuzione del tasso di crescita che passa dal 93% del 2015 al 37,2% del 2016 e per concludere al meno 3,5% del 2017.

Il *Lending P2P*, o *Crowdlending*, è un modello di crowdfunding in cui degli investitori retail o istituzionali forniscono un prestito. Come dimostrano i dati riportati nel grafico, queste forme di finanziamento alternativo, cosiddetti prestiti al consumo, hanno raccolto nel 2014 274,6 milioni corrispondente ad una quota di mercato pari al 44,5% del totale dei volumi raccolti.

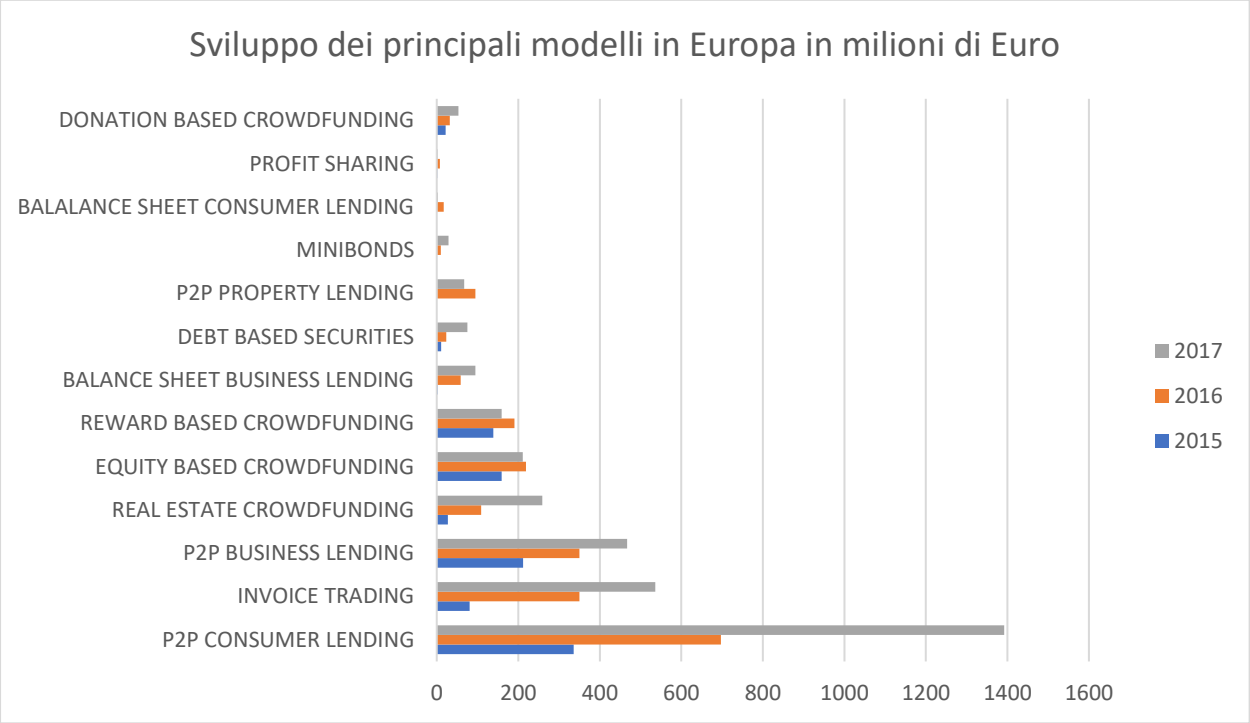
Al contrario di quanto verificatosi nel caso dell'*Equity based*, i volumi di finanziamento di questi modelli di crowdunding hanno registrato un significativo aumento nel corso degli anni con 365,8 milioni di euro nel 2015, 696,8 milioni di euro nel 2016 e infine 1.392,4 milioni di euro nel 2017.

In termini di tassi di crescita su base annua, questi dati si traducono in una crescita del 99,8% nel 2017, del 90.5% nel 2016, da € 696,8 milioni di euro a € 1.392,1 milioni, ed infine con un tasso di crescita più modesto, ma ad ogni modo notevole, del 33,2% nel 2015. Come il *P2P Consumer lending*, il *P2P Business lending* si sviluppa quando investitori retail od istituzionali forniscono ad un'impresa un prestito per lo sviluppo del proprio progetto imprenditoriale.

Il *P2P Business lending* rappresenta il 13,8% del mercato Europeo per un totale di finanziamenti raccolti pari a 466.6 milioni di euro. La quota di mercato è diminuita passando dal 20,8% nel 2015, al 17% nel 2016, per finire nel 2017 alla suddetta quota del 13,8%. Nonostante i prestiti alle imprese abbiano mostrato un rallentamento in termini di tassi di crescita, dove siamo passati da un tasso del 65% del 2016 al 33,3% del 2017 , il trend di sviluppo sembra puntare verso l'alto ove la evidenziata quota di mercato decrescente può essere attribuita a forti aumenti del mercato globale a favore di altri modelli di *crowdfunding*.

Ai fini di una ancor più dettagliata analisi dello sviluppo di queste tipologie di crowdfunding ne viene proposta a seguire una con lo sviluppo che le stesse hanno avuto a livello europeo nel periodo compreso tra il 2015 e il 2017.

Figura 7: *Totale volumi raccolti in milioni di euro per paese in base al modello di crowdfunding (UK escluso) in milioni di euro – periodo 2015/2017.*



Fonte: Rielaborazione personale della Figura 6 - Grafico a cura dell'autore

4.3 EUROPA A CONFRONTO: RAPPORTO DEI TASSI DI CRESCITA 2013/2017 DELL'*EQUITY CROWDFUNDING* NEL REGNO UNITO, IN EUROPA CONTINENTALE E IN ITALIA

Come anticipato, nonostante il mercato UK rappresenti un notevole *market share* del mercato europeo del crowdfunding, è interessante notare, come individuato in figura, l'andamento negativo che i tassi crescita presentano su base annua al contrario di quello che succede per esempio nel mercato Italiano.

Figura 8: *Confronto dei tassi di crescita della raccolta per Equity Crowdfunding (in milioni di €) - Regno Unito, Europa Continentale e Italia. Periodo 2013/2017*

	2013	2014	2015	2016	2017
***Seedrs (UK)**	7,0	25,0	87 ,0	99,0	141,0
Tasso di Crescita	-	257%	248%	14%	42%
Europa Continentale	48,0	83,0	181,0	326,0	446,0
Tasso di crescita	-	73%	118%	80%	37%
Italia	-	1,3	1,8	4,4	11,8
Tasso di crescita	-	-	38%	144%	168%

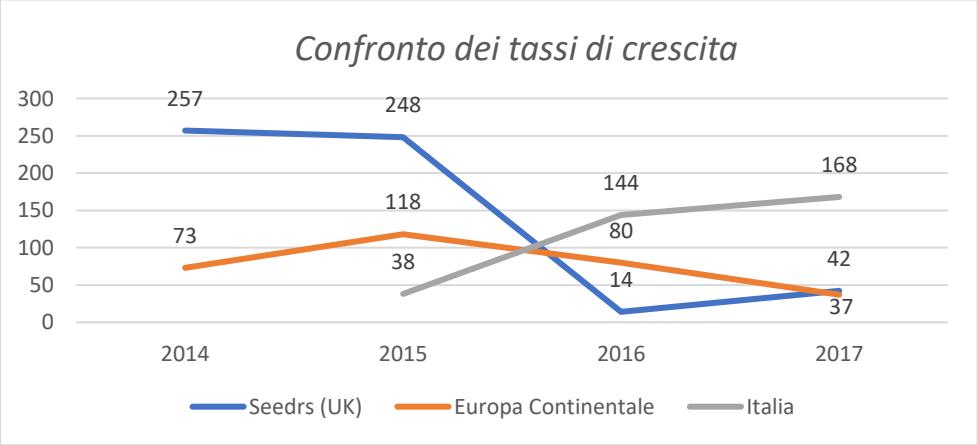
Fonte: Edibeez (2018)

* **Seedrs** è una piattaforma di Equity crowdfunding con sede a Londra

Si consideri che il 2013 è stato l'anno iniziale della raccolta di *Equity crowdfunding* per la maggior parte dei Paesi Europei. Per il confronto dei tassi di crescita con quelli UK si è perciò considerato Seedrs che, pur non essendo il leader del mercato anglosassone, ha iniziato la raccolta nel 2013 ed è perciò comparabile con i Paesi europei; in Italia la raccolta è invece iniziata nel 2014.

L'andamento dei trend di crescita è ulteriormente evidenziato nella tabella che segue.

Figura 9: *Trend dei tassi di crescita della raccolta per Equity crowdfunding (in milioni di €) - Regno Unito, Europa Continentale e Italia. Periodo 2013/ 2017*



Fonte: *Elaborazione dati Edibeez 2018. Grafico a cure dell'autore.*

Si nota la rilevante diminuzione dei tassi di crescita europei e UK dopo il 2015 mentre al contrario per l'Italia si è registrato un cospicuo rialzo giustificato dal fatto che la raccolta è iniziata più tardi rispetto agli altri Paesi europei; il 2015 coincide con l'avvio della regolamentazione italiana in materia di *Equity crowdfunding.*

In conclusione di questo paragrafo viene rielaborata tramite tabella la raffigurazione del totale degli importi raccolti/erogati da parte degli stati oggetto di analisi di questo paragrafo.

Figura 10: *Totale volumi raccolti per modello: UK, Germania, Francia e Italia a confronto. Periodo di riferimento 2017*

Modelli	UK	Germania	Francia	Italia
Equity	**£ 333 milioni**	**€ 20 milioni**	**€ 48 milioni**	**€11,649 milioni**
Consumer lending	**£ 1.043 milioni**	**€ 325 milioni**	**€ 293 milioni**	**€ 88,282 milioni**
Business lending	**£ 2.039 milioni**	**€ 71 milioni**	**€ 88 milioni**	**€ 42,675 milioni**
Real estate equity	**£ 211 milioni**	**€ 127 milioni**	**€ 67 milioni**	**n.d**
Real estate lending	**£ 1.218 milioni**	**n.d**	**n.d**	**n.d**
Invoice trading	**n.d**	**n.d**	**n.d**	**€ 139 milioni**

Fonte: Tabella a cura dell'autore.

Come si può appurare dalla tabella, L'italia ha cumulato e/o erogato risorse in misura decisamente inferiore rispetto agli altri paesi europei. Tuttavia, come già precedentemente analizzato e precisato in seguito, il mercato italiano svilupperà un iter consolidato ed esponenziale di tale metolodogia di finanziamento alternativa mediante la quale registra uno tra i più alti tassi di crescita di sviluppo su base annua a livello europeo.

Giova sottolineare come l'*Invoice trading* sia per il mercato italiano un modello di rilievo.

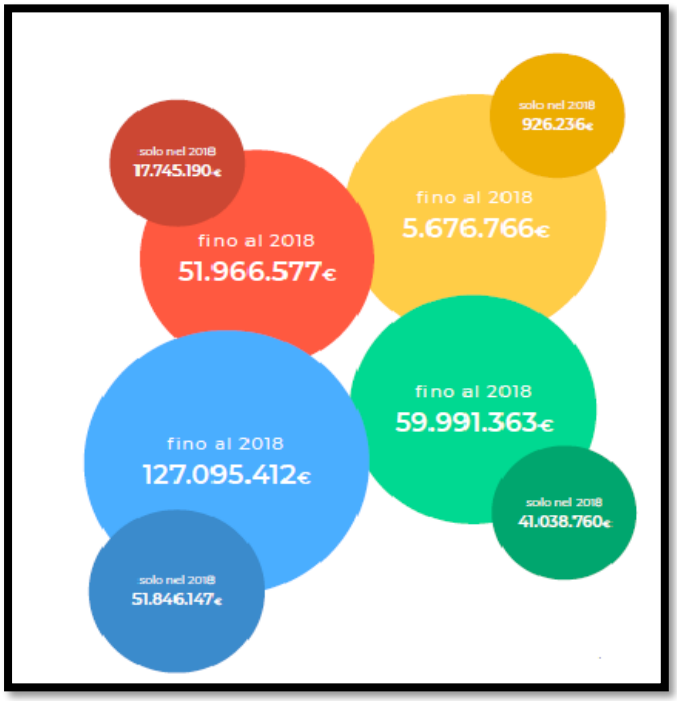
A tal proposito, è ricordato come questo modello consista nella cessione di una fattura commerciale attraverso un portale internet che seleziona le opportunità e sostituisce il tradizionale "sconto" bancario della fattura volto al sostenimento del capitale circolante di un'azienda. In breve, gli investitori anticipano l'importo della fattura, al netto della remunerazione richiesta.

4.4 LO SVILUPPO DEL CROWDFUNDING IN ITALIA SECONDO LE PRINCIPALI PIATTAFORME

In Figura 11 sono riprodotti i dati della raccolta per crowdfunding in Italia secondo le quattro principali piattaforme ed in due periodi: dal 2014 al18, solo nel 2018. Le piattaforme considerate sono distinte come segue:

- Rosso: *Donation/Reward* che rappresenta la raccolta tramite donazioni, le quali possono avvenire a fondo perduto oppure a fronte di ricompense;
- Azzurro: *P2P Lending crowdfunding*;
- Verde: *Equity based crowdfunding*;
- Arancio: *Do it yourself* (DIY) che rappresenta le campagne di raccolta personalizzate, ovvero effettuate in siti indipendenti ma coerenti con l'identità e le caratteristiche del progetto.

Figura 11: *Totale della raccolta 2014/18 e solo 2018 nelle quattro principali categorie di piattaforme*



Fonte: Starteed 2019

Dai dati riportati in Figura 11 si può dedurre che gli importi più elevati si riferiscono al *Lending* (Azzurro) e quelli di minor rilievo al *DIY* (Arancio), mentre le altre due categorie di piattaforme occupano posizioni intermedie.

È possibile entrare maggiormente nei dettagli di ognuna dei quattro tipi di piattaforma specificata nel quinquennio 2014-18.

- ***Donation/Reward***

Figura 12: *Raccolta Donation/Reward 2014-18 per singola piattaforma in €*

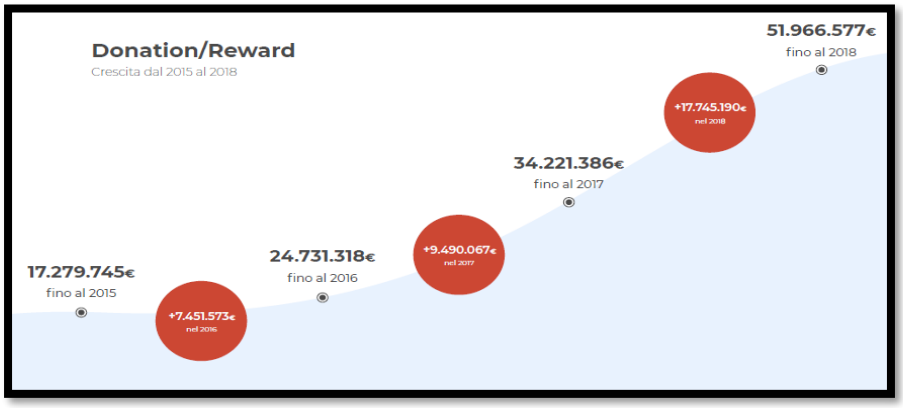
Assiteca Crowd Donor > 11.727 €	Gigfarm > 7.597 €	Produzioni dal Basso > 8.126.668 €
Bandbackers > 21.980 €	Greenfunding > 3.031 €	Progetto Civibanca > 7.306 €
BeCrowdy > 497.005 €	Helperbit > 51.948 €	Proposizione > 4.803 €
Bumers > 5.188 €	Idea Ginger > 1.496.522 €	Replace > 26.808 €
Buonacausa > 2.846.151 €	Innamorati della Cultura > 241.931 €	Rete del Dono > 6.880.520 €
Crowdarts > 28.100 €	Insieme doniamo > 170.814 €	Ricercatalenti > 10.540 €
Crowdfunding Südtirol – Alto Adige > 177.952 €	Kendoo > 342.924 €	Schoolraising > 157.355 €
Derev > 1.983.970 €	Kupanda > 4.450 €	Shinynote > 121.183 €
Dreamshake > 500 €	Laboriusa > 51.405 €	Sportsupporter > 28.105 €
Eppela > 14.154.987 €	Letsdonation > 2.904 €	The Funding Spirit > 1.320 €
Eticarim > 734.424 €	Loveltaly > 106.666 €	TIMsostiene > 4.077.712 €
Fablab a scuola > 79.063 €	Mecenup > 16.715 €	Triboom > 96.000 €
Fidalo > 40.130 €	Meridonare > 1.291.775 €	Universitiamo > 665.770 €
Finanziami il tuo futuro > 226 €	Musicraiser > 4.989.660 €	WeTestWater Altroconsumo > 27.890 €
Forfunding > 633.706 €	Ogni Sport Oltre > 788.240 €	WOOP food > 32.974 €
Funditaly > 6.488 €	Phoenix Project > 6.120 €	XyloLive > 12.512 €
Giffoni Crowdfunding > 19.412 €	Planbee > 237.523 €	

Fonte: Elaborazione personale su dati Starteed 2019

La figura 12 mostra che la raccolta per *Donation/Reward* si è sviluppata su 50 piattaforme con un importo da 500 € (Dreamshake) a 14.154.987 € (Eppela).

La Figura 13 che segue evidenzia il trend di crescita della raccolta cumulativa per *Donation/Reward* nel periodo 2015-18.

Figura 13: *Trend della raccolta cumulativa in € nel 2015/18 nelle piattaforme Donation/Reward*



Fonte: Starteed 2019

Si osserva che il trend di crescita è di tipo esponenziale perché la differenza positiva tra ogni periodo e il precedente tende ad aumentare, mentre il rapporto 2018/2015 è pari a 3,0.

- ***Equity***

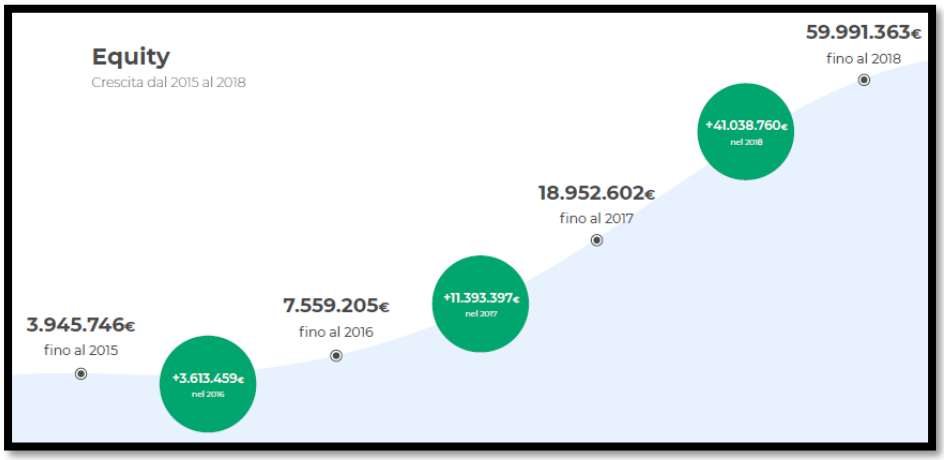
Figura 14: *Raccolta Equity 2014/18 per singola piattaforma in €*

200crowd > 4.593.000 €
Assiteca Crowd EQUITY > 928.000 €
Cofyp > 214.000 €
Concrete Investing > 750.000 €
Crowdfundme > 12.370.000 €
Backtowork24 > 3.622.646 €
Investi-re > 116.829 €
Mamacrowd > 16.525.944 €
Muum Lab > 110.500 €
Next Equity > 2.397.989 €
Opstart > 4.852.516 €
Starsup > 4.534.633 €
Unicaseed > 157.780 €
Walliance > 7.501.625 €
WeAreStarting > 1.315.900 €

Fonte: Elaborazione personale su dati Starteed 2019

La figura 14 mostra che la raccolta per *Equity* si è sviluppata su 15 piattaforme con un importo da 110.500 € (Muum Lab) a 16.525.944 € (Mamacrowd). La Figura 9 riportata di seguito evidenzia il trend di crescita della raccolta cumulativa per *Equity* nel periodo 2015-18.

Figura 15: *Trend della raccolta cumulativa in € nel 2015/18 nelle piattaforme Equity*



Fonte: Starteed 2019

Come si specificherà in seguito, viene anticipato che il trend di crescita è di tipo esponenziale. Infatti la differenza tra ogni periodo e il precedente tende ad aumentare e il rapporto 2018/2015 è pari a 15,2.

- ***Lending***

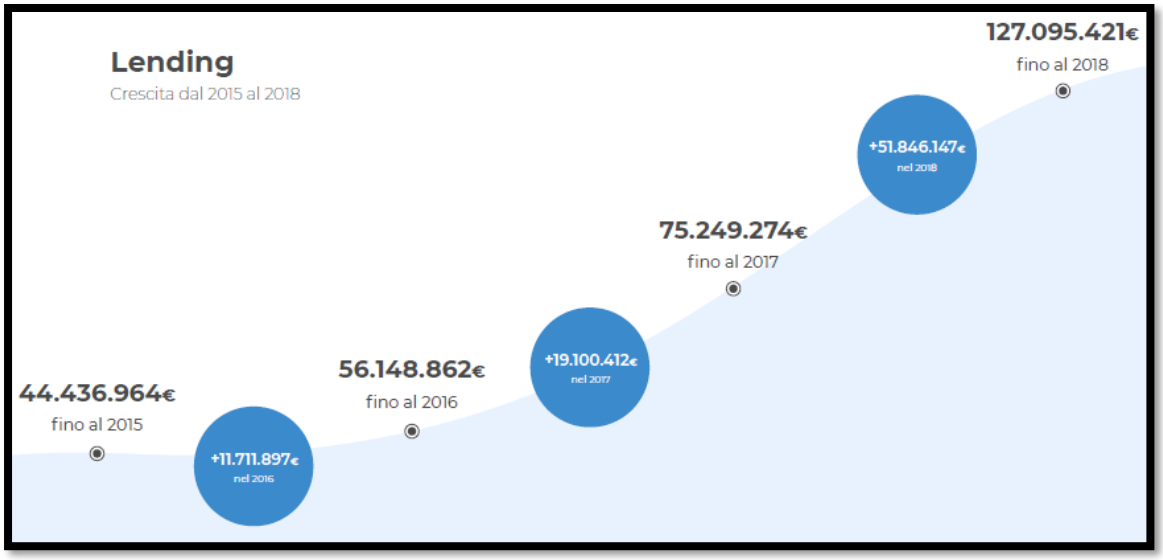
Figura 16: *Raccolta Lending 2014-18 per singola piattaforma in €*

Borsa del Credito > 52.396.153 €
Crowdcity > 2.500.000 €
Prestiamoci > 15.600.000 €
Smartika > 27.750.610 €
SocialLending > 57.000 €
Soisy > 3.484.114 €
Terzo valore > 22.776.000 €
The social lender > 35.000 €

Fonte: Elaborazione personale su dati Starteed 2019

La figura 16 mostra che la raccolta per *Lending* si è sviluppata su 8 piattaforme con un importo da 35.000 € (The sicual lender) a 52.396.153 € (Borsa del Credito). La Figura 10 riportata di seguito evidenzia il trend di crescita della raccolta cumulativa per *Lending* nel periodo 2015/18.

Figura 17: *Trend della raccolta cumulativa in € nel 2015-18 per Lending*



Fonte: Starteed 2019

Si nota che il trend di crescita è di tipo esponenziale. Infatti la differenza tra ogni periodo e il precedente tende ad aumentare e il rapporto 2018/2015 è pari a 2,9.

- ***DIY***

Starteed non riporta la serie storica dei dati della raccolta *DIY,* raccolta che è iniziata più di recente rispetto alle altre tipologie e può perciò contare su un numero ridotto di piattaforme (4) e su volumi di raccolta nettamente inferiori.

I dati delle singole piattaforme (relativi a soluzioni dedicate a singoli progetti) sono riportati nella Tabella 9 che segue.

Figura 18: *Raccolta DIY 2014/18 per singola piattaforma in €*

Ginger > 485.037 €

PDB Plus > 861.000 €

Starteed > 2.883.334 €

Altre soluzioni > 1.447.395 €

La figura 18 mostra che la raccolta per *DIY* si è sviluppata su 4 piattaforme con un importo da 485.037 € (Ginger) a 2.883.334 € (Starteed).

4.5 IL MERCATO ITALIANO DELL'*EQUITY CROWDFUNDING*

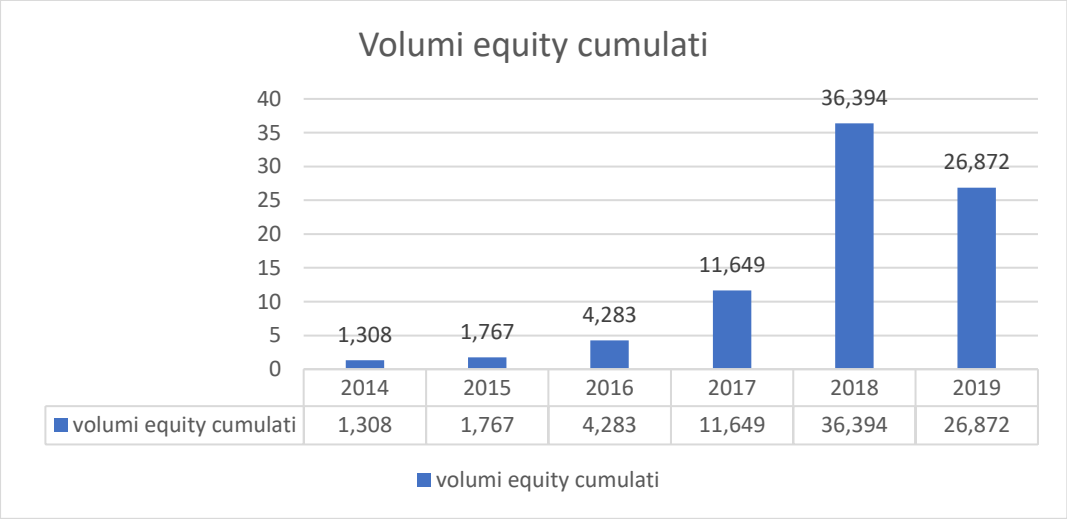
Viene proposta in seguito una rileborazione personale sullo sviluppo dell'*Equity crowdfunding* sotto il punto di vista nazionale avente come dimostrazione l'ammontare totale dei volumi raccolti da parte delle campagne di *Equity crowdfunding.*

In questo specifico caso i dati raccolti non sono limitati al 2017 bensì si estendono al 2019, alla data dell'ultimo report sul *Crowdinvesting* redatto dal Politecnico di Milano.

Dai dati raccolti, il volume complessivo cumulato della raccolta al 30 giugno 2019 è arrivato a 82,3 milioni, con una raccolta negli ultimi 12 mesi (30.06.2018– 30.06.2019) pari a 49 milioni, ovvero il 48% in più rispetto a quanto raccolto nel precedente intervallo.

La crescita per il primo semestre del 2019 vede un flusso di raccolta pari a 26,9 milioni, ossia 69% in più al primo semestre del 2018 (18,467 milioni).

Figura 19: *Volumi complessivi in milioni di euro Equity crowdfundig - Periodo 2014/2019*



Fonte: Politecnico di Milano. Rielaborazione dati del 4° report osservatorio di crowdinvesting - Grafico a cura dell'autore.

Figura 20: *Stima del trend italiano 2018/2020*

	2018	2019	2020
N. campagne di successo			
Su piattaforme esistenti	121	198	281
% incremento	*142%*	*64%*	*42%*
Su piattaforme entranti			
Real Estate (2)		2	12
Imprese (7)		8	20
Totale N campagne di successo	**121**	**208**	**313**
% incremento	*142%*	*72%*	*50%*
Raccolta complessiva (€/000)			
Su piattaforme esistenti	34.058	59.628	94.885
% incremento	*189%*	*75%*	*59%*
Su piattaforme entranti		2.590	15.756
% incremento			*508%*
Real Estate (2)		1.165	13.038
Imprese (7)		1.425	2.719
Totale Raccolta	**34.058**	**62.217**	**110.642**
% incremento	*189%*	*83%*	*78%*

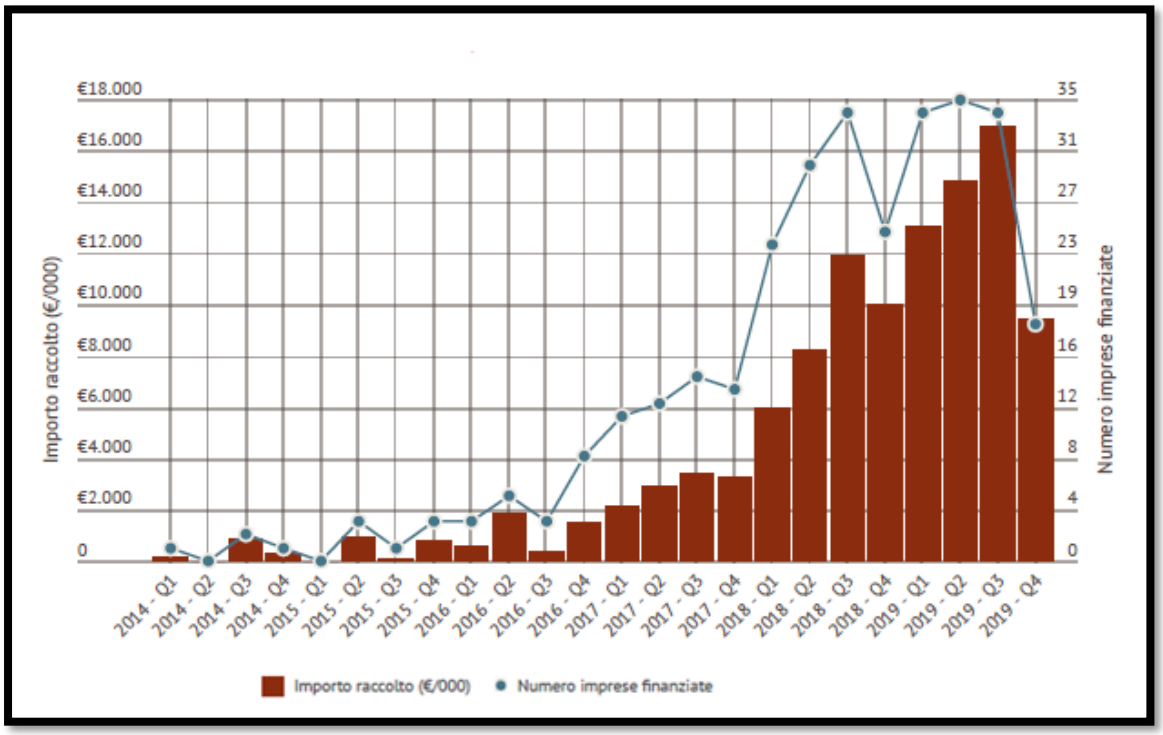
Fonte: Edibeez 2018

Si osserva che il 2018 è l'anno in cui si è verificato il maggior tasso di crescita storico della raccolta per l'*Equity crowdfunding* in Italia sia rispetto al 2017 che rispetto ai tassi previsti per il 2019 e il 2020. Tale risultato si è evidenziato con 3 anni di ritardo rispetto all'Europa (che aveva avuto un analogo picco positivo nel 2015) e ciò è dovuto all'avvio in ritardo dell'Italia per questo tipo di operazioni rispetto al resto del Continente.

Il *Crowdfunding Buzz*, magazine dedicato a raccogliere notizie e informazioni relative a tutte le forme di crowdfunding, ha pubblicato agli inizi di dicembre 2019 il grafico dell'andamento trimestrale dell'*Equity crowdfunding* in Italia nel periodo 2014/2019. I dati sono però esposti in forma infografica, ovvero mancano di una tabella numerica ed i dati compaiono nel grafico solo posizionando il mouse in corrispondenza ai diversi trimestri.

Si possono ottenere in particolare i dati annuali della raccolta nel 2018 in milioni di euro (36,114) e nel 2019 (54,296). Il tasso di crescita 2019/2018 è pari al 50% ed è perciò inferiore a quello previsto da EdiBeez in Tabella 3 (75%). Si deve però tener presente che i dati nella Figura 3 sono incompleti perché la rilevazione si è conclusa agli inizi di dicembre 2019.

Figura 21: *andamento trimestrale dell'Equity crowdfunding in Italia nel periodo 2014/2019*



Fonte: Crowdfunding Buzz (2019).

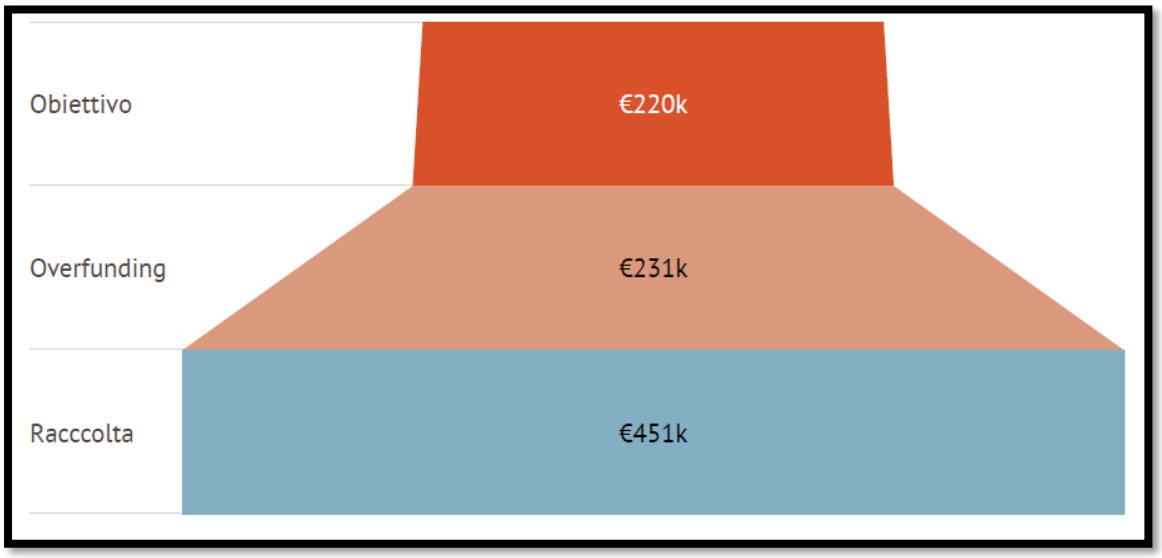
Si deve a Crowfunding Buzz, in base alla stessa rilevazione su cui si basa la precedente Figura 3), una stima dell'obiettivo e dell'Overfunding medio di ogni campagna di successo portata a termine nel 2019.

L'Overfunding si verifica nel momento in cui una campagna ottiene un grande successo raggiungendo una somma di denaro in forma di finanziamento molto al di sopra dell'importo minimo indicato per la realizzazione del progetto imprenditoriale indicato. Nello specifico caso dell'*Equity crowdfunding,* raccolti i capitali con l'importo minimo prestabilito, la campagna oggetto d'investimento continua a raccogliere ulteriori fondi tramite emissione di ulteriori equity.

Detto ciò, l'investitore riceverà una quota di partecipazione al capitale minore ma sarà allo stesso tempo titolare di quote di un business con un valore maggiore (www.crowdfundme.it)

Questi dati sono esposti in Figura 22.

Figura 22: *obiettivo e Overfunding per ogni campagna di successo nel 2019*



Fonte: Crowdfunding Buzz (2019).

Si nota che l'Overfunding supera l'obiettivo iniziale per cui il risultato finale della raccolta è più che doppio rispetto all'obiettivo.

I dati di Crowdfunding Buzz evidenziano la seguente serie dal 2014 al 2019 del numero di investitori (persone e società) coinvolti.

Figura 23: Numero di investitori (individui e società) relativi ad incrementi annui. *Equity crowdfunding* in Italia 2014/2019

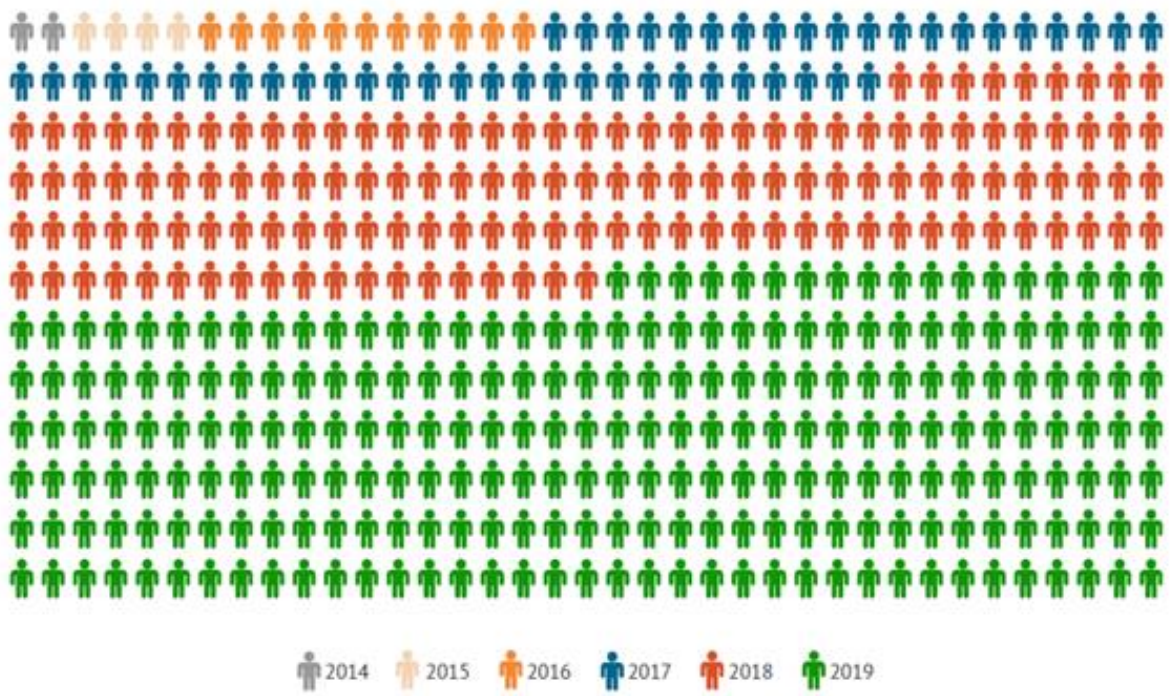
Anni	Numero di investitori	Incrementi
2014	134	-
2015	261	95%
2016	747	186%
2017	3.277	339%
2018	9.496	190%
2019	16.382	73%

Fonte: Tabella a cura dell'autore su dati tratti da Crowdfunding Buzz (2019).

Si nota che il tasso di incremento degli investitori è stato massimo nel 2017/2016 e poi è decresciuto riportandosi al di sotto del livello 2015/2014.

Il grafico che segue in Figura 23 evidenzia nel quinquennio considerato l'andamento crescente del numero di investitori in campagne di successo.

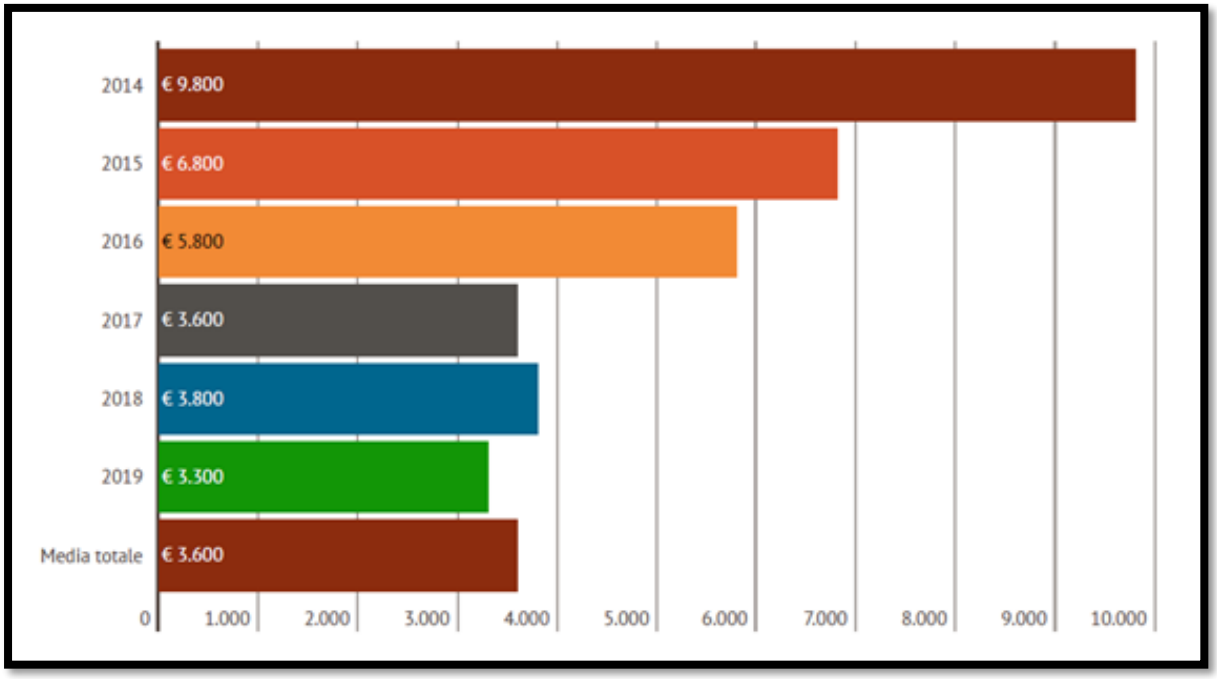
Figura 24: *Persone e società che hanno investito in campagne di successo nel quinquennio 2014/2019*



Fonte: Tabella a cura dell'autore su dati tratti da Crowdfunding Buzz (2019)

Sono interessanti i dati riportati in Figura 25 che evidenziano il trend dell'importo medio versato da ogni investitore (società o individui) nel quinquennio 2014/2019. E' evidente l'andamento decrescente che però è più che compensato dal trend crescente del numero degli investitori (Figura 23) per cui il totale della raccolta è in crescita si prospetta a crescere.

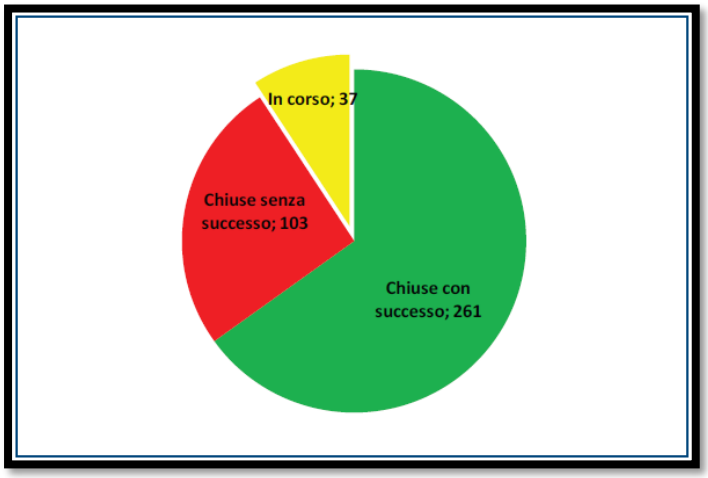
Figura 25: Trend dell'importo medio investito nel quinquennio 2014/ 2019



Fonte: Crowdfunding Buzz (2019).

Il numero totale dei progetti di *Equity crowdfunding* presentati dalle piattaforme autorizzate dal 2013 fino al 30 giugno del 2019 (1° semestre) è rappresentato in Figura 24 distinti tra chiusi con successo, chiusi senza successo ed in corso.

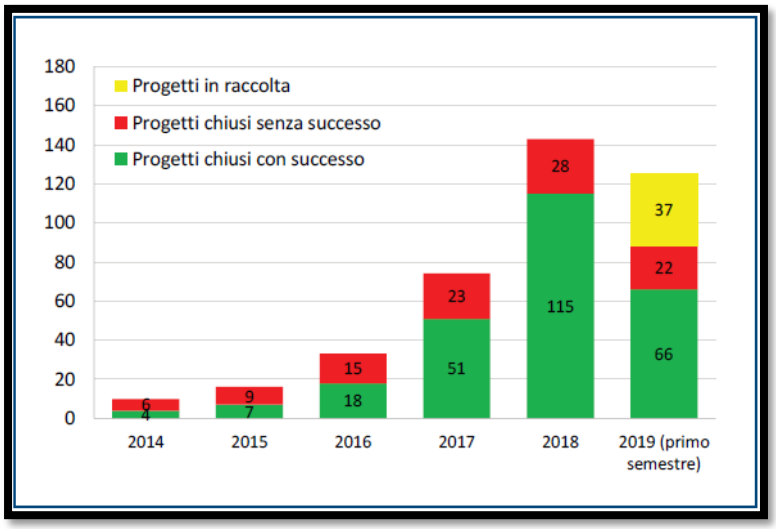
Figura 26: *Esito dei progetti di Equity crowdfunding - Periodo 2013/2019 (1° semestre)*



Fonte: Politecnico di Milano 2019

La Figura 26 mostra che i progetti di *Equity crowdfunding* lanciati tra il 2013 e il 2019 (1° semestre) sono stati 401. Di questi ne sono stati chiusi con successo 261 (65,1%), senza successo 103 (25,7%) ed al 30 giugno 2019 ne erano ancora in corso 37 (9,2%). Il totale di questi progetti è stato gestito da 369 imprese. È possibile valutare il trend dell'esito di tali progetti (Figura 25).

Figura 27: *Esito dei progetti di Equity crowdfunding per anno 2014/2019*

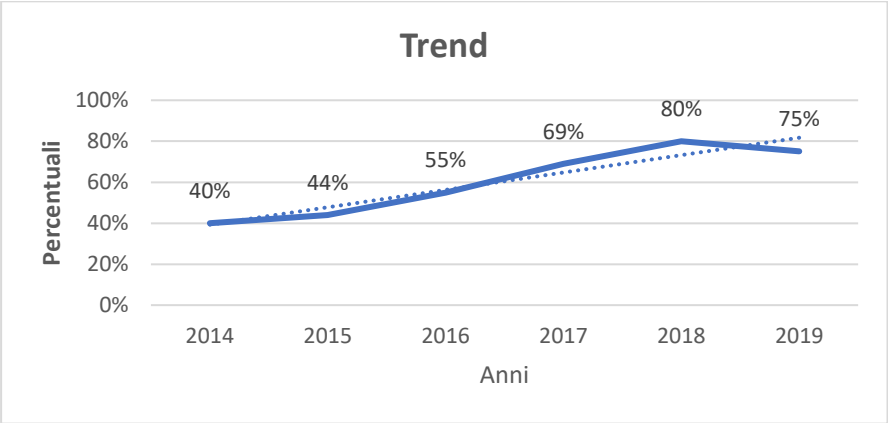


Fonte: Politecnico di Milano 2019

La figura 27 descrive l'intervallo temporale di successo/insuccesso delle campagne registrate. Il 2018 è stato un anno di grande crescita del mercato con 143 progetti di cui 115 chiusi con successo (quasi il doppio rispetto all'ann0 precedente). Tuttavia il 2019 tenderà a battere un nuovo record considerando che nel solo primo trimestre si sono chiusi 88 collocamenti, e molti altri ci aspetta che chiuderanno nel secondo semestre.

I dati della figura 27 consentono di costruire il grafico in Figura 28 nel quale, detti S i progetti con successo e NO-S i progetti senza successo, sono riprodotte le % ottenute dal rapporto (S/(S + NO-S))*100.

Figura 28: Andamento % dei rapporti tra progetti di successo e somma dei rapporti con qualunque esito. *Equity crowdfunding* 2014/2019



Fonte: Elaborazione personale su dati del Politecnico di Milano 2019

Si noti che la linea tratteggiata di tendenza del grafico è decisamente crescente a parte la lieve flessione del 1° semestre 2019, periodo che peraltro denota un risultato che deve intendersi come indicativo poiché non si è tenuto conto dei 37 progetti in fase di raccolta. Fra questi, come specifica il *Report* del Politecnico (2019, p. 15) ve ne erano molti che avevano già oltrepassato la soglia minima che ne assicurava il successo. Al riguardo gli esperti del Politecnico (2019, pp. 15-16) prevedevano che al 31 dicembre del 2019 ci si avviasse a superare i già ottimi risultati del 2018.

Pertanto si può affermare che la % di successo dei progetti di finanziamento tramite *Equity crowdfunding* si attesta attualmente intorno all'80%, ovvero al doppio rispetto all'analoga percentuale del 2014, anno che segnava l'esordio in Italia di questa particolare tipologia di finanziamento.

Detto ciò, si è potuto vedere che, tramite i dati riportati in Figura 25, 364 progetti di *Equity crowdfunding* si erano conclusi al 30 giugno 2019, di cui 261 (pari al 71,7%) si erano conclusi con successo perché la raccolta aveva raggiunto o superato la soglia minima, mentre 103 non avevano avuto un risultato favorevole non avendo raggiunto l'obiettivo finanziario prestabilito.

Tuttavia si è potuto notare come la percentuale di successo sia notevolmente aumentata dal 2014 in poi. D'altra parte non vi è piena concordanza tra l'entità del capitale raccolto e il fatto che le campagne di finanziamento si siano, o meno, concluse positivamente. È necessario infatti tener conto anche degli aumenti di capitale prestabiliti.

Alcuni progetti di *Equity crowdfunding* potrebbero concludersi positivamente avendo raggiunto un obiettivo di finanziamento piuttosto modesto, mentre altri progetti potrebbero concludersi negativamente per non aver raggiunto un obiettivo di finanziamento molto ambizioso ma avendo comunque ottenuto una somma totale di rilievo (Politecnico di Milano, 2019).

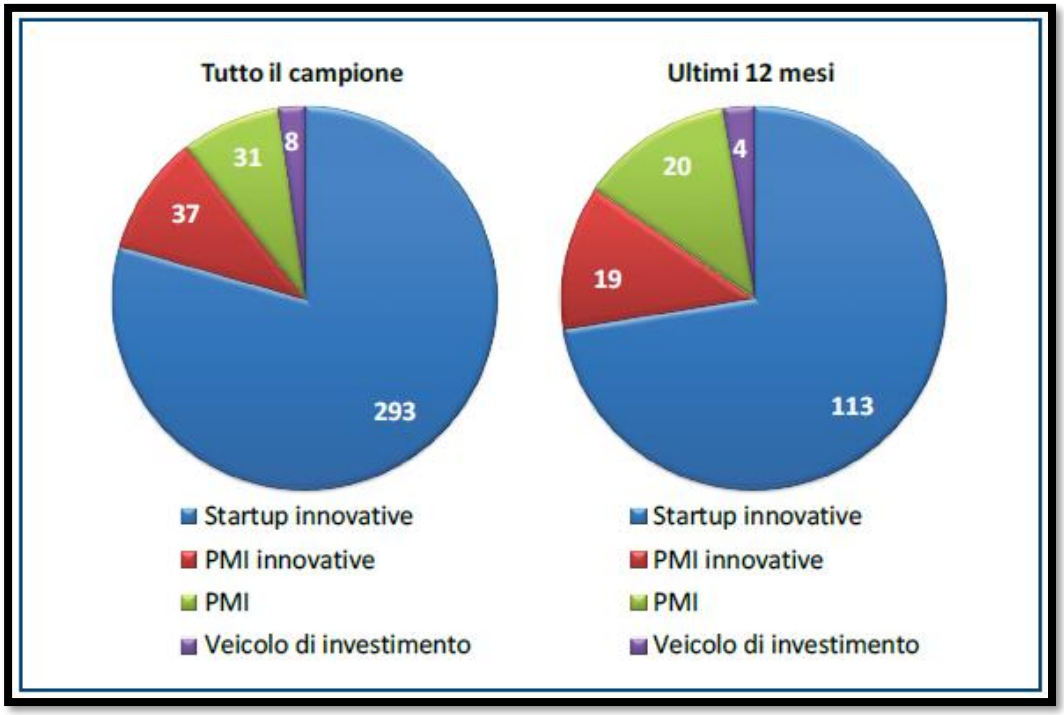
Considerando l'aumento di capitale come fondamento di questo modello di finanziamento, altro elemento da prendere in considerazione sono le tipologie delle quote di capitale offerte. La figura 27 mostra che in 108 campagne, corrispondenti al 27% delle 401 campagne totali, l'offerta riguardava quote ordinarie con conseguenti diritti patrimoniali e di voto rispetto ai soci fondatori, mentre le restanti 41 e 238 campagne presentavano rispettivamente quote senza diritto di voto e quote avente come oggetto offerte miste (diritti di voto limitati e/o privlegi particolari).

Figura 29: *Rappresentazione grafica delle 401 campagne di Equity crowdfunding in funzione della tipologie di quote offerte: confronto fra tutto il campione e le operazioni dell'ultimo intervallo*

fonte: rielaborazione dti 4° report crowdinvesting Italia – Grafici a cura dell'autore

Si passerà ora ad analizzare la tipologia delle imprese titolari dei finanziamenti, distinte in: Start up innovative, PMI innovative, PMI e "Veicolo di investimento" (quest'ultima voce comprende le imprese non univocamente classificabili nelle prime tre categorie). La classificazione è documentata in Figura 28:

Figura 30: *Classificazione societaria delle 369 imprese titolari di progetti di finanziamento nel periodo 2014/2019 (1° sem.)*



Fonte: Politecnico di Milano 2019

Si ha perciò la seguente distribuzione percentuale nei due periodi considerati:

Figura 31: *Distribuzione percentuale delle forme societarie in Figura 13*

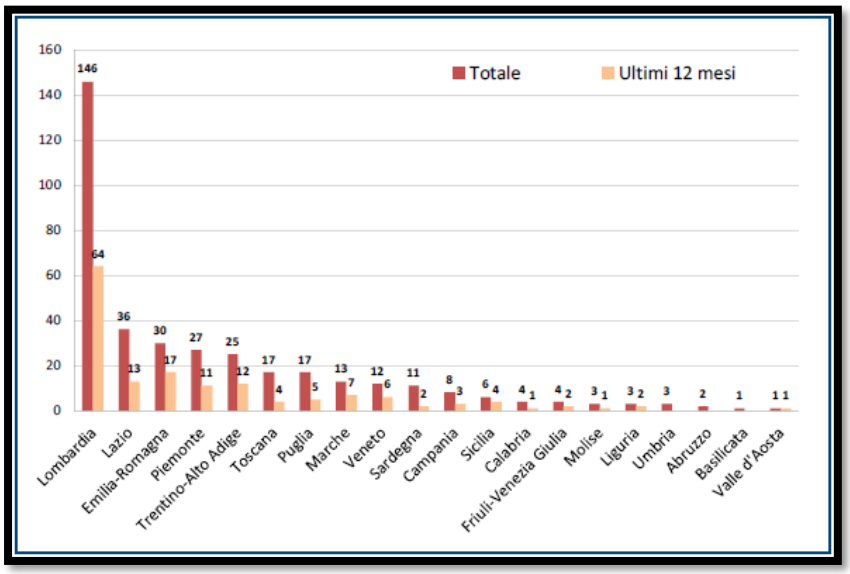
Forma societaria	Intero periodo		Ultimi 12 mesi	
	N	**%**	**N**	**%**
Start up innov.	293	79,4	113	72,4
PMI innov.	37	10,0	19	12,2
PMI	31	8,4	20	12,8
Veicolo d'inv.	8	2,2	4	2,6
Totali	369	100,0	156	100,0

Fonte: Elaborazione personale su dati del Politecnico di Milano 2019 - Tabella a cura dell'autore

Si nota che la forma societaria nettamente prevalente è costituita dalle Start up innovative nonostante il leggero calo percentuale tra l'intero periodo (79,4%) e l'ultima rilevazione che intercorre tra il 1° luglio 2018 e il 30 giugno 2019 (72,4%). In crescita percentuale le PMI di entrambi i tipi che in totale sono 68 pari al 18,4%, nell'intero periodo, e 39 nell'ultimo anno in cui raggiungono il 25,0%. Questo in considerazione delle recenti novità in materia di accessibilità al mercato dell'*Equity crowdfunding* descritti nei precedenti capitoli.

Per quanto concerne la distribuzione geografica delle 369 imprese titolari di progetti di *Equity crowfunding* è interessante vedere che la concentrazione è molto elevata, come riportato in Figura 32.

Figura 32: *Localizzazione regionale delle imprese titolari di progetti di Equity crowdfunding nel periodo 2014/2019 (1° sem.) e negli ultimi 12 mesi*

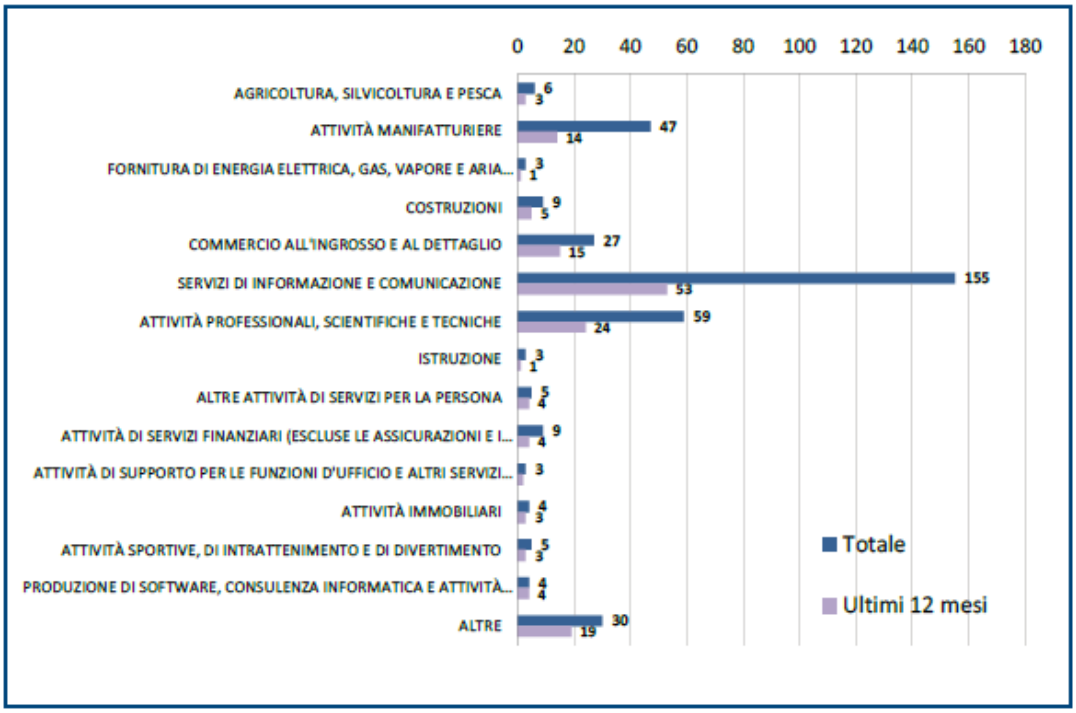


Fonte: *Politecnico di Milano 2019*

È evidente il predominio della Lombardia che ha numeri maggiori del quadruplo rispetto alla regione seconda in classifica (Lazio). Fra le rimanenti regioni primeggiano Emilia-Romagna, Piemonte e Trentino-Alto Adige.

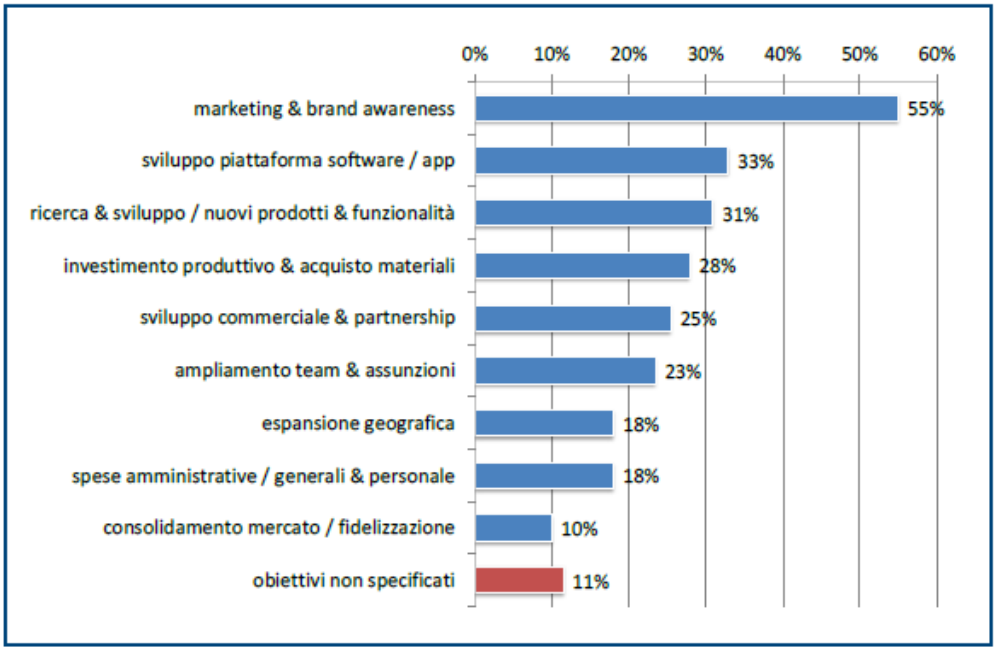
Alcuni dati interessanti per poter meglio definire le caratteristiche delle imprese titolari di progetti di *Equity crowdfunding* riguardano le categorie merceologiche delle stesse e gli obiettivi da raggiungere con i finanziamenti che sono illustrati rispettivamente nelle Figure 32 e 33.

Figura 32: *Classificazione merceologica (ATECO) delle imprese titolari di progetti di Equity crowdfunding*



Fonte: Politecnico di Milano 2019

Figura 33: *Obiettivi prestabiliti dalla imprese finanziate con Equity crowdfunding*



Fonte: Politecnico di Milano 2019

In Figura 32 le imprese che hanno usufruito di *Equity crowdfunding* sono state distinte in categorie merceologiche che corrispondono ai codici ATECO. Anche in questo caso è stata operata una distinzione tra l'intero periodo e l'arco di 12 mesi che intercorre tra il 1° luglio 2018 e il 30 giugno 2019. Il predominio delle Start up innovative traspare dai codici maggiormente rappresentati; sono 155 infatti le imprese classificate con il codice "J" che corrisponde a "Servizi di informazione e comunicazione". Altre 59 imprese ricadono nel codice "M" che individua le "Attività professionali e scientifiche". Vi sono perciò 214 imprese su 369 (58%) quasi certamente classificabili come Start up. Da non trascurare, comunque, anche le imprese manifatturiere che sono 47 (circa il 13%), classificate con il codice "C".

In Figura 33, come si è anticipato, sono elencati gli obiettivi ovvero le categorie di investimenti per i quali si è puntato a un finanziamento tramite *Equity crowdfunding.*

Ha la preminenza la categoria "sviluppo dell'area marketing" che raggruppa il 55% delle imprese. Segue, in ordine di importanza (33%), l'obiettivo di implementare una piattaforma IT o di finanziare la release di una nuova app. Quasi allo stesso livello (31%) segue l'obiettivo che punta alla R&S o innovazione. Di poco staccato (28%) figura l'investimento produttivo e l'acquisto di materiale mentre, appena un po' più sotto (25% dei casi), vi è lo sviluppo della rete commerciale & partnership.

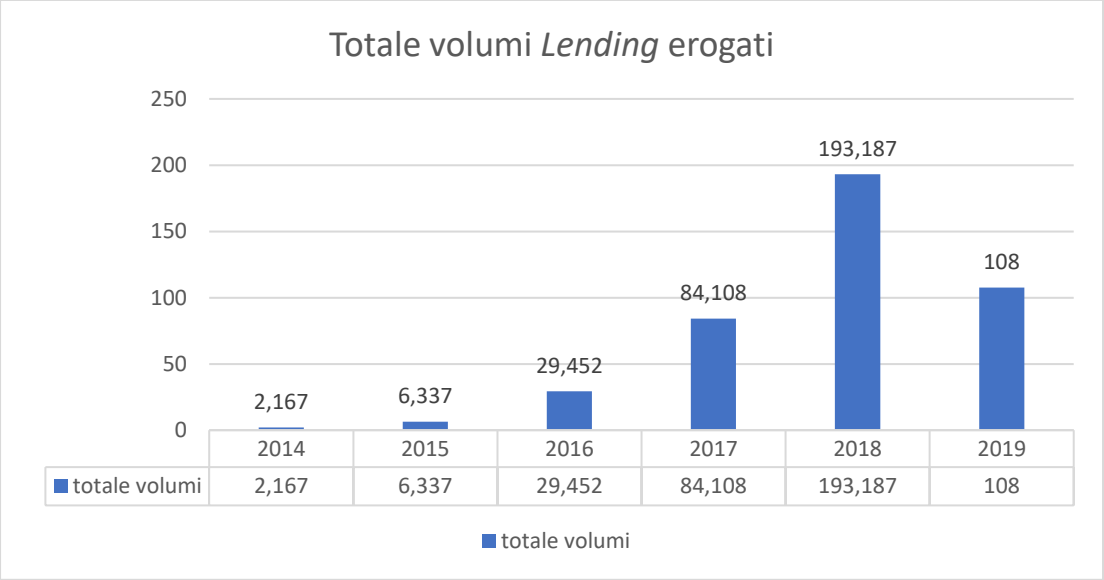
Per concludere va citato anche un 11% di imprese che non avevano obiettivi ben precisi.

4.7 IL MERCATO DEL *LENDING CROWDFUNDING* IN ITALIA

Quest'ultima sezione sviluppa ulteriori approfondimenti in materia di *Lending crowdfunding* analizzandone, a seconda dei diversi portali attuativi di questo modello (*Consumer P2P* e *Lending P2P*), il loro sviluppo e l'incidenza che gli stessi hanno nel mercato del crowdfunding.

Giova sottolineare come ulteriori informazioni in merito allo sviluppo del *Lending crowdfunding* sono, in linea generale e nello specifico intervallo di tempo del 2014/2018, già state riportate brevemente nel precedentemente paragrafo del precedente paragrafo (Figura 17).

Figura 34: *Volumi complessivi erogati in milioni di euro Lending based crowdfundig - Periodo 2014/2019*



Fonte: Rielaborazione dati Politecncio di Milano: 4° report crowdinvesting Italia – grafico a cura dell'autore

- **Le piattaforme *P2P Consumer Lending***

I 13 portali attivi nel *Lending crowdfunding* al 30 giugno, con le rispettive società di gestione, le qualifiche aziendali e i target, sono elencati in Tabella 13.

Figura 35: *Portali di Lending crowdfunding attivi in Italia al 30 giugno 2019 con indicazione di società di gestione, qualifiche aziendali e target.*

Sito *web*	Società gestore	Qualifica	*Target*
Blender.loans	BLender Global / UAB BLender Lithuania	Istituto di pagamento	*Consumer*
BorsadelCredito.it	Business Innovation Lab SpA / Mo.Net SpA / Art SGR SpA	Istituto di pagamento / Società di Gestione del Risparmio	*Business*
Housers.com/it	Housers Global Properties PFP, SL / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	*Business* (immobiliare)
It.october.eu	October Italia srl / October SA	Agente istituto di pagamento	*Business*
Motusquo.it	Motusquo.it / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	*Consumer*
Prestacap.com (*)	iBondis Limited	Istituto finanziario	*Business*
Prestiamoci.it	Prestiamoci SpA / Pitupay SpA	Finanziaria ex art. 106 TUB / Istituto di pagamento	*Consumer*
Rendimentoetico.it	Rendimento etico Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	*Business* (immobiliare)
Smartika.it	Smartika SpA	Istituto di pagamento	*Consumer*
Soisy.it	Soisy SpA	Istituto di pagamento	*Consumer*
Thesociallender.it	The Social Lender Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	*Business*
Trusters.it	Truster Italia Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	*Business* (immobiliare)
It.younited-credit.com (*)	Younited SA	Istituto bancario	*Consumer*

Fonte: Politecnico di Milano 2019

Come descritto nei capitoli precedenti, il modello *P2P Lending crowdfunding* a sua volta si sviluppa in due rami: il *P2P Consumer lending* e il *P2P Business lending* a seconda che il prestito erogato sia rispettivamente rivolto a persone fisiche o persone giuridiche.

Nel caso del primo modello per l'analisi in oggetto sono rilevate le piattaforme più consistenti per volumi di finanziamenti erogati, dove troviamo: *Blender; MotusQuo; Prestiamoci; Smartika; Soisy; Younited credit.*

A tal riguardo, *Motus quo* è ad esempio un portale amministrato dalla Start up MotusQuo S.r.l. il cui fondatore e CEO è l'italiano Giorgio Martelli. È una Start up controllata dalla casa madre di Chiasso (CH) *Motus Quo AG in* e si avvale dei servizi di pagamento certificato dell'istituto francese LemonWay SAS. MotusQuo è conveniente per i richiedenti poiché non addebita costi nella fase di istruttoria del progetto e di assegnazione del prestito. I suoi introiti dipendono da una commissione del 3% del capitale, che però viene addebitata al cliente solo nel momento in cui il prestito viene erogato. I prestatori hanno un ampio range di intervento, poiché possono investire cifre variabili dai 200 ai 50mila euro. L'unico ulteriore addebito a carico del beneficiario del prestito è un 1% del capitale che va ad incrementare un fondo di garanzia per insoluti.

Premettendo ciò, e analizzando personamente le sei piattaforme *P2P Consumer lending* citate, vengono nella seguente tabella rapportati e messi a confronto: il range d'importo del prestito concesso; la durata dello stesso; l'esistenza o meno di un fondo di protezione per gli insoluti.

Figura 36: *Portali P2P Consumer lending a confronto – dati forniti dalle piattaforme*

Piattaforma	Importo prestito in euro	Durata in mesi	Tutela per le insolvenze (fondi)
Blender	500-10000	18 – 36	Tutela prevista
MotusQuo	500-25000	12 – 48	Tutela prevista
Prestiamoci	1.500-15.000	12 – 72	Tutela non prevista
Smartika	1.000-15.000	12 – 48	Tutela prevista
Soisy	250-15.000	3 – 60	Opzionale
Younited Credit	3.000-50.000	6 – 84	Tutela non prevista

Fonte: dati forniti dalle piattaforme - Tabella a cura dell'autore

La tabella raffigurante le soglie minime e massime di prestito concesse dalle piattaforme indicano fra loro una certa somiglianza e, per quanto concerne invece le scadenze, quasi tutte partono da un minimo di mesi 12, tranne alcune eccezioni evidenziate in tabella, mentre per quanto riguarda il limite massimo esso variano tra i 36 e gli 84 mesi. Inoltre sono previste per gli investitori forme di tutela attraverso commissioni addizionali richieste ai finanziati che vanno ad alimentare un fondo di protezione attivo nei casi di inadempienze del creditore.

Ai fini dell'analisi della crescita di questono fenomeno nel mercato italiano sono stati rielaborati, e confrontati con gli intervalli precedenti, l'ammontare dei volumi erogati dalle piattaforme di *Lending crowdfunding* alla data del 30/06/2019.

Gli intervalli di analisi sono tre:

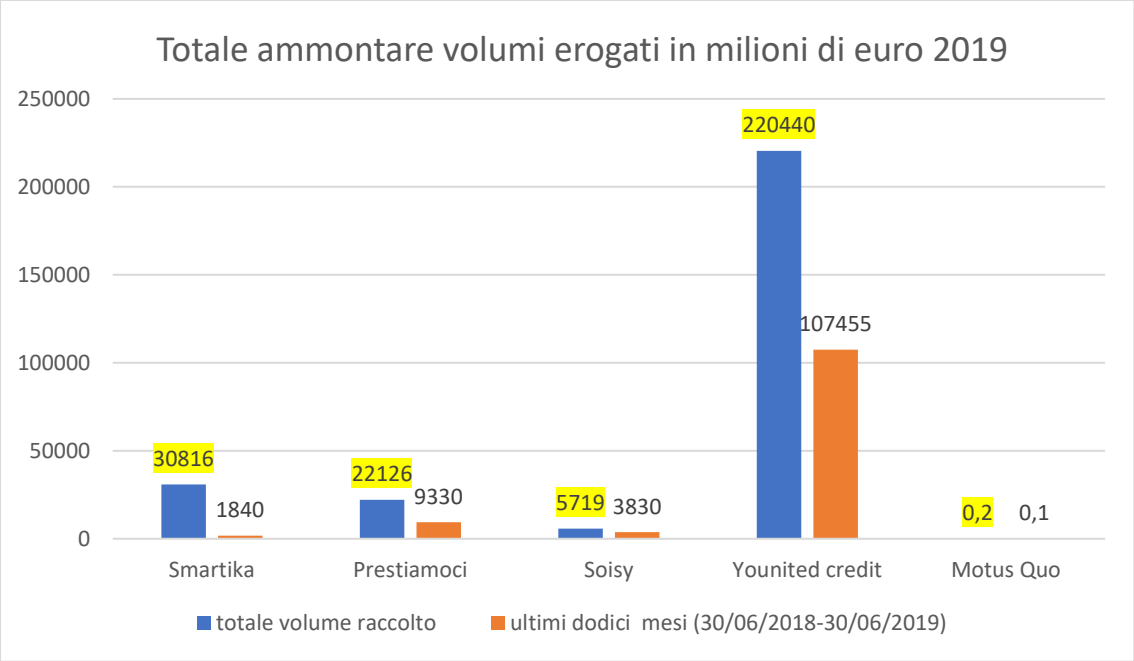
- 30.06.2018 – 30.06.2019
- 30.06.2017 – 30.06.2018
- 30.06.2016 – 30.06.2017

Nel primo caso il totale dei volumi di finanziamento erogati dalle piattaforme *Consumer* alla data 30.06.2019 era pari a 279,3 milioni (Figura 37).

Come raffigurato nel grafico, per quanto riguardo l'anno precedente il totale complessivo del volume raccolto è pari a 216,9 milioni di euro, di cui 132,3 milioni (61%) relativo agli ultimi 12 mesi, testimoniando così il trend di crescita esponenziale che tale strumento sta avendo nell'ambito della finanza alternativa (figura 38).

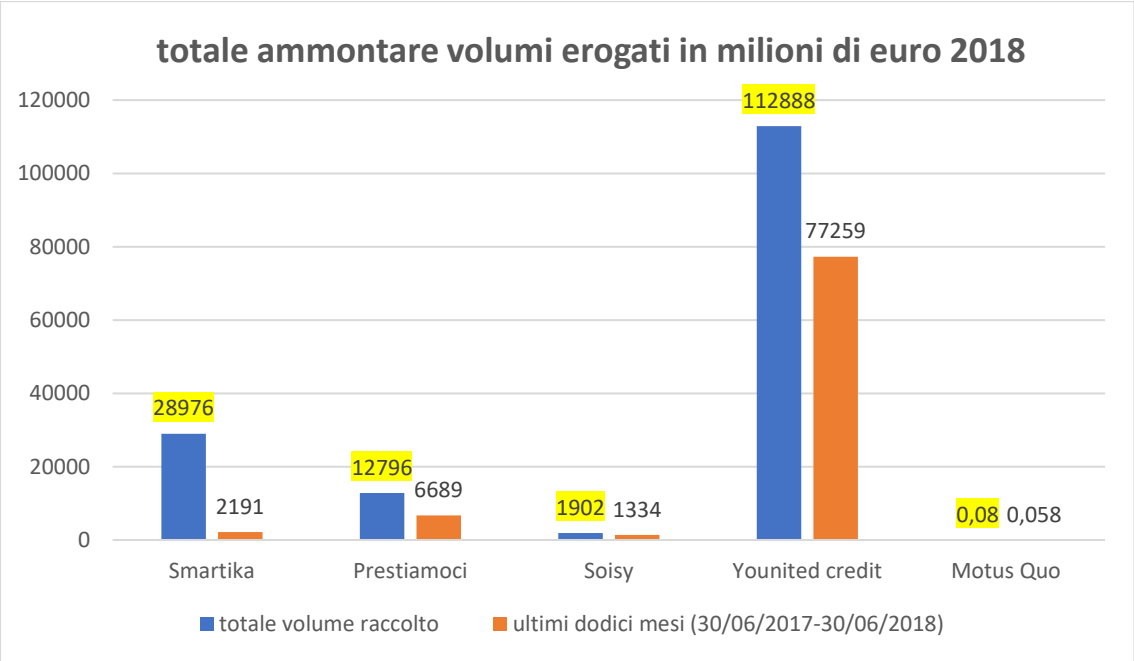
A testimonianza di questa perpetua crescita annuale viene evidenziato in figura 39 che il capitale erogato a partire 30/06/2016 è stato di 88,282 milioni di euro, di cui 56,576 (64%) relativo agli ultimi mesi.

Figura 37: *Totale ammontare volumi erogati in milioni di euro 2019 – dati forniti dalle piattaforme*



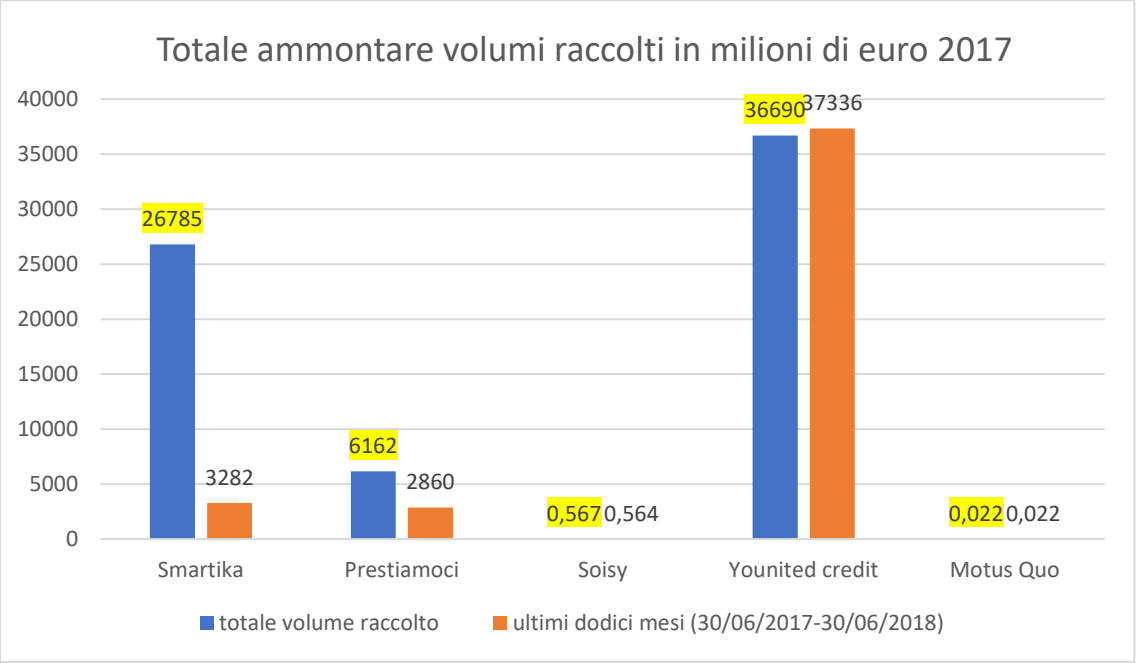
Fonte: Tabella a cura dell'autore

Figura 38: *Totale ammontare volumi erogati in milioni di euro 2018 – dati forniti dalle piattaforme*



Fonte: Tabella a cura dell'autore

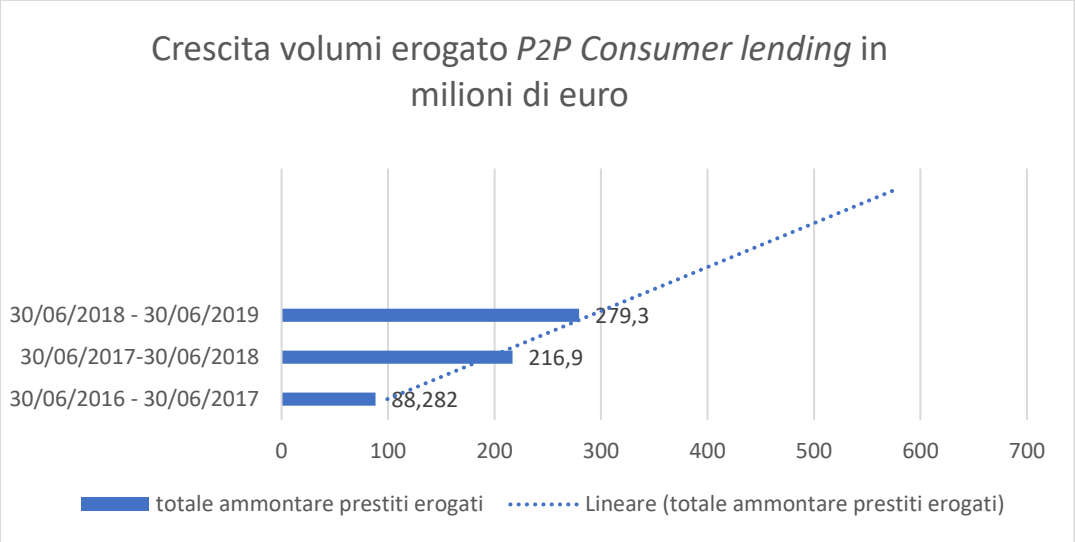
Figura 39: *Totale ammontare volumi erogati in milioni di euro 2017 – dati forniti dalle piattaforme*



Fonte: Tabella a cura dell'autore

Come si evince dall'ultimo grafico (Figura 36), anche nell'ultimo anno come in quelli precedenti (Figura 37 e Figura 38), il leader indiscusso del mercato è *Younited Credit* con un *track* di 220,4 milioni di euro. Questo perché questa piattaforma è l'unico fra i portali censiti gestito da un soggetto istituzionale a tutti gli effetti (Younited SA, Istituto francesce iscritto all'albo delle banche autorizzate ad erogare prestiti in italia). Inoltre, come analizzato dalla piattaforma, altro fattore di successo risiede nel fatto che grazie alla stessa piattaforma, la quale tra l'altro ad oggi non raccoglie ancora attraverso il *web,* è possibile disporre e reperire maggiori risorse finanziarie rispetto alle piattaforme concorrenti. Il metodo di raccolta delle risorse avviene con la sottoscrizione di fondi da parte di investitori professionali (per ora solo esteri) e non, con una quota minima di 1000 euro. Seguono *Smartika* con 30,8 milioni e *Prestiamoci* con 22,1 milioni. Dai dati forniti viene inoltre confermato il trend di crescita di questo fenomeno in cui la crescita rispetto al risultato del periodo precedente risulta essere in crescita del 40%.

Figura 40: *Trend di sviluppo ammontare erogato piattaforme P2P Consumer lending in milioni di euro – dati forniti dalle piattaforme*



Fonte: Tabella a cura dell'autore

- **Le piattaforme *P2P Business lending***

Considerando ora la seconda metolodogia attuativa di questo modello, i portali attualmente attivi in quest'ambito sono caratterizzati dai già descritti modelli di *Business* caratterizzanti questa forma di finanza alternativa: il modello diffuso e il modello diretto. Essi si differenziano tra loro principalmente per il rapporto diretto o indiretto che l'investitore ha nei confronti del richiedente l'investimento.

Tra i più noti per ammontare dei prestiti erogati sono: *BorsadelCredito.it; October; Prestacap; The Social Lender; Housers; Trusters; Rendimento etico.*

Come per le piattaforme *Consumer lender* anche in questo caso viene citato un esempio, BorsedelCredito.it, che è la piattaforma gestita da un gruppo societario che svolge operazioni di *Lending crowdfunding* mediante la prevista iscrizione all'albo degli istituti di pagamento autorizzati dalla Banca D'italia.

La piattaforma accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti nel territorio nazionale con almeno 12 mesi di attività alle spalle, necessari appunto per la redazione di un bilancio, e con un fatturato non inferiore a 50.000 euro.

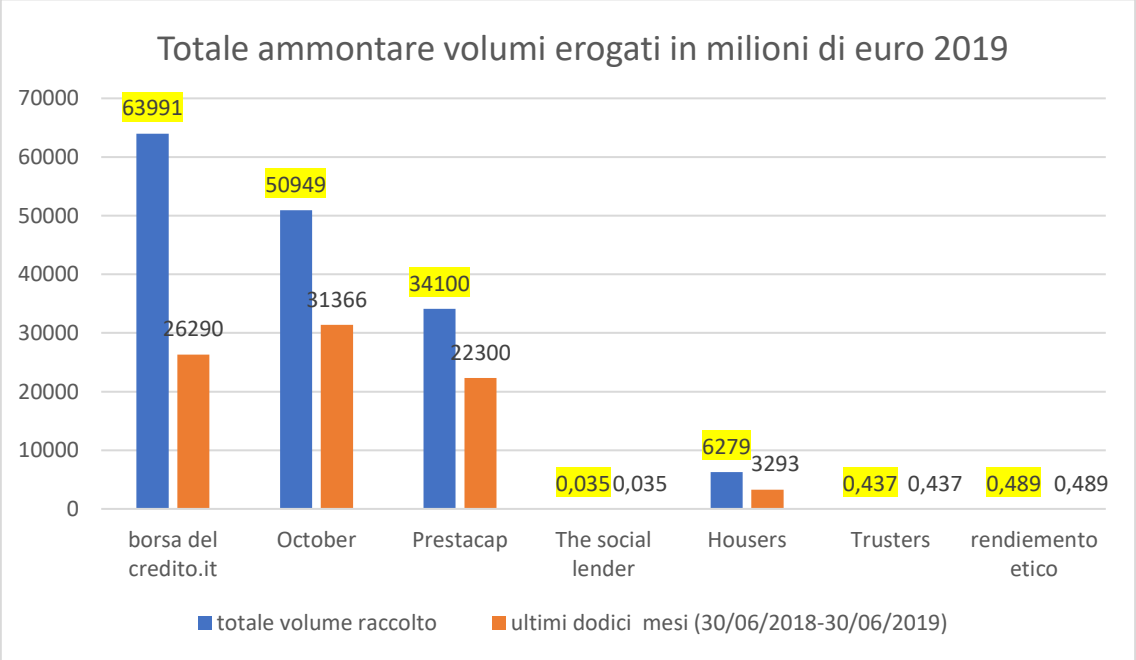
Inoltre, altri requisiti necessari all'ottenimento del credito e alla relativa tutela dei finanziatori stessi sono la mancanza di atti pregiudizievoli gravi (ipoteche, pignoramenti, ecc.) né in capo all'azienda né in capo al titolare.

Come riscontrato nel sito della piattaforma, la scadenza del prestito intercorre tra 1 mese ed i 60 mesi. Nelle scadenze fino a 12 mesi è possibile optare anche per la possibilità di un rimborso *bullet,* laddove il debito viene rimborsato in un'unica soluzione alla scadenza.

Il tasso annuo nominale oscilla fra il 3,4% ed il 7,4% con nessuna richiesta o di garanzia reale o attraverso strumenti finanziari (solo in alcuni casi vengono richieste garanzie personali).

L'ammontare dei volumi totali erogati è rappresentato nella figura che segue e, come si evidenzia dal grafico, il valore cumulato complessivo è oggi pari a 156,3 milioni di cui 84,2 milioni negli ultimi mesi. Dai dati forniti dalle imprese che contano un totale erogato nell'anno precedente di 44 milioni, anche in questo caso l'incremento rispetta il trend di crescita che questo modello di finanza alternativa sta vivendo registrando una crecita del 48%.

Figura 41: *Totale ammontare volumi erogati in milioni di euro 2019 (P2P business lending) – dati forniti dalle piattaforme*



fonte: Tabella a cura dell'autore

Detto ciò, le piattaforme *P2P Consumer lending* come quelle *Business* stanno registrando un incremento esponenziale annuale come in nessun altro modello dove la prima supera la seconda in base al totale ammontare dei volumi erogati analizzati nell'analisi empirica oggetto dell'elaborato.

CONCLUSIONE

In ultima analisi, lo strumento che rappresentava solo un mezzo di reperimento di risorse finanziarie attorno a realtà generalmente *not profit oriented,* quali ad esempio atti di donazione e di beneficienza, si è gradualmente affermato come una vera e propria strategia di *sourcing* mediante la quale, un insieme potenzialmente illimitato di microimprenditori e non, è stato in grado di ottenere un vantaggio competitivo nel reperimento di risorse finanziarie e *know-how* strategici altrimenti difficilmente ottenibili tramite i classici istituti di credito. Ad oggi, questo modello di finanza alternativa rappresenta uno dei pochi rimedi previsti per l'imprenditore a fronte della stagnazione creditizia caratterizzante degli enti istituzionali di finanziamento nei confronti delle imprese *Start up* e/o *PMI innovative*. Come si avuto modo di descrivere, la mancanza di un *Track record* adeguato e gli elevati gradi di asimmetrie informative intercorrenti tra investitore e richiedente, nonché la ricorrente intangibilità valutativa del progetto imprenditoriale, sono le principali cause per cui l'accesso al credito per queste fattispecie di imprese risulta se non del tutto assente molto limitato.

A dimostrazione di questa premessa e come si è potuto analizzare nella dimostrazione empirica, i *trend* di crescita sono estremamente positivi se non in alcuni casi persino esponenziali, e i dati raccolti denotano un mercato globale con una raccolta totale nel 2017 pari a $ 416,67 miliardi a fronte degli 288,99 miliardi del 2016 con una crescita del 45% su base annua.

Per quanto riguarda il mercato italiano del *Crowdfunding*, alla luce di quanto emerso, si può certamente concludere che, nonostante il ritardo nell'adeguamento a questo processo innovativo a causa delle diverse criticità rappresentate, ha registrato negli ultimi anni un'ampia crescita in termini di volumi raccolti. A tal proposito, la crescita del *Crowdfunding* in Italia ha registrato nell'intervallo 2016/2017 una crescita del 89,4% con totale volumi di € 240 milioni a fronte dei 127 milioni raccolti nel periodo precedente.

Il *trend* di sviluppo globale di progetti imprenditoriali lanciati attraverso i portali *web* ci mostra che questo modello di finanza alternativa non rappresenta un fenomeno temporaneo bensì, con la crescita tendenziale dei volumi raccolti a livello globale, con le nuove norme e regolamentazioni in vigore, come i continui nuovo modelli di sperimentazione volti all'incentivazione di tale processo, viene confermato che il *Crowdfunding* sta diventando una vera e proprio forma concorrenziale di finanziamento alternativa al sistema creditizio tradizionale.

Per quanto concerne i diversi modelli analizzati, la prevalenza dei modelli *Donation, Reward* e *Lending based* è riconducibile alla semplice applicazione operativa che, tra l'altro, non richiede alcuna normativa a*d hoc.* Con specifico riferimento al *Lending based crowdfunding* il tema più urgente a mio avviso da adottare è la regolamentazione normativa ancora poco chiara in merito. Ad oggi, la normativa autorizza i soggetti finanziati attraverso le piattaforme a raccogliere fondi quando prenditori e prestatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo leva sul loro potere negoziale personale e, ai fini della non configurazione dell'esercizio abusivo dell'attività bancaria, raccomanda allo stesso tempo un tetto massimo d'investimento da parte di investitori privati. Detto ciò, risulta di fondamentale importanza adattare queste condizioni alla particolarità del contesto digitale del mondo *web* da un lato, ma dall'altro rendendoli altrettanto compatibili con le dimensioni potenziali che questo mercato finanziario sta registrando. Inoltre, la recente opportunità introdotta in materia di *Debt based crowdfunding,* dove i portali autorizzati dalla Consob possono collocare strumenti di debito su una piattaforma separata ad esclusione degli investitori *retail,* rischia di creare un "arbitraggio normativo" caratterizzato da maggiori gradi di libertà applicativa per le piattaforme di *Lending based crowdfunding.*

Pertanto, alla luce di quanto analizzato, uno dei fattori critici di successo più rilevanti risiede appunto in questa ancora poco chiara regolamentazione per la quale è necessario al più breve un intervento del legislatore che prenda spunto ad esempio dalle buone pratiche che l'unione europea sta sviluppando.

Per quanto concerne l'*Equity crowdfunding* le rigidità normative adottate, e le conseguenti applicazioni di tale modello, sembrano essere il prodotto finito della interrelazione di due mondi completamente opposti nella loro operatività: da un lato vi è la potenza comunicativa del *web*, allo stesso tempo intangibile e ancora poco tutelabile in materia di opera d'ingegno, dall'altro la finanza classica, settore fortemente regolamentato, dominato da stringenti logiche remunerative, analisi di *due diligence*, e non sempre da adeguati livelli di trasparenza.

Parlando invece del modello *Reward based Crowdfunding*, sul quale è stato tra l'altro sviluppata la mia proposta imprenditoriale, gli elevati tassi di crescita registrati in queste operazione e nello specifico caso dell'opzione *presale,* inducono a ritenere che anche questa fattispecie risulta essere idonea alle politiche di finanziamento adottate in fase di lancio di una *business idea.*

Questo perché le implicazioni commerciali verificate in fase di commercializzazione del prodotto/servizio, come il valore informativo relativo alle caratteristiche della domanda e al grado di penetrazione nel mercato di riferimento, consentono di abbattere notevolmente i rischi connessi alla nascita di realtà imprenditoriali fortemente innovative che, in caso contrario, rischiano il *default* ancor prima di nascere.

Viene a tal riguardo ripresa l'analisi SWOT sui punti di forza e di debolezza del *Crowdfunding*.

SWOT ANALYSIS

STRENGHTS	WEAKNESSES	OPPORTUNITIES	THREATS
ELEVATO GRADO DI CONTROLLO	COMPLESSITÀ AMMINISTRATIVA	SVILUPPO DEL WEB	CULTURA NON SUFFICIENTE
ACCESSO AL FINANZIAMENTO FLESSIBILE	TRANSAZIONE FINANZIARIA	MITIGAZIONE DEGLI EFFETTI DELLA CRISI ECONOMICA	REGOLAMENTAZIONE PARZIALE
VALUTAZIONE PREVENTIVA SULLA FATTIBILITÀ	RISCHIO DI APPROPRIAZIONE INDEBITA DELL'INTELLETTO	SVILUPPO DI MERCATI DI NICCHIA	BASSA ALFABETIZZAZIONE DIGITALE
BENEFICI PER LA COMUNITÀ	RISCHIO DI FRODI PER GLI INVESTITORI		SCARS CONOSCENZA DEI SISTEMI PAGAMENTO ONLINE
BENEFICI PER IL SISTEMA ECONOMICO	LIEVE TRASPARENZA INFORMATIVA		TIMORE CHE IL PROGETTO SIA UNA TRUFFA
BARRIERE GEOGRAFICHE NON PRESENTI			

Tuttavia, sebbene i punti di forza sono molteplici e rappresenti questo modello ad oggi uno strumento di finanza alternativa in grado di inglobare un valore aggiunto che vada oltre il mero apporto di risorse finanziarie, la sperimentazione di tali modelli può essere ritenuta efficace in termini di sostegno e sviluppo di imprese *Business oriented* solo se affiancato dal costante studio delle numerose implicazioni, e dai relativi effetti, che lo strumento sottende.

Facendo una personale riflessione sullo sviluppo del fenomeno del *Crowdfunding* nel mercato italiano scaturita dall'elaborato svolto, mi sono convinto che laddove si potesse/volesse coinvolgere attivamente nei finanziamenti l'investitore *retail,* spiegandogli quanto questo fenomeno si sia già velocemente diffuso nel mondo e quante opportunità/benefici, anche personali, lo stesso possa comportare, si potrebbe verificare un sostanziale incremento nell'utilizzo di tale modello di finanziamento.

Collegandomi alla mia precedente personale riflessione, viene in seguito raffigurata la *business idea* da me ideata con la quale si cerca di far al meglio comprendere il meccanismo operativo di funzionamento nonché i fattori critici di successo e non di questo nuovo portale web di *Crowdfunding*. La piattaforma risponde alla *Mission Statement* di trovare una via indiretta a fini del coinvolgimento diretto della maggior massa (*Crowd*) di persone possibili, in questo caso consumatori *retail*, le quali a loro volta attraverso le *Fidelity card* delle catene GDO di riferimento (Aldi, Lidl, Pam, ecc.), gestiscono autonomamente la propria attività d'investimento (anche micro) mediante le stesse catene. Possono così accedere, mediante l'attività d'investimento istituita dalla GDO e dall'attività d'intermediazione della piattaforma, ad una possibile remunerazione del capitale investito (pari ad una percentuale stabilita nel contratto per ogni acquisto e alle diverse fasce di rischio scelte) sotto forma di corrispettivi/bonus monetari da destinarsi all'acquisto di prodotti nella catena stessa e/o a corrispettivi non monetari quali *presales* e/o ricompense (viaggi, attività, prodotti, ecc.), il tutto con la partecipazione diretta del consumatore.

Il modello individuato per lo sviluppo di questa piattaforma è una sottocategoria del già noto e descritto *Reward based crowdfunding.*

Dal punto di vista normativo non vi è alcuna notevole differenza in quanto questa piattaforma si sviluppa nell'idea che chi investe riceve una ricompensa sulla base del grado di rischio dell'importo investito nella campagna oggetto d'investimento. Detto ciò, per il consumatore si concretizza la possibilità di accedere a tre categorie giuridiche di riferimento:

- Il pre-ordine (*presales*): compravendita futura che si realizza con la realizzazione del bene (soggetta ad IVA);
- Ricompense non monetarie (soggette ad IVA);
- Ricompense monetarie senza alcun titolo di proprietà sul progetto né di rimborso (il consumatore riceve *royalties* all'interno della sua *Fidelity card* da spendere nel circuito della catena della GDO oggetto d'investimento – esente IVA).

In seguito, la proposta sequenziale del processo operativo di tale piattaforma e un modello Canvas rappresentativo di tale proposta imprenditoriale.

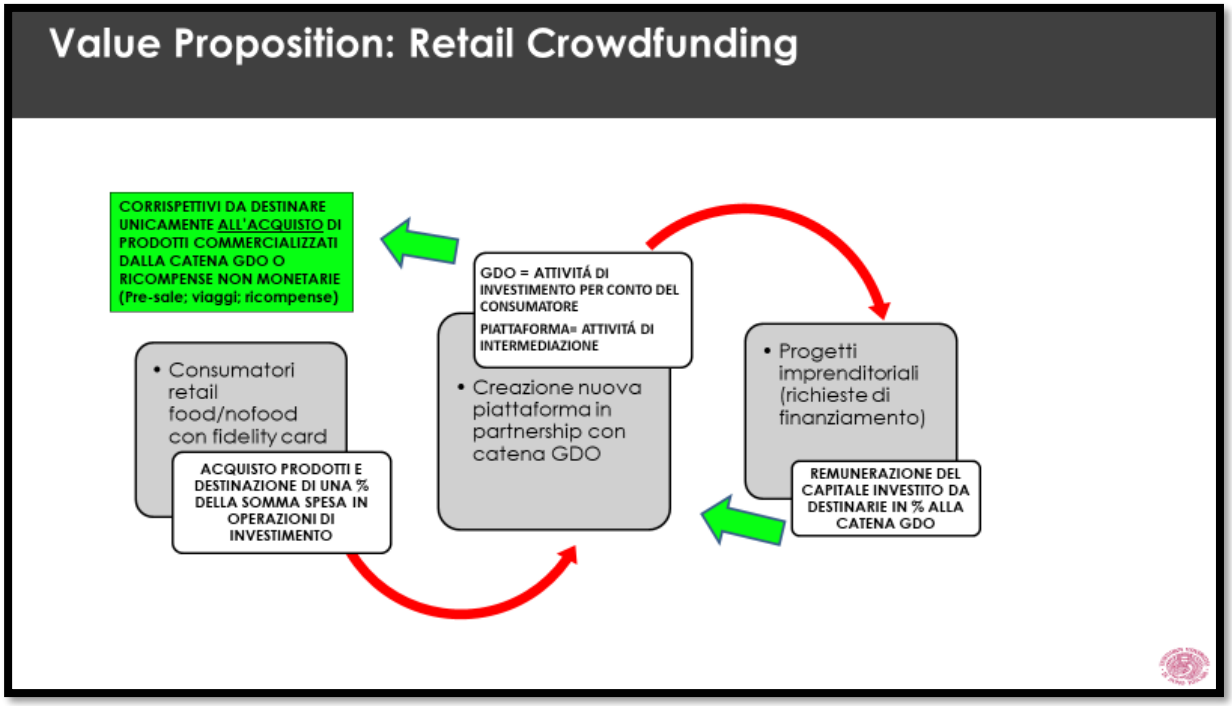


Grafico a cura dell'autore

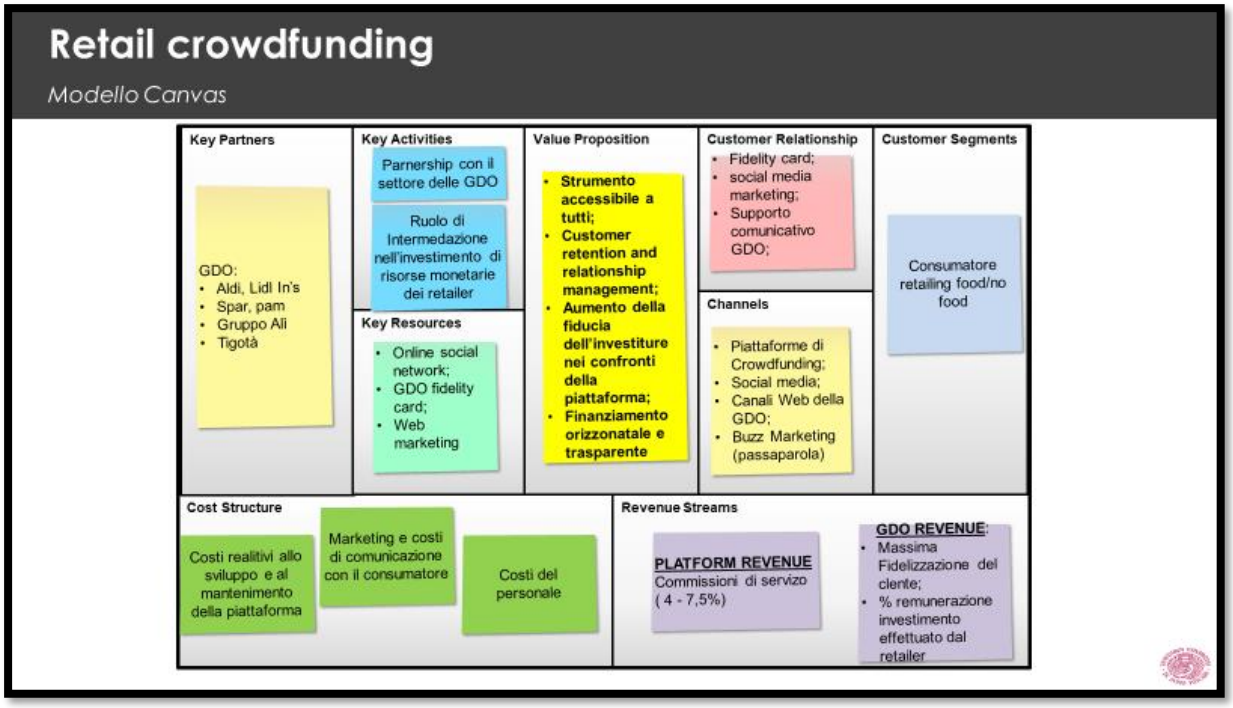
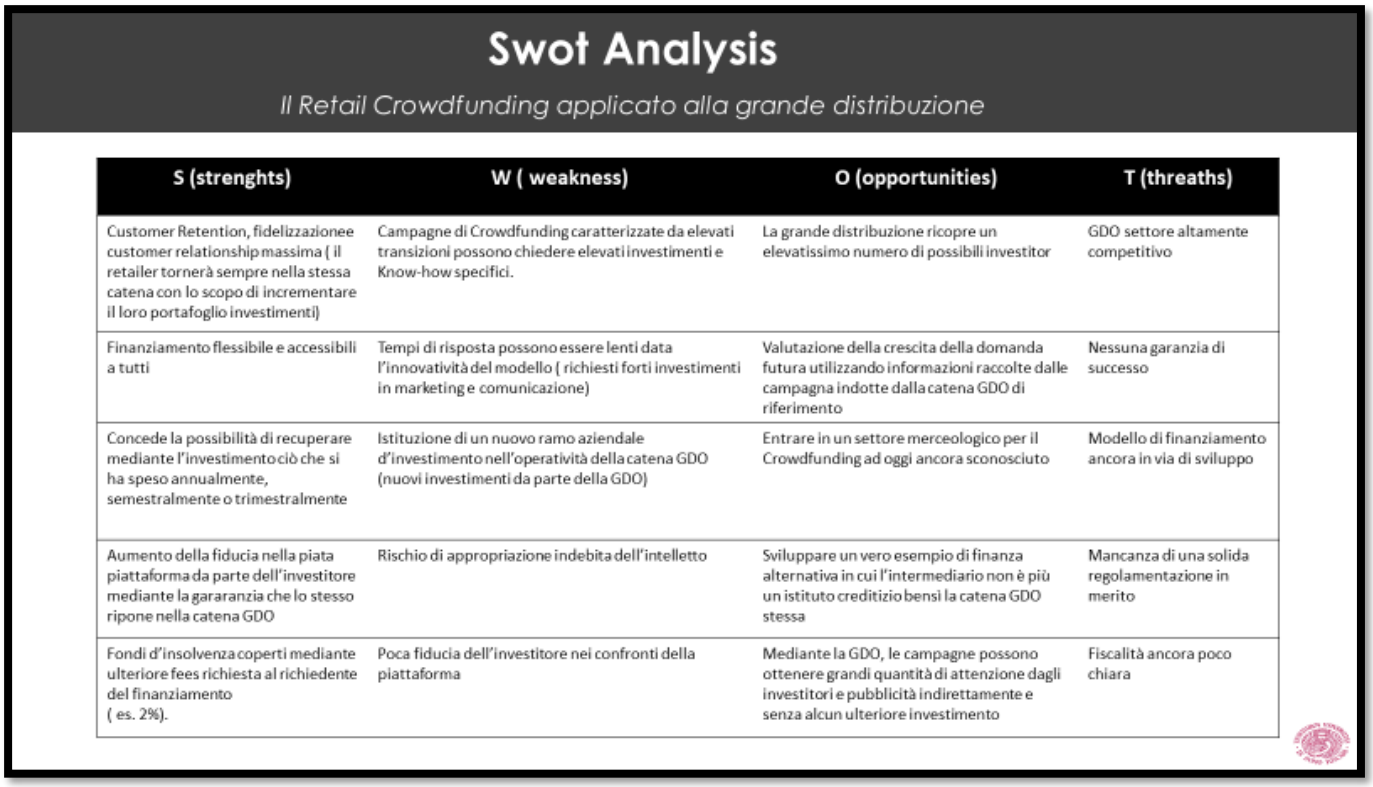


Grafico a cura dell'autore.



Swot Analysis

Il Retail Crowdfunding applicato alla grande distribuzione

S (strenghts)	W (weakness)	O (opportunities)	T (threaths)
Customer Retention, fidelizzazionee customer relationship massima (il retailer tornerà sempre nella stessa catena con lo scopo di incrementare il loro portafoglio investimenti)	Campagne di Crowdfunding caratterizzate da elevati transizioni possono chiedere elevati investimenti e Know-how specifici.	La grande distribuzione ricopre un elevatissimo numero di possibili investitor	GDO settore altamente competitivo
Finanziamento flessibile e accessibili a tutti	Tempi di risposta possono essere lenti data l'innovatività del modello (richiesti forti investimenti in marketing e comunicazione)	Valutazione della crescita della domanda futura utilizzando informazioni raccolte dalle campagna indotte dalla catena GDO di riferimento	Nessuna garanzia di successo
Concede la possibilità di recuperare mediante l'investimento ciò che si ha speso annualmente, semestralmente o trimestralmente	Istituzione di un nuovo ramo aziendale d'investimento nell'operatività della catena GDO (nuovi investimenti da parte della GDO)	Entrare in un settore merceologico per il Crowdfunding ad oggi ancora sconosciuto	Modello di finanziamento ancora in via di sviluppo
Aumento della fiducia nella piata piattaforma da parte dell'investitore mediante la gararanzia che lo stesso ripone nella catena GDO	Rischio di appropriazione indebita dell'intelletto	Sviluppare un vero esempio di finanza alternativa in cui l'intermediario non è più un istituto creditizio bensì la catena GDO stessa	Mancanza di una solida regolamentazione in merito
Fondi d'insolvenza coperti mediante ulteriore fees richiesta al richiedente del finanziamento (es. 2%).	Poca fiducia dell'investitore nei confronti della piattaforma	Mediante la GDO, le campagne possono ottenere grandi quantità di attenzione dagli investitori e pubblicità indirettamente e senza alcun ulteriore investimento	Fiscalità ancora poco chiara

Grafico a cura dell'autore

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Bibliografia

Joseph A. Schumpeter, ETAS, Milano, (2001). *Capitalismo, socialism e democrazia: traduzione di Capitalism, Socialism and Democracy, George Allen & Unwin, Londra, 1954, con introduzione di Francesco forte.*

D. Prandina, il sole 24 ore, Milano, (2006). Start up: *il manuale di riferimento per iniziare un nuovo business.*

R. Maurizio, Franco Angeli Editore, Milano, (2013). *il ruolo del venture capital e del private equity nel capitale di rischio delle imprese: dall'analisi teorica ai risultati di una ricerca empirica.*

E. Fregonara, Giuffrè Editore, Milano, (2013). *uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento.*

E. Gualandri, P. Schwizer, Palgrave Macmillan, (2008). *bridging the equity gap for Innovative SMEs:* il caso delle PMI innovative.

A. Forzano, A. Amelotti, M. Balossino, G. Perini, O. simeon, (2008). *Gli aiuti di stato alle infrastrutture e la metodologia del funding gap: istruzione per l'uso e raccordo con le regole dei Sie.*

M.Carlotti, EGEA, Milano, (2003). *tecniche di private equity: il fondo e l'origination, l'investimento, le gestione e il disinvestimento.*

R. Corigliano, Roma, (2001). *il venture capital: finanziamento dell'innovazione, cpitale di rischio e nuovi mercati finanziari.*

A. Damodaran, Wiley, (2001). *Corporate finance: theory and practice.*

R. del Giudice, A. Gervasoni, ETAS, Milano, (2002). *finanziarsi con il venture capital*

E. Cataldo, Cacucci editore, Bari, (2014). *Il capitale di rischio: un mercato che stenta a decollare.*

C. Della Bella, Egea Editori, Milano, (1996). *Titoli azionari e natura del capitale di rischio.*

P. Marchetti, Bancaria editrice, Roma, (2009). *il project finance: rischio di credito, regolamentazione, pricing e strumenti ibridi di finanziamento.*

J. Brunnel, T. Ratinho, B. Clarysse, A. Groen, Technovation, (2012). *The evolution of business incubators: comparing demand and supply of business incubation services across different incubator generation.*

R. Aernoudt, Kluver academic, (2004). *incubators: Tool for Entrepreneurship?*

A. Gervasoni, F.L Sattin, Guerini studio, Milano, quarta edizione (2008). *Private equity e venture capital, manuale di investimento nel capitale di rischi*

A. Dessy, Egea editore, Milano, (2001). *capitale di debito e sviluppo dell'impresa.*

V. Capizzi, R. Giovannini, Bancaria editrice, Roma, (2010). *business angel e informal venture capital in Italia.*

G. Akerlof, Quartely Journal of economics, (1970). *"the market for lemons": quantitative uncertainty and the market mechanism.*

M. Sorrentino, Cedam editore, Padova, (2003). *le nuove imprese: economia delle nuove iniziative imprenditoriali.*

F. Bertoni, M.G. Colombo, L. Grilli, (2011). *Venture capital financing and the Growth of High Tech Starts Ups: disentangling Treatment From Selection Effects.*

B. Fidanza, McGraw-Hill, Milano, (2010). *Il private equity in Italia: caratteristiche del mercato e ruolo per le imprese.*

Banca d'Italia, Titolo 1 capitolo 1, (Gennaio 2011). *istruzioni di vigilanza, circolare 263.*

Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 - Decreto crescita 2.0 179/2012. *Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese.*

P. Mottura, S. Paci, Egea editore, Milano, (2009). *Banca: economia e gestione.*

L. Canovi, Giappichelli Editore, Torino, (2007). *analisi di bilancio e previsione finanziaria: principi e strumenti.*

C. Cacciamani, A. Fiorelli, FrancoAngeli Editore, Milano, (2017). *il crowdfunding*

Commissione Europea, Bruxelles, (2015). *Libro verde: costruire un'unione dei mercati dei capitali*

U. Piattelli, Giappichelli Editore, Torino, (2013). *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o una occasione mancata?*

V. Ferrero, DiarioInnovazione, (2018). *la commissione europea vuole una nomrativa europea di servizi di Crowdfunding.*

EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *Support for - and Proposed Improvements to - the European Commission Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business*, ECN (www.eurocrowd.org), 19/03/2018

Commissione Europea. Gazzetta ufficiale della UE, Bruxelles, 2006. *Direttiva IVA applicabile al crowdfunding.*

Commissione di studio UNGDEC finanza, sottogruppo *start-up* e crowdfunding, (2016). Start up innovative e i nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding. pp. 34 ss. (in particolare le citazioni fanno riferimenti a p. 35)

I. Pais, P. Peretti, C. Spinelli, Egea Editore, Milano, 2014. *il crowdfunding: La via collaborativa all'imprenditorialità.*

F. Arbitrani, V. Melandri*, (2015). il crowdfunding donation in Italia: la cultura del dono in rete, cooperative ed enti no profit.* pp. 42-46

A. Delivorias, European Parliamentary Research Service, Bruxelles, (2017). *Crowdfunding in Europe: introduction and state of play.*

M. Bofondi, Banca d'Italia, Roma, (2017). *il lending-based crowdfundign: opportunità e rischi.*

E. Kirby, OICV-IOSCO,2014. *Crowdfunding: an infant industry growing fast.*

S.G. Hanson, A. Shleifer, J.C Stein e R.W. Vishny, Journal of financial Economics, (2015). *"Banks as Patient Fixed Income Investors".* pp. 449-469

J. Dermine, Financil Stability Reviw of "Banque de Franc", (2016). *Digital bankin and market disruption: a sense of dèjà vu?*

G, Tardivo, R. Schiesari, N. Miglietta, Isedi Editore, Torino, 2012. *Corporate finance.*

R. De luca, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Milano, (2015). *il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità.*

B. Pagamici, Ipsoa Editore, Milano, (2019). *Start-up innovative con agevolazioni fiscali per gli investitori.*

G. Guarcilena, rivista italiana di managment, (2014). *le potenzialità del crowdfunding.* pp. 20-23.

M. Tencalla, Rivista di diritto Tributario, (2017). *l'equity crowdfunding per tutte le PMI con la legge di bilancio 2017: aspetti tributari.*

Comunicazione della Commissione UE "Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea" del 27 marzo 2014, COM(2014) 172, file consultabile su http://eurlex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172;

Consob, Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on line, disponibile all'indirizzo www.consob.it/documenti/crowdfunding/equity_crowdfunding_v3.pdf;

Consob, art 15 Regolamento n.19520, (2016)

Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti, (2016). *L'equity crowdfunding: analisi sintetica e della normativa e aspetti operativi.*

W. Barnett, Forbes, (2015). *Trends Show Crowdfunding to Surpass VC in 2016*. file consultabile su https://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2015/06/09/trends-show-crowdfunding-to-surpass-vc-in-2016/#21d1af1d4547

Crowdfunding Buzz, (2019). *Mercato e statistiche equity crowdfunding in Italia (infografica)*.

EdiBeez, (2018). *Equity Crowdfunding in Italia. Previsioni di crescita di un modello dirompente di finanza alternativa*.

J. Fischer, (2017). *Top Trends in Equity Crowdfunding. Big Things are Happening*.

C. Griffa, Il Sole24Ore, (2019). *Piccoli, ma cresceranno? Equity e lending crowdfunding italian*i: *numeri idee progetti per il futuro.*

Massolution,2015. *Crowdfunding Industry report*.

Politecnico di Milano, School of management, (2019). *4° Report Italiano sul crowdinvesting*.

Politecnico di Milano, School of management, (2018). *3° Report Italiano sul crowdinvesting*.

Politecnico di Milano, School of management, (2017). *2° Report Italiano sul crowdinvesting*.

Politecnico di Milano, School of management, (2016). *1° Report Italiano sul crowdinvesting*.

Starteed, 2019). *Il Crowdfunding in Italia. Report 2018*.

T. Zielger, R. Shneor, K. Wenzlaff, A. Odorovic, Cambridge Center For alternative Finance, Cambridge, (2019). *Shifting Paradigms: The Fourth European Alternative Finance Benchmarking report.*

T. Zielger, R. Shneor, K. Wenzlaff, A. Odorovic, Cambridge Center For alternative Finance, Cambridge, (2018). *Shifting Paradigms: The Third European Alternative Finance Benchmarking report.*

Sitografia

www.mise.gov.it/index.php/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative/

www.agendadigitale.eu/startup/sostegno-alle-startup-innovative-le- politiche-dei-paesi-europei-a-confronto/

www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-consob-sulla-raccolta-di-capitali-di-rischio-tramite-portali-on-line-adottato-con-la-delibera-n-18592-del-26-giugno-2013-in-vigore-fino-al-3-gennaio-2018-agg-con-delibera-n-19520-1075.asp

www.theitaliantimes.it/economia/start-up-innovative

www.steveblank.com

www.mise.gov.it/index.php/it/incentivi/impresa/fondo-di-garanzia-per-le-pmi

www.emiliaromagnastartup.it/sites/default/files/Guida%20alle%20Startup.pdf

www.emiliaromagnastartup.it/sites/default/files/Documenti/IBAN-Guida%20Sviluppo%20Progetti%20Imprenditoriali.pdf

www.datocms-assets.com/45/1552316268-weblibretto-2019.pdf?ixlib=rb-1.1.0

www.pmitutoring.it/application/files/5915/1187/8023/START_UP_28_NOVEMBRE.pdf

www.h-farm.com

www.netstrategy.it

www.massimobinelli.it

www.italianbusinessangelnetwork.it

www.giovaniimprenditori.confidustria.it

https://bebeez.it/files/2019/06/280619_CS_SurveyIBAN2018.pdf

www.economyup.it/startup/business-angel-gli-investimenti-decollano-465-milioni-andrea-rota-e-il-business-angel-dellanno/

www.borsaitaliana.it

www.datocms-assets.com

www.aifi.it/private-equity-venture-capital/mission/

www.bizplace.it

www.aifi.it

www.consob.it

www.senato.it

www.pmitouring.it

www.datocms-assets.com/45/1460448893-AIFI_GuidaFondiPDebt_2016.pdf?ixlib=rb-1.1.0

www.forbes.it

www.crowdfunding.com

www.osservatoriocrowdinvesting.it

www.crowdfoundimpresa.com/manualeoperativo

www.starteed.com

www.italiancrowdfunding.

www.crowd-funding.cloud/it/donation-232.asp

www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-02-11/debt-crowdfunding-quadro-italia-e-novita-legge-bilancio-155835.php

https://s3.amazonaws.com/cdn.orrick.com/files/Debt-crowfunding-Appunti.pdf

www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-del-parlamento-europeo-e-del-consiglio-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-ecsp-1127.asp

www.prometeia.com

www.eurocrowd.org

www.rivistadirittotributario.it

www.P2Plendingitalia.com

www.tipventures.it

www.P2Pmarketdata.com