

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
TESI DI LAUREA IN INFORMATICA GIURIDICA

Canali alternativi di credito online

RELATORE:
Prof. Francesco Romeo

CANDIDATO:
Modaffari Fortunata Giada

CORRELATORE:
Prof. Gianfranco Caridi

MATRICOLA:
105133

Anno accademico 2014/2015

“La vita di un uomo puro e generoso è sempre una cosa sacra e miracolosa,
da cui si sprigionano forze inaudite che operano anche in lontananza.”

Hermann Hesse

A mio nonno,
esempio di vita
e colonna portante.

INDICE

Introduzione	6
CAPITOLO 1: Il crowdfunding e le sue classificazioni	11
1.1 Classificazione per obiettivo della raccolta – ricompense offerte	19
Business.....	20
Mecenatismo	21
Donazione/Beneficenza.....	21
Cooperazione.....	21
1.2 Classificazione per natura dello scambio	22
Donation Based	23
Reward based	23
Lending based	24
Equity based	26
Modelli ibridi.....	27
1.3 Il social lending: origini e sviluppo	30
1.3.1 Funzionamento del social lending	31
1.3.2 Il social lending in Italia: Smartika	34
1.3.3 Vantaggi e svantaggi per prestatori e richiedenti.....	37
CAPITOLO 2: Equity crowdfunding	41
2.1 Il crowdfunding come alternativa ai canali di finanziamento tradizionali	44
2.2 Le imprese che si finanziano attraverso l’equity crowdfunding	46

2.3	Business angel e venture capital	48
2.4	La possibilità di co-investimento	54
2.5	Incentivi e disincentivi per imprenditori e investitori	56
CAPITOLO 3: Le regolamentazioni		65
3.1	I rischi connessi all’investimento in start-up.....	66
3.2	La normativa italiana	69
	Decreto sviluppo bis.....	71
	Deroghe al diritto societario.....	77
	Il fallimento e le altre procedure concorsuali	81
	Incentivi per la nascita e lo sviluppo delle start-up innovative.....	82
	Agevolazioni nell’assunzione di personale.....	84
	Il regolamento CONSOB	85
3.3	La situazione negli altri paesi.....	93
	Belgio	95
	Danimarca	96
	Finlandia.....	97
	Francia	98
	Olanda	99
	Spagna	100
	Inghilterra	101
3.4	USA: Jobs Act.....	102
CAPITOLO 4: Le piattaforme di crowdfunding: casi di successo		112

4.1	Kickstarter: la piattaforma più nota al mondo	115
4.2	Starteed: una tra le principali realtà italiane	116
4.3	Fondazione e promozione della ICN (Italian Crowdfunding Network): la prima associazione nazionale per il crowdfunding in Italia...	120
	Conclusioni.....	123
	Bibliografia	128
	Sitografia	130
	Ringraziamenti	132

Introduzione

Da sempre, le imprese nello specifico ma qualunque soggetto in generale, per poter svolgere la propria attività hanno bisogno di mezzi finanziari. Esistono varie tipologie di mezzi finanziari, che si differenziano per la natura giuridica che le stesse presentano. I mezzi finanziari hanno lo scopo di far crescere e funzionare le imprese e tali mezzi altro non sono che le fonti del finanziamento, le quali possono essere classificate in fonti interne e fonti esterne.

Con una evoluzione informatica sempre più in crescita anche il mondo del lavoro si è trovato di fronte ad un radicale cambiamento, ai mercati reali o comunque di gestione interamente controllata da quelli che risultavano essere i mezzi tradizionali di incontro tra domanda ed offerta si affiancano nuove piattaforme informatiche, caratterizzate da una maggiore informazione a disposizione dei navigatori ma anche delle aziende. Il web 2.0 nello specifico, attua una evoluzione importante per quel che riguarda il modo di intendere ed utilizzare il web. Non rivoluzione ma evoluzione di programmi informatici già esistenti e del metodo con cui essi interagiscono vicendevolmente. La rete si evolve e si traduce in un ambiente basato su cooperazione, collaborazione, condivisione e partecipazione, un ambiente di open culture, open data, open

source, open application, open content. L'utente è produttore e consumatore al tempo stesso.

Lévy in una sua massima diceva: *“In primo luogo bisogna riconoscere che l'intelligenza è distribuita dovunque c'è umanità, e che questa intelligenza, distribuita dappertutto, può essere valorizzata al massimo mediante le nuove tecniche, soprattutto mettendola in sinergia.*

Oggi, se due persone distanti fanno due cose complementari, per il tramite delle nuove tecnologie, possono davvero entrare in comunicazione l'una con l'altra, scambiare il loro sapere, cooperare.

Detto in modo assai generale, per grandi linee, è questa in fondo l'intelligenza collettiva.”

Negli ultimi anni, le turbolenze dei mercati finanziari del 2007/2008 hanno portato alla più grave crisi finanziaria dopo la Grande Depressione degli anni '30. Le banche diventano restie a concedere credito e tendono a penalizzare i progetti e le attività che comportano elevati costi fissi e lunghi periodi di gestazione, ciò avviene in special modo per le imprese che sono meno conosciute alle banche e che non possono esibire una lunga storia creditizia, le imprese giovani e innovative (specie le start-up).

È proprio in questo difficile contesto che si va ad inserire e ad espandere la conoscenza e l'uso del crowdfunding.

“Il crowdfunding può essere definito come uno sforzo collettivo di molti individui che in rete mettono in comune le proprie risorse per sostenere gli sforzi avviati da altre persone o organizzazioni. Questo è solitamente fatto tramite o con l'aiuto di Internet. I singoli progetti e le imprese sono finanziate con piccoli contributi da un gran numero di individui, innovatori, imprenditori e titolari di aziende che utilizzano le loro reti sociali per raccogliere il capitale". E' questa la definizione coniata dal Framework for European Crowdfunding.

Dalla definizione emerge come il crowdfunding non si riferisce esclusivamente a una modalità di raccolta fondi bensì a un vero e proprio fenomeno antropologico, sociale ed economico, poichè coinvolge una massa di individui che creano una rete, uniscono le proprie risorse finanziarie e abilitano gli imprenditori alla raccolta fondi sfruttando i loro contatti.

Si può far risalire la nascita del crowdfunding alla fine degli anni novanta. In questi anni vedevano la luce i primi siti web che si occupavano di raccogliere fondi principalmente per iniziative benefiche. Negli stessi anni, sono comparsi i primi esempi di raccolte fondi on-line legate al mondo della musica. L'evoluzione del crowdfunding è andata poi di pari passo con l'evoluzione del world wide web. Con il nuovo millennio e l'avvento del web 2.0, internet è diventato sempre più accessibile e le connessioni andavano via via velocizzandosi. Questo ha permesso lo sviluppo della rete come la

conosciamo oggi in cui la componente social, di fondamentale importanza per il funzionamento del crowdfunding, ha assunto un ruolo cardine nell'utilizzo delle risorse on-line. Tale fenomeno ha portato alla nascita di siti come Facebook e Youtube e all'avvento del "social web". La possibilità di creare reti "orizzontali" ha permesso lo sviluppo verso la metà degli anni 2000 delle prime piattaforme di peer2peer lending come Kiva, Zopa e LendingClub.

Con il presente elaborato ci si è posti innanzitutto l'obiettivo di individuare i canali alternativi di credito online, partendo dal crowdfunding inteso come base della stessa evoluzione che ha interessato il mondo finanziario. Nello specifico è stato trattato il social lending, anche noto come peer-to-peer lending o prestito tra privati. Un particolare tipo di cessione di denaro riconducibile ai prestiti personali non finalizzati, che ha luogo sui siti di aziende di social lending, senza passare quindi attraverso i canali tradizionali rappresentati da società finanziarie e banche.

Ampiamente descritto all'interno della tesi è stato anche l'equity crowdfunding, probabilmente il più conosciuto e discusso modello di crowdfunding, soffermandoci su quali incentivi e disincentivi ci siano per imprenditori e investitori; quali regolamentazioni e quali rischi incontri o debba conoscere colui che intende approcciarsi a questo particolare tipo di investimento online.

Per finire, l'ultima parte del lavoro fa un confronto tra i vari paesi che vantano in modo diversificato l'utilizzo di queste recenti, ma non nuove, forme di finanziamento; dando maggiore spazio ed importanza alla situazione italiana, incorniciata da recentissime normative emanate per incentivare la ricerca e le innovazioni tecnologiche, viste come fattori essenziali di progresso ed opportunità di arricchimento economico e culturale del paese; adottando norme specifiche con l'obiettivo di rilanciare la competitività delle imprese, fondamentale per garantire l'efficienza del libero mercato.

CAPITOLO 1

Il crowdfunding e le sue classificazioni

Il crowdfunding prende ispirazione da due concetti:

a) Il Crowdsourcing: unisce due diversi concetti: crowd (folla) e outsourcing (esternalizzazione di un'attività), con il termine crowdsourcing si vuole quindi indicare un processo collaborativo di risoluzione dei problemi attraverso il quale più persone condividono le loro conoscenze e informazioni per mezzo di una piattaforma web, contribuendo e partecipando attivamente alla progettazione e allo sviluppo di un progetto di imprese o organizzazioni che ne facciano domanda attraverso un "open call". Ciò che rende questo meccanismo così efficace è l'apporto di una grande partecipazione da parte di una folla competente. Il lavoro è svolto da volontari, che spinti dalla ricerca della soluzione come soddisfazione intellettuale, vengono pagati, nel caso in cui lo siano, solo se le loro idee vengono utilizzate. Il punto di forza di questo modello è l'aggregazione di talenti e il successivo sfruttamento del loro ingegno che porta a una riduzione dei costi e dei tempi necessari per risolvere i problemi. Uno dei più celebri esempi di crowdsourcing è Wikipedia, la più grande enciclopedia online. L'elemento che accomuna il crowdsourcing con il crowdfunding è quindi il coinvolgimento di un vasto pubblico, la folla.

Tuttavia, mentre nel caso del crowdsourcing la folla offre essenzialmente competenze tecniche e suggerimenti commerciali, nel caso del crowdfunding la folla è intesa come fornitrice di finanziamenti.

b) La microfinanza: offerta di servizi finanziari e prodotti a soggetti che presentano una condizione economica e sociale tale da non permetter loro l'accesso alle tradizionali forme di prestito, mutui o altri strumenti finanziari. La microfinanza si basa sulla concessione di servizi finanziari senza richiedere garanzie reali, tecnicamente definite collaterali, a persone meno agiate, al fine di aiutarli a sostenere la realizzazione di propri progetti imprenditoriali. Questi, a causa del loro profilo socio-economico non riuscirebbero ad ottenere credito attraverso le istituzioni finanziarie tradizionali che tendono a concedere un prestito solamente a chi sia in grado di dare garanzie. Il microcredito si propone in questo modo come uno strumento di sviluppo economico di democratizzazione basato sulla fiducia e finalizzato all'abbattimento dell'esclusione finanziaria.

Per quanto riguarda il termine crowdfunding, diverse sono le definizioni che possiamo trovare sul web. Innanzi tutto il termine crowdfunding deriva dall'inglese: crowd (folla), funding (finanziamento).

La Consob descrive il fenomeno come quel processo con cui più persone conferiscono somme di denaro, anche di modesta entità, per finanziare un

progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando piattaforme e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa; oppure possiamo far riferimento alla spiegazione proposta dall'European Crowdfunding Network: "l'accumulo di piccoli investimenti in piccoli progetti da parte di un gran numero di individui (la folla) tramite o con l'aiuto di internet e dei social network".¹

È una metodologia che deriva dal basso mobilitando differenti individui e risorse. In particolare tale metodo è basato sul marketing virale, grazie al passaparola che si viene a creare attraverso l'uso dei social network e dalla possibilità di diffondere le informazioni in modo gratuito.

Il crowdfunding ha registrato una rapida diffusione sia in Europa che negli Stati Uniti, soprattutto nei progetti riguardanti le cosiddette industrie creative (design, musica, arte, moda, cinematografia), ma di fatto questa metodologia è riferibile progetti di qualsiasi genere: aiuti in occasioni quali tragedie umanitarie, a supporto dell'arte o direttamente su specifici beni culturali, e naturalmente all'imprenditoria oltre a quella parte di ricerca e sviluppo tipica delle aziende in continuo miglioramento. Anche se la tipologia di progetto cambia, l'obiettivo principale del crowdfunding rimane la ricerca delle fonti di finanziamento.

¹Il crowdfunding: alla ricerca di una definizione, vedi sito www.doppiozero.com

Questa forma di finanziamento, alternativa alla ricerca di finanziamenti tramite i canali tradizionali (banche, venture capitalist, fondi...) dà l'opportunità a chiunque abbia accesso a internet di lanciare un progetto e raccogliere i fondi necessari per realizzarlo.

Nelle varie definizioni di crowdfunding si possono identificare tre pilastri fondamentali: la raccolta fondi, la folla e internet, a questi però si accompagnano altri elementi che vanno a specificare il fenomeno:

- Apertura: chiunque abbia un'idea o progetto può renderlo pubblico e partecipare al finanziamento collettivo.
- Progettualità a termine: le piattaforme permettono al progettista di definire la durata della campagna, al termine della quale nelle piattaforme all-or-nothing solo chi ha raggiunto la somma prevista riceve il finanziamento; nelle piattaforme keep-it-all il progettista riceve quanto raccolto fino a quel momento.
- Azione connettiva: i finanziatori non sono solo accumulati da una stessa idea, da un progetto o da un'azienda; sono invece nodi di una rete, legati tra loro in particolari configurazioni che permettono lo scambio di risorse tra pari (peer-to-peer).
- Azione e relazione digitale: il crowdfunding si serve di piattaforme online per facilitare la trasformazione del capitale sociale accessibile attraverso i

social media in capitale finanziario disponibile per la realizzazione di idee, progetti e nuove imprese. Se i social media abbassano le barriere all'accesso e alla produzione di informazioni e conoscenze, il crowdfunding abbassa le barriere all'accesso e alla condivisione del capitale.

- Reputazione e fiducia: possiamo considerare come motore del crowdfunding un meccanismo sociale di reputazione e fiducia. Di solito i finanziatori di un progetto sono persone vicine al promotore, che lo conoscono e possono valutarne le qualità personali. I social media rappresentano uno strumento utile a superare la prima cerchia di contatti, in questo modo si raggiungono amici di amici o persone sconosciute. Quando la relazione non è basata su una conoscenza diretta, i legami sociali forniscono segnali utili alla valutazione del valore del progetto.

- Caduta dei confini tra produzione e consumo: il progetto deve essere accomunante, non esclusivo, diretto alla moltitudine e rispettando le idee divergenti. I futuri consumatori entrano a far parte del processo produttivo già in fase di progettazione, portando il proprio contributo ideativo oltre che economico. Questo favorisce una personalizzazione della produzione che si basa sul principio della coda lunga di Chris Anderson e valorizza le logiche di nicchia.

Le piattaforme di crowdfunding, offrono diverse soluzioni rendendo il

progetto più fattibile e alla portata di chiunque. L'obiettivo è quello di rendere la contribuzione davvero marginale, in maniera che diversi soggetti possano collaborare per il successo di un'idea.

- Nuove forme di ricompensa: le ricompense spesso sono non monetarie e basate sulla generazione di valore condiviso.
- Trasparenza: è difficile vedere il web come un luogo sicuro, ma grazie alle comunicazioni e agli scambi di opinioni, si genera una maggiore fiducia. La piattaforma rende visibili il numero dei contributi ricevuti, le somme versate e in molte piattaforme anche i nomi dei finanziatori. Inoltre l'interazione tra i singoli individui e il resto dei finanziatori aumenta la garanzia, accrescendo la fiducia.

Molti pensano che il fenomeno del crowdfunding sia una novità, ma in realtà è un concetto che esiste già da alcuni secoli. La novità risiede nelle nuove tecnologie "social" e nella mentalità che ne scaturisce, che stanno offrendo al fenomeno la popolarità di cui gode attualmente.

Per parlare della storia, va innanzi tutto riconosciuto il merito a Michael Sullivan della paternità del termine Crowdfunding, che nel 2006 ha lanciato Fundavlog, un tentativo purtroppo fallito di creare un incubatore progetti ed eventi legati al videoblog che includeva una semplice funzionalità per effettuare donazioni online. Questo schema era basato su funzionalità e

trasparenza, interessi condivisi e soprattutto finanziamento da parte della folla, da qui la nascita del termine crowdfunding.

Solo il 28 aprile 2009, con l'avvento delle prime piattaforme di raccolta fondi, in particolare Kickstarter (www.kickstarter.com) questo termine inizia ad essere usato in modo estensivo. La prima piattaforma di crowdfunding viene definita dal New York Times come il sovvenzionamento Nazionale per le Arti e la Ricerca della gente.

Il National Endowment for the Arts² (NEA) (Sovvenzionamento Nazionale per le Arti e la Ricerca) è un'agenzia federale americana che offre supporto e fondi ai più promettenti progetti artistici; i fondi in questo caso sono procurati dallo stato, mentre Kickstarter si differenziava proprio per la raccolta di fondi dalla massa.

Nel 2008, a San Francisco nasce IndieGoGo.com, con l'obiettivo di democratizzare la raccolta dei fondi e dare potere agli imprenditori con le idee migliori.

Sempre negli stessi anni nasce Kickstarter.com, operante esclusivamente sul territorio statunitense, che dà il via ad un nuovo modo di finanziare la creatività. Queste piattaforme sono oggi due delle piattaforme più popolari di

² L'obiettivo del NEA è quello di "arricchire gli Stati Uniti con i suoi diversi patrimoni storico-culturali attraverso il sostegno delle opere artistiche di eccellenza, facendo progredire la conoscenza delle arti e potenziando le stesse in comunità per tutto il paese." Lo slogan è "Because a great country deserves great art." Vedi National Endowment for the Arts website

crowdfunding al mondo, in particolare Kickstarter ha assunto il ruolo di leader. Il modello è quello classico del crowdfunding: un soggetto pubblica la propria idea sul sito, solo dopo un'approvazione dai gestori questa idea diviene una vera e propria pagina e si trasforma in un progetto. Questa idea viene poi canalizzata in una delle 15 categorie del sito (arte, commedie, fumetti, danza, design, fashion e moda, cibo, film e video, giochi, giornalismo, musica, fotografia, tecnologia, teatro poesia e letteratura); a questo punto il soggetto che ha richiesto il finanziamento indicherà l'ammontare necessario e la scadenza entro la quale potrà essere finanziato il progetto. Il progetto deve essere però finanziato al 100%, altrimenti i fondi non arrivano al soggetto. Successivamente viene definito un premio, proporzionale all'importo desiderato di finanziamento, dovrà inoltre essere reso noto come verrà condotto il progetto e come si svolgeranno le varie azioni di messa in opera. Solo a questo punto il progetto diverrà parte integrante del sito, sponsorizzato e discusso dal sito grazie ad una community messa a disposizione per ogni valido progetto. Durante l'intera vita della campagna, verranno fatti aggiornamenti e fornite percentuali di completamento, cosicché i vari followers potranno verificare lo stato di andamento dell'opera. L'ultimo step, è il vero e proprio ricevimento dei fondi, tutti i fondi vengono donati, ma come abbiamo visto, solo se il progetto raggiunge le percentuali di

finanziamento richiesto. Le trattenute sono del 5% da parte del sito ospitante e una percentuale per il sistema di pagamento che oscilla tra il 3% e il 5%.

La vera novità che hanno portato queste due piattaforme sta nel fatto che quando qualcuno contribuisce a questi soggetti non si aspetta denaro in cambio, a seconda dell'ammontare dell'offerta si possono ottenere premi e ricompense. Attraverso questi due siti, Kickstarter.com e IndieGoGo.com, il successo di numerose idee è stato sbalorditivo e la mentalità del web 2.0 con l'avvento dei social network, sono diventati veicoli potentissimi per generare effetti “virali” esponenziali e rapidissimi che hanno permesso un'apertura verso il sociale, quindi alla folla.

1.1 Classificazione per obiettivo della raccolta – ricompense offerte

Vi sono varie dimensioni che caratterizzano i diversi progetti di crowdfunding, una classificazione più utilizzata a livello internazionale e ricorrente nella letteratura, che suddivide i progetti in base alla natura dello scambio tra proponente e crowdfunders e una seconda classificazione che si basa invece su due dimensioni: l'obiettivo della raccolta e le ricompense offerte ai

crowdfunders.³

La seconda classificazione prevede una suddivisione dei progetti in quattro classi, mutuamente esclusive, definite in base alla combinazione di due dimensioni: la prima variabile fa riferimento all'obiettivo del proponente che può essere personale oppure sociale, la seconda è legata alla ricompensa dell'investimento che può essere monetaria o di altra natura.

Quattro sono le classi che si ottengono combinando entrambe le dimensioni: Business, Mecenatismo, Donazione/Beneficenza e Cooperazione.

Business

I progetti di questa classe sono orientati al profitto e alla creazione di valore economico di cui beneficiano sia il proponente sia l'investitore, a cui viene riconosciuto un ritorno monetario. Questa classe comprende, ad esclusione di alcune eccezioni, i progetti revenue-sharing, i progetti equity-based e i progetti lending-based in cui il proponente richiede il prestito con lo scopo di creare valore economico.

³ Classificazione formulata dal gruppo di ricerca del Politecnico di Milano che prevede una suddivisione dei progetti in quattro classi, mutuamente esclusive, definite in base alla combinazione di due dimensioni.

Mecenatismo

Sono quei progetti orientati al profitto, ma che non prevedono ritorno monetario per il crowdfunder. Questa classe quindi comprende la maggior parte dei progetti reward-based (rimangono esclusi quei progetti che non hanno scopo di lucro come ad esempio le iniziative culturali).

Donazione/Beneficenza

Progetti senza scopo di lucro e che non prevedono ricompense monetarie. In questa classe rientrano tutti quei progetti a scopo sociale che fanno parte della classe donation-based⁴.

Cooperazione

Sono progetti a scopo sociale o filantropico, ma che incoraggiano gli investimenti proponendo un ritorno economico. Questa classe comprende un numero di progetti nettamente inferiore a quelli di donazione/beneficenza.

⁴<http://www.shinynote.com> Tra le prime piattaforme italiane di crowdfunding, si rivolge a organizzazioni non profit che possono “raccontare le proprie storie” in diversi ambiti: ambiente, ricerca, sociale, nuove tecnologie.

1.2 Classificazione per natura dello scambio

Per definire quali sono le diverse tipologie di crowdfunding fondate sulla natura dello scambio possiamo far riferimento alla classificazione fatta da Massolution (agenzia di ricerca del gruppo crowdsurcingLLC, specializzata in crowdfunding)⁵ nell'Industry report. Il report identifica quattro tipologie di crowdfunding:

- Donation-based
- Reward-based
- Lending-based
- Equity-based

La classificazione viene fatta in base al tipo di rapporto che si instaura tra soggetto che finanzia e creator (soggetto che presenta il proprio progetto per richiedere il finanziamento).

Come si può constatare dai numerosi progetti presenti sulle piattaforme, la relazione che si instaura tra questi due soggetti non è obbligatoriamente basata su uno scambio.

⁵ <http://www.crowdfundingbuzz.it/crowdfunding-report-2015-massolution/>Le relazioni annuali di Massolution sul settore del crowdfunding sono ormai lo standard riconosciuto per conoscere la dimensione, la composizione e le prospettive del crowdfunding a livello mondiale. La relazione è basata sui dati raccolti da 1.250 piattaforme in tutto il mondo e l'analisi è effettuata dal brain-trust di Massolution.

Donation Based

Modello che possiamo facilmente ricondurre al concetto di donazione. Il crowdfunder finanzia il progetto in oggetto senza ottenere niente indietro, spinto dalla dedizione/attaccamento alla “causa” e dall’emotività che la campagna è riuscita a suscitare. Spesso i progetti di questo tipo hanno scopi sociali come il sostegno per le popolazioni del terzo mondo, la nascita di strutture socialmente utili, l’aiuto a persone disabili o con tipi di malattie rare. Questo modello è particolarmente sinergico con le organizzazioni no profit e con le onlus, ma viene utilizzato anche dalle istituzioni per ristrutturare locali di uso pubblico come piazze o giardini o anche da privati per raggiungere scopi personali.

Reward based

Modello simile al precedente, con la differenza che il crowdfunder riceve in cambio una ricompensa (reward) per la sua donazione, non legata al risultato o ai profitti derivanti dal progetto. Tali reward possono essere di diversa natura; si va dai ringraziamenti personali da parte del proponente, alla consegna dell’output del progetto una volta ultimato, fino allo sconto per l’acquisto di un prodotto. . I progetti che rientrano in questa categoria sono orientati ad obiettivi ben definiti, in questa categoria rientrano i progetti legati al mondo

creativo: artisti che cercano finanziamenti per produrre un libro, un disco, un film, per organizzare una tournée o una mostra, e che riconoscono al finanziatore una ricompensa come ad esempio i ringraziamenti nei titoli di coda del film e la consegna del disco o del libro una volta ultimato. Il valore economico del reward è ovviamente minore rispetto alla quota finanziata, ma questo meccanismo consente di incentivare la donazione da parte dell'investitore che in molti casi riconosce nel reward un valore maggiore rispetto al suo valore economico. Pratica molto diffusa è quella di proporre diverse classi di reward in base al numero di quote finanziate in modo da incentivare i crowdfunders ad investire maggiori somme di denaro.

I primi progetti di crowdfunding lanciati a partire dalla metà degli anni '90 facevano parte di queste due classi ed è per questo che sono considerate le più consolidate.

Nel 2012 questo modello di crowdfunding ha consentito di raccogliere oltre 383 milioni di dollari nel mondo, con un tasso di crescita impressionante rispetto agli anni precedenti.⁶

Lending based

Il lending based è un modello di crowdfunding che consiste nella raccolta di

⁶<http://www.crowdfundinginitaly.com/?p=143>

denaro tramite internet, e nella sua erogazione in forma di prestito ad un'ampia serie di mutuatari, a fronte di un corrispettivo finanziario dato dagli interessi maturati dal capitale prestato. Le singole somme vengono frazionate e non si può scegliere quale progetto finanziare, ma piuttosto quale categoria con annesso grado di rischio.

In questa tipologia di crowdfunding, un ruolo fondamentale lo gioca la piattaforma, che viene remunerata per l'attività di analisi, selezione, distribuzione dei finanziamenti e per il servizio di incasso delle rate pagate dai soggetti finanziati. La piattaforma inoltre può assumere due ruoli differenti: il modello classico prevede che assuma un ruolo di match-makers, favorendo l'incontro tra domanda e offerta e cedendo poi la gestione delle operazioni agli istituti di credito una volta concluso il progetto; oppure la piattaforma può fungere da vero e proprio intermediario finanziario, assumendosi tutti i rischi della trattativa (assorbendo il rischio di insoluto e gestendo le relative azioni di recupero).

Il modello lending based non riguarda necessariamente il finanziamento delle imprese: molti progetti che si rifanno a questa tipologia sono proposti da privati e hanno obiettivi strettamente personali. Si tratta del modello di crowdfunding che ha la maggior maturità in termini di esperienze internazionali e già una discreta stabilità a livello normativo. In Italia,

trattandosi di intermediazione creditizia, l'attività è sottoposta alla normativa sul credito e alla vigilanza della Banca d'Italia. È inoltre il modello leader per i volumi transati.⁷

Equity based

I progetti di questa classe consistono in offerte di capitale di rischio da parte di start-up o imprese in generale e i crowdfunders diventano a tutti gli effetti proprietari della stessa. Questa forma di crowdfunding è l'ultima nata e tuttora in continua evoluzione. La più grande limitazione di questa classe sono le normative vigenti che regolano i mercati finanziari. Infatti, ciò che viene offerto ai finanziatori sono a tutti gli effetti strumenti finanziari e, di conseguenza, le piattaforme e i soggetti emittenti devono sottostare ad una serie di norme stringenti. Nei diversi paesi si stanno sviluppando normative specifiche perché l'equity crowdfunding possa diventare un importante strumento di sostegno finanziario per le piccole imprese. Ad oggi l'unico paese ad avere una normativa rimane l'Italia, ma altri stati come USA e UK si stanno muovendo per pubblicare al più presto un loro regolamento. Introduremo questi temi nel capitolo successivo dedicato all'equity crowdfunding.

⁷https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/TUB_giugno_2015.pdf

Testo unico bancario, Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 versione aggiornata al decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 72

L'impegno profuso dai soggetti coinvolti nello sviluppo di questo modello testimonia l'importanza che si attribuisce allo strumento per il sostegno alle start-up e in generale alle piccole medie imprese che, nel contesto economico attuale, faticano a ricevere capitali dai canali di finanziamento tradizionali.

L'Italia, con l'art. 30 D.l. 179/2012⁸, è stato uno dei primi paesi a introdurre una regolamentazione dell'equity crowdfunding, che viene definito come una "raccolta diffusa di capitali di rischio tramite portali online", nel Testo Unico Finanziario D.lgs. 58/1998.

Questo modello interessa volumi molto inferiori rispetto ai precedenti, tuttavia, come sostiene il CEO di Massolution Carlo Esposti, questa tipologia rappresenta il futuro del crowdfunding, perché introduce un cambiamento del modello nel mondo della finanza d'impresa, che diviene accessibile a chiunque, in maniera trasparente e diversificata.

Modelli ibridi

Oltre alle quattro principali categorie di crowdfunding, esistono delle forme di finanziamento che possiamo definire "ibride", poiché rappresentano delle forme di finanziamento da parte di individui attraverso internet, ma con delle

⁸ http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=12A13277
Testo del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (pubblicato nel supplemento ordinario n. 194/L alla Gazzetta Ufficiale 19 ottobre 2012, n. 245), coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221 (in questo stesso supplemento ordinario alla pag. 1), recante: «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese». (12A13277) (GU Serie Generale n.294 del 18-12-2012 - Suppl. Ordinario n. 208)

significative differenze rispetto ai modelli sopra citati. Questi modelli spesso sono interazioni tra i 4 modelli base del crowdfunding e hanno il pregio di lasciare maggiore libertà ai sostenitori.

PRE-SALES: modello che deriva dal reward-based, in quanto come in questo è prevista una ricompensa per il crowdfunder, la differenza però, e lo dice il nome stesso (pre-vendita) è che il creator propone un prodotto o servizio non ancora realizzato e raccoglie fondi per la sua realizzazione offrendo come ricompensa il prodotto finale.

Al crowdfunder quindi viene data la possibilità di prenotare il bene non ancora prodotto, versando anticipatamente, o promettendo di versare il prezzo. Questo modello si inserisce a pieno nelle dinamiche rivoluzionarie del web 2.0, sostituendosi parzialmente alle fasi di ricerca di mercato, targeting del cliente e test del prodotto. Dal punto di vista legale si tratta a tutti gli effetti di una compravendita, con la particolarità che tutti i soggetti coinvolti sanno che il bene non è ancora venuto ad esistenza, e che l'acquisto verrà perfezionato solo se si raggiungono gli importi necessari per andare in produzione. Trattandosi di una compravendita, questo modello è regolato dalla normativa sull'e-commerce e sulla protezione dei consumatori nei contratti a distanza.⁹ Questo tipo di crowdfunding è spesso utilizzato per le produzioni musicali, i film e le

⁹<http://www.avvocatiasettierobol.it/2014/06/29/le-norme-che-regolano-le-commerce-prima-parte/>

arti, piuttosto che per il settore della tecnologia e dei giochi.

SOCIAL LENDING: modello molto simile al lending based. In questo caso il finanziatore presta denaro al proponente che si impegna a restituirlo senza però pagare alcun tipo di interesse. Si tratta di una tipologia intermedia tra la donazione e il prestito. Viene denominato “social” perché usato per prestare soldi in progetti cosiddetti “sociali”. In sostanza il crowdfunder non presta soldi con lo scopo di guadagnare, ma lo fa per sostenere un progetto in cui crede.

P2P e P2B (peer 2 peer & peer 2 business): modelli che derivano dal lending based crowdfunding. Il Peer2Peer consiste nell'erogazione di prestiti tra privati, senza l'intermediazione delle istituzioni finanziarie ma sfruttando le piattaforme in rete, quindi riuscendo a ridurre notevolmente i costi di intermediazione e il tasso d'interesse del prestito. Il Peer2Business invece si differenzia dal primo solo per il beneficiario del prestito, in questo caso infatti il prestito è erogato sempre da privati, ma rivolto a piccole medie imprese o start-up. Questo modello è ideale per chi necessita di finanziamenti ed è disposto a rimborsarli con interessi, ma non dispone delle garanzie necessarie per ottenerli dai canali standard.

REVENUE SHARING: modello di finanziamento riconducibile all'equity-based, dove il finanziatore ottiene un ritorno economico proporzionale alla

quota investita. Questo modello, tuttavia, si differenzia in quanto il ritorno non è necessariamente in funzione all'utile generato dall'impresa, può infatti essere visto come un'associazione in partecipazione agli utili e alle perdite, nei limiti del conferimento effettuato dall'investitore, che prevede l'associazione di un numero aperto ed indeterminato di investitori. Questo modello è disciplinato dagli artt.2549 e seguenti del codice civile, che riguardano l'associazione in partecipazione ¹⁰, inoltre il rapporto deve essere contrattualizzato in modo adeguato per evitare l'applicazione di norme aggiuntive di legge, non propriamente compatibili con il tipo di crowdfunding.

1.3 Il social lending: origini e sviluppo

Il social lending è un sistema di finanziamento tramite il quale i privati fanno prestiti a privati incontrandosi in rete, con tassi vantaggiosi e con tutta la sicurezza che offre il monitoraggio di piattaforme autorizzate dalla Banca d'Italia.

Specificamente, il social lending (dall'inglese *to lend* = prestare), noto anche come *peer-to-peer lending* o *P2P lending* o semplicemente prestito tra privati in italiano, non è altro che un prestito personale erogato da privati ad altri

¹⁰ L'associazione in partecipazione si caratterizza per il carattere sinallagmatico tra l'attribuzione da parte dell'associante di una quota di utili derivante dalla gestione di una sua impresa o di altro affare e l'apporto da questi conferito per l'esercizio dell'impresa o dell'affare.

privati su una determinata piattaforma Internet. Avviene su specifici mercati online dove un prestatore, presta denaro a più richiedenti senza intermediazione delle tradizionali istituzioni finanziarie, permettendo così tassi maggiormente sostenibili.

Le piattaforme di crowdfunding di questa tipologia fungono da luogo d'incontro tra chi mette a disposizione il denaro e chi lo richiede.

Il più importante sito di social lending è Zopa.com¹¹, società londinese fondata nel 2005 che sino ad oggi ha erogato circa 800 milioni di dollari in prestiti, successivamente sono nate Prosper Marketplace e Lending Club. Lending Club, ad oggi, risulta essere il primo operatore americano con una erogazione prestiti che va intorno ai 3,7 miliardi di dollari, con circa 250 milioni di dollari al mese durante il 2013.

1.3.1 Funzionamento del social lending

Lo schema di funzionamento del social lending si basa su alcuni semplici fondamenti: chi è interessato al prestito viene sottoposto ad un'analisi finanziaria che ne fornirà un rating; a questo punto c'è un processo di classificazione, con il quale verrà determinata la durata del prestito, e quindi le scadenze che fanno riferimento al breve o medio-lungo termine; infine viene

¹¹http://www.repubblica.it/tecnologia/2012/04/03/news/dopo_lo_stop_di_bankitalia_a_zopa_il_social_lending_ci_riprova_con_smartika-32487286/

effettuata un'associazione nella quale si individua il prestatore e il richiedente attraverso un complesso algoritmo che tiene conto di tutte le diverse variabili riguardanti l'affidabilità del richiedente, la storia di credito ed altri.

Al termine del processo verrà stabilito a quanto ammonta il tasso d'interesse, il quale sarà quindi variabile a seconda dei diversi parametri. Naturalmente i siti percepiscono una percentuale, o nel caso di Zopa una quota fissa (100 sterline per prestito), per quanto riguarda il soggetto richiedente il prestito.

Gli oneri finanziari richiesti sono davvero bassi, questo rende inutile una competizione con le banche. Il meccanismo inoltre prevede il frazionamento in più parti delle diverse cifre verso i differenti richiedenti, in maniera da avere un rischio di default molto ridotto.

Il social lending in Italia ha avuto una falsa partenza nel 2007. In quel momento sul mercato c'erano due diversi operatori: Zopa e Boober. Entrambi, per motivi diversi si sono visti revocare l'autorizzazione da Banca d'Italia.

Zopa Italia, nato da un franchising di Zopa UK è però riuscito a tornare sul mercato con un nuovo nome, Smartika, e una nuova autorizzazione di Banca d'Italia. La società, svincolata dal franchising inglese è in qualche modo diventata una società nuova, assumendo la conformazione di un istituto di credito. Zopa, successivamente si unisce con Prestiamoci¹², un altro operatore

¹² Recentemente, prestiamoci è stata acquisita dal colosso TrustBuddy: fondato nel 2009 in Norvegia, si tratta di un leader mondiale nel suo segmento e attivo sul mercato di 9 Paesi europei. Con oltre 300.000 utenti e

del social lending completamente italiano.

Uno dei problemi del social lending è legato al fatto che molti prestiti non vengono saldati, o vengono pagati con notevoli ritardi. Per questo grave problema Prosper ha dovuto chiudere. Tramite il recupero dei crediti, però Prosper è riuscita a contenere il rischio e a risalire attraverso anche la crisi economica risolvendo positivamente la situazione di mancato pagamento creatasi. Questo è servito a sviluppare algoritmi molto più stringenti nella selezione degli utenti.

Nonostante la strada per il social lending sia ancora molto in salita, di questi tempi sta avendo un grande successo, anche perché le banche non fanno che stringere i cordoni del credito. Il social lending, infatti è visto come paracadute, quindi come alternativa all'istituto di credito tradizionale. In particolare è divenuto la migliore forma di finanziamento per molte start-up. Si può dunque affermare che il social lending presenta fortissime potenzialità di crescita.

Ad oggi, sul sito www.smartika.it, figlia di Zopa.com si contano circa 5.400 prestatori attivi, e sono stati erogati più di 3.000 prestiti per un valore di oltre 16.800.000 euro.

sette sedi in Svezia, Finlandia, Norvegia, Danimarca, Spagna, Estonia e Polonia, TrustBuddy è la più grande piattaforma di intermediazione nella concessione di prestiti a breve termine e dal 2011 è l'unica società di social lending al mondo a essere quotata in Borsa.

1.3.2 Il social lending in Italia: Smartika

Nell'ultimo anno e, soprattutto, dall'inizio del 2015, due piattaforme italiane di lending peer to peer dedicate ai prestiti tra privati, stanno riscuotendo un crescente successo: Smartika e Prestiamoci.

Prestiamoci e Smartika operano in modo differente. Il primo è un sito che segue il modello di finanziamento online del crowdfunding, il secondo invece offre credito in maniera più tradizionale.

Prestiamoci, fondato da Mariano Carozzi, presenta un meccanismo di funzionamento simile a quello di smartika; un richiedente che ha bisogno di un prestito per realizzare un certo tipo di progetto sottopone la propria idea a Prestiamoci, e qualora i tecnici della piattaforma la approvino, il progetto viene sottoposto ai prestatori. Il progetto relativo alla richiesta di finanziamento rimane visibile e "aperto" sulla piattaforma per 15, 20 o 30 giorni lavorativi a seconda della nostra classe di rischio. Il finanziamento funziona in modo simile a quello del crowdfunding "tutto o niente". Se i prestatori non decideranno di finanziarci al 100% il progetto verrà annullato, ma potremo provare a presentarlo di nuovo cercando di renderlo più interessante.

Il prestatore mette a disposizione un capitale che viene suddiviso in quote; una parte delle quote viene attribuita automaticamente ai progetti presenti sul

Marketplace, mentre la rimanenza sarà distribuita dallo stesso prestatore sui progetti che preferisce. E' bene sottolineare che i prestatori non investono mai in un unico progetto in modo tale da diversificare il rischio.

Una volta ricevuto un numero di quote sufficienti a coprire la somma richiesta, il richiedente otterrà il proprio finanziamento, ed ogni mese verserà la rata pattuita. Dall'altro lato il prestatore riceverà il rimborso delle singole quote investite nei vari progetti, comprensive degli interessi maturati.

Smartika è una piattaforma online di social lending vero e proprio che dal 2012 mette in comunicazione chi ha bisogno di un prestito con chi vuole fare un investimento alternativo. In tre anni di attività ha erogato prestiti personali per 17 milioni e mezzo di euro, di cui 8 solo nel 2014. L'azienda conta al momento sei dipendenti full time, la cui età media è intorno ai 30 anni.

Approdata in Italia nel 2008 come Zopa Italia, ha cambiato ragione sociale nel dicembre 2011, con l'iscrizione all'Albo degli Istituti di Pagamento nel 2012. Smartika, gestita da Maurizio Sella e dal resto del team che aveva portato Zopa in Italia, offre la possibilità di praticare il social lending in Italia.

Per Maurizio Sella "Le condizioni sono vantaggiose per tutti: tassi più bassi per chi ottiene il prestito ed interessi più alti per chi presta denaro".

La realtà del social lending è già consolidata all'estero e sta ottenendo un buon successo anche in Italia, merito della velocità delle operazioni e delle

procedure di intermediazione semplificate. Sulla piattaforma è possibile seguire in tempo reale le varie fasi delle transazioni e l'andamento dei tassi di interesse.

Ma come funziona Smartika è semplice: basta compilare uno speciale application form con i propri dati e la richiesta di prestito online. Al richiedente viene indicata la soluzione di finanziamento e, se le condizioni proposte vengono accettate, il prestito viene confermato definitivamente ed erogato, chiaramente previo controllo finale della documentazione.

Per quanto riguarda gli importi erogabili, si va da un minimo di 1000 ad un massimo di 15.000 euro. Sulla base dei requisiti del richiedente il sistema elabora la formula migliore, in termini di cifra erogabile e tassi di interesse più vantaggiosi. La richiesta di prestito verrà presa in considerazione anche se si tratta di lavoratori autonomi con partita iva, dimostrando di essere in grado di pagare le rate mensili presentando le ultime 3 dichiarazioni dei redditi.

Al momento dell'accettazione l'importo richiesto verrà versato direttamente sul conto corrente del richiedente.

I prestiti online richiesti vengono sottoposti in media a 200 possibili prestatori. Se si chiude l'accordo, Smartika incassa la rata e redistribuisce ai prestatori nelle quote capitale e interesse di spettanza.¹³

¹³ <http://www.prestitionline.it/news/ultime-novita-prestiti/00011893-smartika-il-boom-del-social-lending.asp>

Smartika Spa opera come Istituto di Pagamento regolamentato e vigilato da Banca d'Italia ed è quindi un operatore finanziario autorizzato, ai sensi del D.lgs. 11/2010¹⁴, a prestare i servizi di pagamento, erogati su istruzione dei Prestatori e dei Richiedenti, che sono alla base del social lending.

A garanzia di una sana gestione dell'azienda e a tutela dei clienti, Smartika è tenuta, tra l'altro, a mantenere un patrimonio di vigilanza e ad essere governata con un efficiente sistema di controlli ed è inoltre gestita da un team operativo, appassionato del web ed esperto in finanza e gestione del credito, e si avvale della collaborazione di Unione Fiduciaria per la gestione amministrativa.¹⁵

1.3.3 Vantaggi e svantaggi per prestatori e richiedenti

Dopo aver creato un quadro generale della situazione mondiale ed italiana inerente all'utilizzo delle piattaforme di social lending possiamo identificare quali vantaggi e quali rischi tale utilizzo comporta.

I vantaggi per i richiedenti sono:

- Tassi d'interesse molto più bassi;

¹⁴“Attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE”
<http://www.normattiva.it/urires/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2010;011>

¹⁵ <https://www.smartika.it/it/chi-siamo/smartika-si-presenta.html>

- Velocità nell'erogazione;
- Facilità nell'erogazione: l'età per poter ottenere il prestito è compresa tra i 18-75 anni, bisogna risiedere in Italia ma non necessariamente essere cittadino italiano; il reddito può derivare da lavoro dipendente (anche a tempo determinato o con contratto di formazione), da lavoro autonomo, atipico o da pensione da lavoro;
- Rate mensili identiche, senza una prima rata più elevata;
- Costi ridotti al minimo;
- Erogazione via bonifico e pagamento tramite addebito mensile su conto corrente;
- Sicurezza ed equità.

Per i prestatori:

- Buoni rendimenti;
- Basso rischio: il capitale viene suddiviso in quote per minimizzare i rischi;
- Non vengono finanziati protestati né persone con precedenti di insolvenza;
- Possibilità di scegliere i prestiti da finanziare o di lasciare alla piattaforma il compito di investire per conto suo;
- Possibilità di scegliere la modalità di investimento automatico per reinvestire la cassa disponibile;

Per entrambi:

- Sicurezza: i flussi di denaro tra Prestatori e Richiedente avvengono attraverso conti correnti, tutelati per legge;
- Piattaforma online disponibile 24 ore su 24, tutti i giorni dell'anno;
- Privacy protetta: le piattaforme non diffondono alcun dato personale.

Di grande rilevanza la questione delle transazioni sicure e della privacy, uno dei punti che solitamente fa più dubitare prima di accedere a queste nuove piattaforme online. Grazie a dei potenti software oggi è possibile, invece, tracciare un quadro preciso a riguardo del profilo del richiedente mediante informazioni che permettono agli intermediari di conferire loro un preciso rating. I prestatori possono inoltre decidere a chi prestare denaro: se l'affidabilità del cliente sarà scarsa, il tasso di interesse salirà alle stelle.

Ovviamente così come esistono i vantaggi, non mancano per il Social Lending eventuali rischi. La privacy, ad esempio, se da una parte rappresenta un elemento positivo dall'altra può diventare uno svantaggio poiché partecipare a un'operazione di Social Lending non permette di poter conoscere l'identità di chi presta denaro né di quella di chi lo riceve. Il rischio più grande che si può registrare nel corso di una transazione di prestito, ovvero quando le somme prestate non vengono restituite, è che il creditore non sarà tutelato dalla legge come chi invece si sarà affidato ad attività finanziarie tradizionali. In questa

sfortunata circostanza bisognerà basarsi solo su eventuali accordi siglati con l'intermediario.

In Italia questa tipologia di finanziamento stenta ancora a decollare visto il ridotto volume d'affari, dovuto per buona parte alla mancanza di totale sicurezza e all'ostruzionismo dei maggiori istituti di credito, situazione del tutto differente in America dove la quota di mercato raggiunge il 37%.

CAPITOLO 2

Equity crowdfunding

Con la crescita del crowdfunding ed il suo utilizzo nasce anche l'esigenza di finanziare attività imprenditoriali ben oltre il limite e la possibilità del microcredito. E' nel 2010 che viene così presentato GrowVC, dando avvio a ciò che prende il nome di equity-based crowdfunding, o crowdfunding basato su partecipazione finanziaria collettiva. Si tratta di un'idea completamente dedicata a imprenditori e investitori, basata sulla partecipazione finanziaria sociale diretta soprattutto ad aziende start-up. Il progetto alla base dell'idea è avviare le start-up attraverso i fondi comuni, limitati ad un massimo di un milione di dollari. Seguendo sempre lo stesso modello è quindi nata nel 2011 Crowdcube, la prima piattaforma di crowdfunding al mondo per soluzioni di finanza aziendale, al fine di recuperare fonti finanziarie.

Si configura come un modello di finanziamento basato sulla partecipazione più ampia possibile e il cui motore centrale è lo spirito di partecipazione sociale che accomuna gli investitori e più in generale tutti i partecipanti alla community. In tal senso l'equity crowdfunding è uno strumento in grado di abilitare gli investitori ad una partecipazione attiva nello sviluppo di un progetto, proprio perché i soggetti finanziatori non si limitano solo ed

esclusivamente al contributo economico, ma prendono parte in prima persona alla valutazione del progetto, alla creazione di legami sociali con il team di imprenditori, con gli altri finanziatori e tutti i soggetti che nutrono interesse nella realizzazione dell'idea imprenditoriale.

Belleflamme et al. (2013) danno una definizione di equity crowdfunding che sottolinea le differenze tra questa forma di finanziamento e quelle tradizionali: “Entrepreneurs make an open call for funding on a crowdfunding platform, and investors make their decisions based on the information provided therein. Moreover, the crowdfunding platform facilitates the transaction by providing a standardized investment contract and settling the payments”¹⁶.

Questa definizione sottolinea due punti fondamentali per il funzionamento dell'equity crowdfunding: l'imprenditore si deve impegnare a fornire le informazioni necessarie affinché gli investitori possano prendere le loro decisioni di investimento, e la piattaforma non svolge un ruolo passivo, ma deve contribuire alla definizione di un contratto di finanziamento standard e allo stesso tempo occuparsi del trasferimento dei pagamenti.

Gerrit K.C. Ahlers et al. (2013) definiscono poi, l'Equity Crowdfunding come di seguito: “Equity crowdfunding is a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of

¹⁶The Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects, P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher

(small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms”¹⁷, ovvero una tipologia di crowdfunding a tutti gli effetti che mantiene le sue caratteristiche principali, un gruppo di piccoli investitori (la folla) e una piattaforma online.

Il modello però è limitato solo ad alcune nazioni. Uno dei principali fattori che ne frenano tutt’oggi la crescita e, in alcuni paesi anche la nascita, è sicuramente l’aspetto normativo che interviene necessariamente nei meccanismi di funzionamento del fenomeno. Il processo di acquisto di titoli partecipativi è infatti un processo regolato nella maggior parte delle giurisdizioni con l’obiettivo duplice di mitigare il rischio per gli investitori e prevenire le frodi. Basti pensare che all’inizio in particolare, questo modello non poteva essere sfruttato dagli Stati Uniti, a causa di alcune restrizioni poste dal governo.

Sarà grazie all’opera dell’attuale presidente Barack Obama che il modello viene reso legale per piccole imprese, in particolare con la vendita di azioni in cambio di finanziamenti.

L’Italia è il primo paese in Europa ad essersi dotato di una regolamentazione

¹⁷ Equity Crowdfunding, Gerrit K.C. Ahlers

esclusivamente riferita all'equity crowdfunding, mentre altri Stati, pur prevedendo questa forma di finanziamento anche in misura piuttosto rilevante, come è il caso degli Stati Uniti o dell'Australia, sono privi di una regolamentazione specifica.

2.1 Il crowdfunding come alternativa ai canali di finanziamento tradizionali

L'equity crowdfunding nasce in un momento in cui il fenomeno del crowdfunding in generale sembra diffondersi rapidamente in tutto il mondo come soluzione ai problemi di finanziamento riscontrati dalle varie realtà aziendali. Questo nuovo modello di finanziamento consente alle start-up innovative di rivolgersi ad un vasto numero di investitori sfruttando il potente canale di internet e offrendo loro partecipazioni che attribuiscono diritti patrimoniali e amministrativi.

Poiché l'equity crowdfunding si avvale principalmente della rete per funzionare, la novità che ha introdotto nel sistema finanziario suscita diverse perplessità. Non si può negare che il mondo di internet rappresenti un contesto in cui ci si può facilmente imbattere in truffe. Anche quando la sicurezza delle transazioni economiche sembra essere garantita dai sistemi più sofisticati,

l'idea che dietro alle operazioni si possa nascondere un inganno è assai diffusa. Sottoscrivere azioni di una società è un'operazione delicata ma lo diventa ancora di più se per farlo si utilizza il canale di internet. In quest'ottica il legislatore si è preoccupato di disciplinare il fenomeno nei dettagli, lasciando poco spazio alla libertà dei singoli operatori, e ha riservato il potere di controllo e vigilanza alla Consob¹⁸, la quale è tenuta ad esercitarli nei confronti dei gestori di portali nonché verso le start-up innovative per quanto concerne l'offerta al pubblico. Per garantire una maggiore trasparenza delle operazioni e tutelare principalmente i piccoli investitori, il legislatore ha introdotto nel TUF (Testo Unico sulla Finanza) due articoli: l'art. 50 – quinquies relativo alla gestione di portali per la raccolta di capitali per start-up innovative e l'art. 100 – ter che si occupa di disciplinare le offerte effettuate attraverso portali adibiti alla raccolta di capitali.

Il meccanismo di raccolta dei fondi funziona allo stesso modo indipendentemente dal tipo di crowdfunding in questione.

Si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento online si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società. In questo caso la ricompensa del finanziamento è rappresentata dal riconoscimento di

¹⁸ La Commissione nazionale per le società e la Borsa (meglio nota con l'acronimo Consob), istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, autorità amministrativa dotata di personalità giuridica e piena autonomia la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato immobiliare italiano.

diritti amministrativi e patrimoniali che derivano dalla partecipazione nell'impresa. L'equity crowdfunding, infatti, è una forma di finanziamento in cui la start-up innovativa (un'impresa che dimostra di essere in possesso dei requisiti previsti dall'art 25. del D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, in quanto il legislatore italiano ha riservato questa nuova forma di finanziamento esclusivamente a tali realtà aziendali) si rivolge al pubblico per ottenere risorse finanziarie necessarie per portare avanti il proprio progetto imprenditoriale. La richiesta al pubblico avviene mediante piattaforme online dove gli investitori interessati possono trovare tutte le informazioni necessarie riguardanti l'impresa che effettua la richiesta di finanziamento, il rischio di tale investimento ed altri aspetti che è opportuno valutare e prendere in considerazione al fine di stabilire se conviene economicamente sostenere il progetto imprenditoriale mediante finanziamenti o meno.

2.2 Le imprese che si finanziano attraverso l'equity crowdfunding

Quali siano le imprese maggiormente adatte al finanziamento attraverso l'equity crowdfunding è ancora oggetto di discussione.

Tuttavia ci sono alcuni fattori da prendere in considerazione e che possono

incidere sulla raccolta di fondi attraverso l'equity crowdfunding:

- la capacità dello strumento di fornire finanziamenti in diversi round. In genere le imprese ricorrono a numerosi step e in alcuni casi accade che la fonte di finanziamento sia sempre la stessa; in altri accade che ve ne siano diverse per ciascun round di finanziamento (Chemmanur e Chan, 2006). Alcune imprese preferiscono le fonti di finanziamento tradizionali perché possono sfruttare le relazioni instaurate con il Venture Capitalist o con il Business Angel proprio per ottenere i finanziamenti nei successivi round;
- le imprese che appartengono a determinati settori e che operano con determinati modelli di business, per esempio quelle dove il contatto impresa cliente è una componente fondamentale nell'utilizzo del prodotto, sono particolarmente adatte alla raccolta attraverso l'equity crowdfunding. Questo perché i consumatori stessi possono fungere anche da finanziatori. Inoltre, per l'impresa, l'entità di questa relazione con potenziali investitori e clienti allo stesso tempo, può essere considerata una conferma della redditività del progetto o dell'idea di business;
- le imprese con focus sulla creazione di valore per il sociale potrebbero beneficiare maggiormente delle opportunità di finanziamento attraverso l'equity crowdfunding. In questi casi le motivazioni non finanziarie che spingono le persone ad investire sono preponderanti. I sostenitori, in

particolare, saranno incentivati a coinvolgere altre persone e più propensi a pubblicizzare l'impresa finanziata;

- l'equity crowdfunding non sembra essere adatto a quelle imprese che non vogliono divulgare al mercato le informazioni sulla loro idea di business o altre informazioni riservate sul prodotto/servizio;
- allo stesso modo può risultare inadatto per quelle imprese che necessitano dell'apporto di competenze manageriali e network specifico che solo gli investitori istituzionali sono in grado di fornire.

2.3 Business angel e venture capital

L'attività di investimento nel capitale di rischio affonda le sue radici negli anni del secondo dopoguerra quando negli Stati Uniti, intorno al 1946, nasceva l'American Research and Development, società d'investimento nel capitale di rischio finalizzata a sostenere iniziative imprenditoriali ad alto valore tecnologico¹⁹. Grazie ad un sistema fiscale divenuto particolarmente incentivante in seguito all'ERISA Act (1976) e alle numerose opportunità di investimento offerte dal mercato statunitense (in modo rilevante nell'ambito delle nuove tecnologie), il venture capital ha conosciuto una crescita

¹⁹ Vedi G.Bracchi e A. Gervasoni, L'importanza del capitale di rischio per lo sviluppo del sistema economico, in G.Bracchi e A. Gervasoni (a cura di), Venti anni di private equity, EGEA, Milano, 2006, pag. 10.

significativa tanto da far diventare gli Stati Uniti paese leader del settore. In Europa lo sviluppo del venture capital è stato agevolato dall'intervento di istituzioni sovranazionali con lo scopo di creare un unico mercato in grado di competere con quello statunitense, più che dal sostegno pubblico avviato dalle singole nazioni. È stato grazie alla nascita del Venture Capital Liason Office, infatti, che l'attività di investimento nel capitale di rischio ha cominciato a diffondersi nel continente europeo. In questo ambito, in Italia, ha rappresentato una svolta significativa la fondazione di AIFI nel 1986, originariamente Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento ed attualmente nota con il nome di Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital. L'Associazione raggruppa gli investitori istituzionali nel capitale di rischio i quali svolgono come attività principale un complesso di operazioni inerenti all'assunzione, alla valorizzazione, alla gestione e allo smobilizzo di partecipazioni prevalentemente in società non quotate in Borsa. Tra le finalità principali emerge la volontà di favorire ed agevolare lo sviluppo dell'attività di private equity e venture capital in Italia e all'estero, promuovendo in particolar modo una corretta conoscenza e cultura del capitale di rischio. L'associazione rappresenta inoltre gli Associati presso le competenti Autorità ed istituzioni italiane ed internazionali, cercando di

favorire lo sviluppo di un adeguato contesto normativo ed istituzionale²⁰. Accanto all'obiettivo di migliorare la struttura finanziaria, sono da evidenziare ulteriori scopi più strettamente connessi all'impresa che mirano a favorirne lo sviluppo, quali: risolvere problemi di passaggio generazionale nella proprietà e accompagnare l'impresa verso la quotazione.

Il Venture Capital

Il mercato del Venture Capital si divide in Formal Venture Capital all'interno del quale operano i Venture Capitalist e in Informal Venture Capital dove si trovano a trattare i Business Angels. Queste due figure coincidono per molti aspetti: si tratta di investitori che mettono a disposizione del neo imprenditore le risorse finanziarie necessarie per creare l'impresa, le competenze manageriali finalizzate a garantirne il successo e un insieme di conoscenze specifiche relative al settore, alle tecnologie e ad altri soggetti che possono eventualmente fornire alla nuova impresa capitali²¹. L'utilizzo estensivo del Venture Capital è infatti giustificato sia dalla possibilità di godere di finanziamenti per periodi prolungati sia dal fatto che gli investitori offrono, accanto alle risorse finanziarie, un supporto manageriale e strategico

²⁰ Vedi art. 2.1 e 2.2 Finalità e attività istituzionali dello statuto di AIFI.

²¹ Vedi C. Colombo, I canali di finanziamento in *Advance Intelligenza Finanziaria per l'impresa* (a cura di), Start-up: dall'idea all'impresa, IPSOA, 2001, pag.149.

finalizzato alla gestione dell'impresa e al suo accrescimento, mettendo a disposizione i propri contatti, il know-how²² e la propria esperienza. Inoltre non di secondaria importanza è il sostegno dato alle aziende che si trovano ad attraversare fasi di particolare criticità legate al loro ciclo di vita come il ricambio generazionale che può rischiare di compromettere l'attività. Originariamente e per lungo tempo i due soggetti hanno operato in contesti separati. I Business Angels finanziavano progetti medio-piccoli mentre i Venture Capitalist si ritagliavano lo spazio per grandi progetti industriali. La linea di demarcazione era piuttosto netta, tanto da non lasciare spazio ad una loro collaborazione. Oggi possiamo dire che i Venture Capitalist sono i principali finanziatori di imprese in cui hanno precedentemente investito i Business Angels una volta che esse hanno superato la fase esplorativa e hanno raggiunto la maturità e sono propense ad espandersi. Questa maggiore collaborazione tra le due figure di finanziatori rappresenta un significativo vantaggio per l'impresa stessa che riesce così ad incontrare un canale di finanziamento adatto ad ogni sua fase di sviluppo, senza dover necessariamente ricorrere al capitale di debito diventato di sempre più difficile accesso.

²²L'insieme di conoscenze e abilità operative necessarie per svolgere determinate attività all'interno di settori industriali e commerciali.

Business Angels

Il Business Angel rientra nella più grande ed importante categoria di investitori informali (non istituzionali) che fornisce capitali propri per finanziare progetti medio- piccoli (generalmente di 20.000-500.000 euro), dimostrando maggiore flessibilità circa gli importi da erogare e le tempistiche di disinvestimento (sono, per esempio, disponibili ad allungare l'orizzonte temporale dell'investimento). Questa figura si è evoluta nel corso degli anni fino a diventare un investitore professionale riunito in Network e con la capacità di organizzarsi in sindacati per fornire alle aziende capitali sempre più ingenti. È anche grazie alla nascita dei Network, infatti, che il mercato dell'Informal Venture Capital ha subito negli ultimi anni una fortissima accelerazione. I primi BAN (Business Angels Network) sono nati negli Stati Uniti negli anni Ottanta mentre in Italia si assiste ad un loro avvento nel 1999, anno di nascita dell'IBAN (Italian Business Angels Network)²³.

Il Business Angel è uno dei principali finanziatori di progetti imprenditoriali nelle fasi di seed e di start-up (fasi early stage) ovvero nell'istante di nascita dell'idea di business e nella prima fase di attività produttiva, ancora nel suo momento esplorativo. Proprio per il particolare momento in cui si inserisce

²³ Vedi P. Anselmo, Presentazione, in V. Capizzi e R. Giovannini (a cura di), Business Angels e Informal Venture Capital in Italia, Bancaria, 2009, pag. 7.

come finanziatore della neo impresa, il business angel si ritiene adatto a colmare il cosiddetto funding gap, termine usato per indicare la mancanza di capitali fra la fondazione dell'impresa e il finanziamento da parte del Venture Capital. In questo senso il Business Angels diventa investitore fondamentale per la crescita di imprese nei suoi primi stadi di sviluppo.

Accanto alle risorse finanziarie il Business Angel fornisce all'impresa finanziata ulteriori conoscenze e contatti utili per la riuscita del progetto imprenditoriale. Il suo coinvolgimento nell'impresa risulta essere maggiore rispetto a quello del Venture Capitalist assumendo spesso il ruolo di un vero e proprio partner che coopera nella gestione operativa. La differenza fondamentale tra i Business Angels e i Venture Capitalist è data dal fatto che i primi investono solo capitali propri e non risorse finanziarie raccolte presso soggetti terzi. Di conseguenza, il Business Angel, non dovendo garantire rendimenti minimi a terzi, ha una maggiore propensione ad investire in progetti rischiosi, motivo per cui si presenta come principale finanziatore di un'impresa nella sua fase di seed e start-up, caratterizzate da maggiore incertezza e aleatorietà. Uno dei motivi principali che spinge il Business Angel ad investire capitali propri mediante l'acquisto di quote di partecipazione nell'impresa finanziata è rappresentato dal profitto che il soggetto ritiene di conseguire in seguito all'aumento di valore della quota

posseduta. Prende dunque in considerazione la qualità del management e le potenzialità di crescita dell'impresa da finanziare al fine di realizzare maggiori capital gains mediante la dismissione delle partecipazioni dopo un certo periodo di tempo che nella generalità dei casi va dai 3 ai 7 anni. Nella scelta di finanziare o meno un determinato progetto imprenditoriale il Business Angel, a differenza del Venture Capitalist, tiene conto anche della sfera non prettamente finanziaria dell'investimento. Può infatti essere spinto dalla volontà di entrare in contatto con nuove tecnologie, dal desiderio di seguire un'impresa fin dalle sue origini o dalla conoscenza personale dell'imprenditore. Le principali fonti di informazione per i Business Angels riguardo all'opportunità di effettuare investimenti sono rappresentate innanzitutto da familiari e amici, dal partner commerciale e solo in misura inferiore dai servizi di incontro fra imprenditori e finanziatori.

2.4 La possibilità di co-investimento

Le questioni in merito alle possibilità di cooperare tra crowdfunders e investitori professionali, in particolare i BA, è oggi uno dei dibattiti più accesi. Le autorità, i gestori di piattaforme e le associazioni di investitori coinvolte nel fenomeno dell'equity crowdfunding, stanno cercando di capire se crowdfunders e BA si sostituiscono o si completano a vicenda. Nelle interviste

pubblicate da The Venture Crowd (Crowdfunding equity investment into business, 2012)²⁴ ad alcuni investitori istituzionali operanti in UK viene sottolineato come la collaborazione tra investitori sofisticati e non sia ritenuta di fondamentale importanza poiché in grado di garantire una maggiore tutela per la folla. La motivazione di ciò è riconducibile al fatto che gli investitori professionali, date le loro competenze specifiche in materia di decisioni d'investimento, andrebbero a colmare le lacune presenti nella folla.

La normativa italiana sull'equity crowdfunding ha introdotto la regola del 5%, intesa come percentuale minima di equity sottoscritta da parte di un investitore professionale, al fine di tutelare gli altri investitori e incentivarne il co-investimento.

L'equity crowdfunding offre un'alternativa di investimento anche agli investitori professionali che potrebbero sfruttare sia i bassi costi di transazione sia la possibilità di liquidare le proprie partecipazioni rivolgendosi alla folla. Inoltre, va ricordato che i benefici non monetari ricevuti dai crowdfunders e il valore delle informazioni veicolate, potrebbero essere utilizzati dagli stessi investitori professionali per ottenere risposte sulla qualità del progetto sul quale hanno investito.

Oggi stiamo assistendo alla nascita di nuove piattaforme equity-based e alcune

²⁴https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/the_venture_crowd.pdf

di queste danno la possibilità alla folla di co-investire con gli operatori finanziari tradizionali come ad esempio i BA²⁵. Questo testimonia come le piattaforme si stanno muovendo sempre più verso un modello di finanziamento integrato dove la folla può contare sulle competenze finanziarie e di monitoraggio del BA e allo stesso tempo i BA possono contare sulla capacità della folla di colmare il gap di risorse finanziarie necessarie per l'avvio del progetto.

2.5 Incentivi e disincentivi per imprenditori e investitori

Le potenzialità dell'equity crowdfunding sono strettamente connesse alle caratteristiche uniche che questa nuova forma di finanziamento possiede rispetto alle forme di finanziamento tradizionali. Queste caratteristiche si traducono nel fatto che l'equity crowdfunding ha diversi incentivi e disincentivi rispetto alle altre forme di finanziamento, sia per l'imprenditore sia per l'investitore.

Analizzando nello specifico tali incentivi e disincentivi per l'imprenditore possiamo dire che:

Caratteristica fondamentale del finanziamento tramite equity crowdfunding è che l'andamento della raccolta fondi è visibile al pubblico indistinto. Ciò

²⁵http://www.italiastartup.it/wp-content/equity_crowdfunding_1.pdf

comporta che nel caso in cui la raccolta fondi fallisca, la start-up potrebbe subire un danno di immagine. Infatti, non ottenere il finanziamento dalla folla può significare che il valore del prodotto/servizio proposto non sia riconosciuto dai futuri clienti dell'impresa, oppure che il business plan o le caratteristiche del team proponete/dirigente non siano considerate adatte allo sviluppo del business, e ciò comporterebbe un ribassamento del valore dell'impresa in caso di insuccesso della raccolta fondi.

Un altro importante disincentivo per gli imprenditori è la divulgazione di informazioni relative all'idea di business al pubblico e allo stesso tempo anche ai potenziali concorrenti. Per ottenere i finanziamenti necessari l'imprenditore deve fornire informazioni sulla strategia, sulle risorse umane chiave, sui clienti, sui costi e tale divulgazione potrebbe anche comportare una svalutazione della start-up in quanto potrebbe compromettere la tutela della proprietà intellettuale. Si tratta di un disincentivo che può essere mediato con l'adozione di strategie per la tutela delle informazioni sensibili come brevetti o accordi di non divulgazione, in maniera tale da ridurre i rischi di spill over, andando incontro però a costi aggiuntivi per il promotore.

E ancora, non meno importante, e forse disincentivo maggiore per l'imprenditore risulta essere il costo che quest'ultimo deve sostenere per i benefici offerti dalle piattaforme che sponsorizzano il suo progetto.

Solitamente le piattaforme richiedono una remunerazione calcolata su base percentuale sull'ammontare della raccolta qualora questa abbia successo. Alcune piattaforme, inoltre, richiedono il pagamento di quote aggiuntive che possono variare in base ai servizi richiesti dal proponente.²⁶

Per quel che riguarda invece gli incentivi:

La natura sociale di questa forma di finanziamento permette ai promotori di utilizzare la comunità di finanziatori come veicolo di informazioni da e verso il mercato. Per esempio i finanziatori possono suscitare l'interesse di nuovi crowdfunders, pubblicizzare l'azienda, attrarre nuovi clienti e portare idee per lo sviluppo del progetto. Il successo di una raccolta ha in quest'ottica una doppia valenza: da una parte permette di creare una community di investitori in contatto tra loro e con l'impresa che possono contribuire portando informazioni dal mercato utili per le decisioni strategiche, dall'altra parte, il fatto che un certo numero di investitori hanno finanziato il progetto e quindi hanno riconosciuto il valore del prodotto/servizio che l'impresa vuole sviluppare, permette di ridurre la varianza sulle stime del mercato futuro per l'output del progetto.

Altri esempi di incentivi per gli imprenditori vengono poi forniti dagli stessi diretti interessati.

²⁶ vedi <http://italiancrowdfunding.tumblr.com>

Alcuni imprenditori hanno sottolineato come il crowdfunding possa permettere di raccogliere capitali in orizzonti temporali più brevi rispetto ad altre forme di finanziamento: le raccolte fondi tramite internet richiedono meno tempo per la redazione della documentazione necessaria e non richiedono lunghi tempi come nel caso in cui si decida di finanziarsi tramite investitori professionali.

Altri creator hanno sottolineato come la start-up possa ottenere un valore aggiunto grazie alla visibilità ottenuta dal progetto on-line. Presentare il progetto su una piattaforma da una parte permette di ottenere visibilità verso i potenziali clienti futuri e dall'altra permette di confermare il valore dell'idea di business nel caso in cui la raccolta fondi ha successo.

Un ultimo fattore emerso da varie ricerche svolte è che gli imprenditori riconoscono un grande valore dalla creazione di un rapporto di lungo termine con la “folla” che permette di inizializzare uno sviluppo collaborativo del business. Lo sviluppo collaborativo consiste nello sfruttare questo rapporto per apportare le modifiche richieste dalla comunità in modo tale che risponda al meglio alle esigenze dei consumatori.

Le caratteristiche del canale di finanziamento elencate mostrano come l'imprenditore può ottenere un vantaggio finanziandosi tramite equity crowdfunding se riesce a sfruttare gli incentivi per ridurre il costo del capitale

ottenuto e se riesce a limitare l'impattare dei disincentivi sulla raccolta.

I disincentivi per l'investitore sono invece legati ai rischi che caratterizzano gli investimenti on-line in start-up.

Nella scelta del progetto da finanziare mediante forme di crowdfunding, il fattore emozionale gioca un ruolo rilevante. Diversi studi condotti sul fenomeno hanno infatti sottolineato come i progetti maggiormente finanziati sono quelli che prevedono il coinvolgimento diretto dell'investitore, consentendo a quest'ultimo, per esempio, la possibilità di decidere le caratteristiche del prodotto. Nell'equity crowdfunding l'impatto emotivo che un determinato progetto può provocare passa in secondo piano dal momento che l'aspetto economico gioca un ruolo più significativo. Poiché acquistando partecipazioni in una società si diventa soci a tutti gli effetti e si ha il diritto/dovere di partecipare al rischio economico della società in questione, non si può fare a meno di considerare cosa comporta il rischio economico in questione. I due principali rischi sostenuti dagli investitori che decidono di investire in una start-up innovativa sono il rischio di perdita del capitale e il rischio di illiquidità. Per le società che si cimentano in settori innovativi il rischio che il progetto imprenditoriale non raggiunga il successo è piuttosto elevato e, di conseguenza, risulta maggiore il rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito. In caso di fallimento della società i detentori

di titoli di capitale partecipano per ultimi alla suddivisione dei proventi realizzati dallo smobilizzo delle attività, dunque chi acquista azioni/quote di una start-up innovativa (ma vale anche per qualsiasi altra realtà aziendale) deve essere disposto a perdere per intero la somma investita. Ecco perché è opportuno che ciascun soggetto investa somme di cui non risentirà l'eventuale perdita. A rendere l'investimento più consapevole e proporzionato in base alla propria situazione economico-finanziaria contribuisce l'autorità di controllo e vigilanza nonché i Gestori di portali.

Per quanto riguarda la tutela degli investitori, l'articolo 18 del Regolamento adottato dalla Consob prevede l'obbligo dei gestori di "assicurare l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri". Al fine di garantire una maggiore tutela dell'investitore retail e rendere la scelta dell'investimento più consapevole, il gestore consente la sua adesione alle offerte solo dopo aver preso visione delle informazioni di investor education predisposte dalla Consob; risposto positivamente ad un questionario che dimostra la piena comprensione delle caratteristiche essenziali e dei rischi principali connessi all'investimento in start-up innovative tramite portali; dichiarato di essere in grado di sostenere dal punto di vista economico l'eventuale perdita del capitale investito. Si assicura inoltre la possibilità di revocare l'adesione nel caso in cui sussistano fatti che possano

in qualche modo incidere sulla decisione dell'investimento.

Gli incentivi riguardano la sfera sociale e relazionale che è molto accentuata in questa forma di finanziamento e comporta che il finanziatore percepisca un valore aggiunto dall'investimento che va al di là del ritorno finanziario atteso.

Questo valore può essere espresso in più categorie quali:

Social value

Si tratta di una serie di implicazioni sociali rilevanti nelle decisioni di investimento dei crowdfunders. Le principali componenti del social value sono:

- self-expressiveness, la capacità di un prodotto di creare un'immagine dell'investitore agli occhi degli altri. I crowdfunders preferiscono finanziare prodotti o servizi che possano contribuire a creare un'immagine di se stessi. Questa componente è molto importante nel crowdfunding poiché è un metodo di finanziamento strettamente legato ai social network. In molti casi gli investitori pubblicizzano le loro decisioni di investimento sulle pagine on-line personali per ottenere approvazione sociale o cercare di creare una rappresentazione di se stessi agli occhi degli altri. Nella maggior parte dei casi le piattaforme di crowdfunding danno la possibilità di pubblicare tramite i social network più comuni la pagina della raccolta fondi in modo

semplice e diretto, e questo contribuisce a facilitare l'incremento del valore sociale dell'investimento.

- **Community participation:** molti progetti creano web community dove i crowdfunders possono comunicare tra loro e tenere i rapporti con gli imprenditori. Queste community contribuiscono ad accrescere il valore sociale dell'investimento in quanto l'investitore può costruire rapporti con persone che probabilmente hanno interessi in comune.

Emotional value

Si tratta dell'utilità acquisita dalle sensazioni o da stati affettivi generati da un investimento o da un prodotto. Ci sono una serie di dimensioni che incidono sull'emotional value come per esempio il senso di partecipazione. Queste dimensioni però si presume che intervengano in tutte le forme di investimento. Una dimensione che difficilmente impatta nelle altre forme di investimento è il divertimento, che invece sembra influenzare i comportamenti degli investitori nel crowdfunding.

Early adopters

Molte start-up consentono agli investitori un accesso anticipato all'output del progetto (prodotto/servizio) rispetto al resto del mercato. Per alcuni individui,

questo, si traduce in un aumento del valore percepito dell'investimento in quanto si sentono parte di un gruppo selezionato di early adopters²⁷.

Possiamo ben dire quindi, che Il successo dell'equity crowdfunding dipende dalla capacità degli attori coinvolti di risolvere in modo efficiente una serie di sfide con le quali devono confrontarsi, e della loro abilità nel ponderare incentivi e disincentivi, in maniera tale da fare in modo che i primi siano superiori e soddisfacenti.

²⁷ vedi <https://www.fundable.com/learn/resources/guides/crowdfunding-guide/the-benefits-of-crowdfunding>

CAPITOLO 3

Le regolamentazioni

Uno degli elementi che stanno influenzando maggiormente il crowdfunding è sicuramente l'aspetto della regolamentazione.

Emerge sempre di più la necessità di un chiaro regolamento che vada a definire come il crowdfunding possa essere utile ma anche come lo stesso possa non danneggiare l'investitore. Le leggi sulla trasparenza sono di fondamentale importanza per la prevenzione di frodi.

La prima condizione è la trasparenza informativa: l'autorità di vigilanza può obbligare gli attori che operano nel mercato a divulgare tutte le informazioni necessarie affinché il mercato possa funzionare correttamente anche in assenza di un quadro normativo rigido. La mancanza della trasparenza informativa può causare il fallimento del mercato come verificatosi negli USA negli anni '90 con la Rule 504, una legge che permetteva alle piccole imprese di emettere strumenti finanziari senza particolari obblighi informativi.²⁸ Ciò ha portato numerosi problemi sul funzionamento del mercato; gli investitori più esperti riuscivano ad alterare il prezzo dei titoli emessi, data la bassa capitalizzazione delle operazioni, e questo consentiva loro di vendere i titoli

²⁸ vedi <http://www.sec.gov/answers/rule504.htm>

sovrapprezzati agli investitori meno esperti.

3.1 I rischi connessi all'investimento in start-up

L'investimento in start-up innovative è caratterizzato da profili di rischio mediamente più elevati rispetto agli investimenti in strumenti finanziari tradizionali. La start-up infatti, data la sua natura, può essere definita come un'impresa che offre un'idea e un progetto per realizzarla e difficilmente presenta caratteristiche simili alle imprese mature o consolidate, le quali almeno in linea teorica hanno un profilo di rischio più basso. Di conseguenza le decisioni di investimento non sempre avvengono valutando sulla base di elementi economici razionali (le start-up non hanno risultati da presentare, non distribuiscono utili e tipicamente non possiedono garanzie da offrire) per cui è spesso legata a valutazioni di tipo soggettivo basate sull'istinto e sulle emozioni percepite dall'investitore. Proprio per questo motivo uno degli elementi distintivi delle offerte pubblicate sui portali on-line è la presenza di immagini, video e altri oggetti che hanno lo scopo di richiamare delle emozioni nel visitatore (potenziale investitore), e possono dunque influire nella decisione di investire o meno da parte di quest'ultimo.

L'identificazione dei rischi e delle opportunità è da considerare come un primo passo fondamentale per mettere a punto una strategia aziendale vincente che

consenta all'impresa di crescere, svilupparsi in modo adeguato e far fronte alla concorrenza. Questa fase risulta essere ancora più delicata per le nascenti realtà aziendali i cui fattori di rischio sono principalmente connessi al percorso di sviluppo dell'impresa stessa.

Prima di dare avvio alla propria attività, un'impresa deve innanzitutto delineare il contesto in cui desidera operare. A tal fine è necessario individuare e analizzare i propri competitors e definire i potenziali clienti. Per quanto concerne il primo punto, l'analisi della concorrenza può risultare difficile in quanto non è sempre immediato conoscere l'effettiva attività dei propri concorrenti, le loro strategie e linee di azione. Individuare i clienti ai quali destinare l'offerta può risultare altrettanto complicato, soprattutto se ci si trova in presenza di start-up che operano in settori nuovi, innovativi, ad alto valore tecnologico. Per tali imprese, determinare il potenziale giro d'affari è complesso: è difficile quantificare il bisogno avvertito dal mercato per un determinato bene/servizio innovativo in quanto la reazione dei clienti può essere diversa e può scattare in un momento futuro, più tardi rispetto al lancio del nuovo prodotto, comportando il posticipo dei ritorni.

Scendendo più in dettaglio nell'analisi dei rischi in capo ad una start-up, si possono individuare cinque principali rischi che minacciano tale realtà aziendale: il rischio di sviluppo, il rischio di fabbricazione, il rischio di

marketing, il rischio di management e il rischio di crescita.²⁹

- Rischio di sviluppo: è il rischio che l'impresa sostiene nel momento in cui il suo progetto imprenditoriale passa dall'idea al business. Non sempre l'impresa dispone di risorse tecnico-produttive in grado di realizzare il prodotto;
- Rischio di fabbricazione: strettamente connesso al primo, riguarda la capacità dell'impresa di produrre il prodotto; implica che essa debba disporre di impianti, macchinari, strutture adatte a implementare il processo produttivo per arrivare all'output desiderato;
- Rischio di marketing: il rischio di marketing consiste nella possibilità che il prodotto realizzato non venga assorbito dal mercato perché il suo grado di penetrazione risulta essere relativamente basso. Per una start-up, infatti, la maggiore fonte di vantaggio competitivo è rappresentata dall'immissione sul mercato di un prodotto innovativo che, in quanto tale, può avere uno scarso o lento grado di penetrazione. Per consentire al prodotto di invadere nuovi mercati l'impresa deve essere in grado di sviluppare una strategia di marketing che si avvalga di tecniche e particolari strumenti atti a diffondere la notorietà del nuovo prodotto in modo rapido ed efficiente;

²⁹ Vedi M.A. Barbieri, Opportunità e rischi di una start-up, Advance Intelligenza Finanziaria per l'impresa (a cura di), Start-up dall'idea all'impresa, IPSOA, 2001, pag. 65.

- **Rischio di management:** la realizzazione e il lancio del prodotto sul mercato comportano dei costi significativi che l'impresa si attende di recuperare mediante i ricavi ottenuti dalla vendita del suo output. Il rischio che corre deriva dalla possibilità che i ricavi siano inferiori ai costi di produzione e che quindi l'impresa si trovi ad operare in perdita. Questo rischio può essere attenuato mediante opportune analisi come la break even point analysis, strumento utile per misurare la potenzialità economico-strutturale dell'impresa, mediante il quale è possibile individuare la quantità ottimale da produrre per raggiungere il pareggio tra costi e ricavi;
- **Rischio di crescita:** crescere e sviluppare il proprio business rappresenta uno degli obiettivi principali della start-up al fine di assicurarsi un buon posizionamento sul mercato e competere con i concorrenti. A tal fine l'impresa deve dimostrarsi flessibile e in grado di adattarsi a ciò che il mercato richiede.

3.2 La normativa italiana

Nella maggior parte dei paesi in cui operano portali di crowdfunding il fenomeno non è soggetto a regolamentazione ed è fatto pertanto rientrare nell'ambito di applicazione di discipline già esistenti (appello al pubblico

risparmio, servizi di pagamento, etc.). Dato il potenziale denaro coinvolto nelle operazioni di Crowdfunding, quest'ultimo ha attirato l'attenzione del mondo politico e dei regolatori i quali sono intervenuti cercando di emanare una regolamentazione efficace in materia.

L'Italia si pone all'avanguardia, è il primo Paese in Europa ad essersi dotato di una normativa specifica e organica relativa al solo equity crowdfunding, quest'ultimo è stato regolamentato dal c.d. "Decreto Crescita 2.0", (D.L. 179 del 18.10.2012, convertito con modificazioni in L. 221 del 17.12.2012, art. 30), che, tra l'altro, ha inserito nel Decreto Legislativo 24.2.1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza - T.U.F.) i commi 5 novies e 5 decies dell'art. 1, gli artt. 50 quinquies e 100 ter, e ha modificato l'art. 190.

È noto come il tessuto produttivo italiano sia fondato sulle piccole imprese, e sono anche note le difficoltà che incontrano queste imprese, soprattutto dopo la crisi del 2008, a ottenere finanziamenti dalle banche. Difficoltà ancora maggiori riscontrano le imprese neo costituite, meglio conosciute come start-up. Proprio per questa è stata destinata un'intera sezione del Decreto alle "Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start up" (artt 25 - 32).

L'art. 9, comma 16, del D.L. 76 del 28.6.2013 ha poi introdotto delle modificazioni all'art. 25 del Decreto Crescita 2.0 limitatamente ai requisiti di un particolare tipo di start-up, quelle innovative, il decreto legge n. 179/2012

(convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (noto anche come "Decreto crescita bis") definiscono il crowdfunding come uno strumento per favorire lo sviluppo delle start-up innovative attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità di internet.

La vigilanza in merito a questa materia è stata affidata alla CONSOB, che attraverso il regolamento del 26 giugno 2013, ha poi disciplinato alcuni specifici aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un "ambiente" affidabile in grado, cioè, di creare fiducia negli investitori.

Decreto sviluppo bis

“Le presenti disposizioni sono dirette a favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile, con riguardo alle imprese start-up innovative [...] Intendono contestualmente contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero”.³⁰

³⁰ Vedi Art. 25, comma 1, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 in materia di Start-up innovativa e incubatore certificato: finalità, definizione e pubblicità.

Dall'apertura dell'articolo 25 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con successive modifiche nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, si può notare come il legislatore italiano, nel redigere una disciplina relativa al complesso mondo delle start-up, abbia posto l'attenzione sul termine "innovazione" che in questo contesto assume una connotazione più ampia rispetto alla semplice definizione aziendalistica del termine. Le disposizioni adottate dal legislatore al fine di incentivare la costituzione di nuove imprese, cercando di promuoverne lo sviluppo e la diffusione, sono rivolte ad imprese che si impegnano in settori innovativi e tecnologici o ad alta vocazione sociale. Occorre, infatti, che l'impresa in questione sia impegnata in via esclusiva, o comunque prevalente, nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico o che si trovi ad operare in via esclusiva nei settori di riferimento della disciplina dell'impresa sociale.³¹ Rientrano in quest'ultimo caso imprese che operano nei settori di assistenza sociale, assistenza sanitaria, assistenza socio-sanitaria, tutela dell'ambiente e dell'ecosistema, valorizzazione del patrimonio culturale, turismo sociale. A queste vanno aggiunte imprese che si impegnano nell'ambito dell'educazione, dell'istruzione e della formazione universitaria, post universitaria ma anche extra-scolastica, finalizzata alla prevenzione della

³¹ Vedi sito www.consob.it

dispersione scolastica ed al successo scolastico e formativo.³²

Per riuscire a comprendere più a fondo a quali imprese il cosiddetto “Decreto crescita bis” si è rivolto, occorre fare riferimento al decreto stesso che per la prima volta ha introdotto nell’ordinamento italiano la definizione di start-up ponendo fine, almeno in parte, alla confusione e all’incertezza che da lungo tempo caratterizzavano la materia. Secondo il presente decreto, si definisce start-up innovativa una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione.³³ Il fatto che venga specificato che la start-up innovativa sia una società di capitali, implica che essa possa essere costituita secondo le classiche forme giuridiche di società per azioni e società a responsabilità limitata nel rispetto delle norme previste per ciascuna di esse. Tale società inoltre può assumere la veste giuridica di società a responsabilità limitata semplificata la cui definizione e disciplina sono contenute nell’articolo 2463-bis del Codice civile, introdotto con il decreto legge del 24 gennaio 2012 n. 1. Al fine di agevolare e sostenere l’accesso dei giovani all’imprenditoria, il citato articolo prevede la costituzione di società a responsabilità limitata semplificata (S.r.l.s)

³² Vedi Art. 2, comma 1, D.Lgs. 24 marzo 2006, n. 155, in materia di Utilità sociale.

³³ Vedi Art. 25, comma 2, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, in materia di Start-up innovativa e incubatore certificato: finalità, definizione e pubblicità.

con un contratto o atto unilaterale da parte di persone fisiche che, alla data di costituzione, non abbiano compiuto i trentacinque anni di età.³⁴ Tra le agevolazioni più significative emerge il fatto che per la costituzione di questa nuova fattispecie societaria non è più richiesto che il capitale sociale al momento della costituzione sia pari almeno a 10.000 euro, come è previsto invece per le società a responsabilità limitata³⁵, ma risulta sufficiente un apporto di capitale pari almeno ad 1 euro. Sono previste inoltre ulteriori misure volte a ridurre i costi di costituzione. In sostanza, questo tipo di società consente ai giovani che non vogliono sostenere costi eccessivi o che dispongono di limitate risorse finanziarie di accedere ai benefici delle società a responsabilità limitata. È evidente come queste agevolazioni, insieme a quanto previsto nell'ambito della disciplina relativa alle start-up innovative, rappresentino misure adottate dal legislatore al fine di favorire la crescita economica del paese e dare un impulso alle nuove iniziative economiche che si sono arretrate con l'avvento della crisi del 2008.

Tornando al “Decreto crescita bis”, la definizione di start-up innovativa è seguita poi da un elenco di requisiti che devono essere posseduti dalle imprese affinché esse possano godere delle agevolazioni normative e fiscali previste

³⁴ Vedi Art. 3, comma 1, D.L. 24 gennaio 2012, n. 1, in materia di Accesso ai giovani alla costituzione di società a responsabilità limitata.

³⁵ Vedi M.Iori, S.r.l. semplificata e a capitale ridotto, il Sole 24 ore, Milano, 2012, pag.10.

dalla normativa vigente. La start-up innovativa:

- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi;
- ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività, il totale del valore della sua produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;
- non distribuisce e non ha distribuito utili;
- ha quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Il decreto inoltre prevedeva un ulteriore requisito successivamente soppresso dal decreto legge 28 giugno 2013, n. 76. Originariamente era previsto infatti che la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'Assemblea ordinaria dei soci fossero detenuti da persone fisiche al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi. La giustificazione di tale abrogazione è da ricercare nel fatto che il numero delle

start-up innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese era piuttosto contenuto: alla data del D.L. 76/2013 risultavano registrate poco più di 900 start-up innovative, numero che disattendeva le aspettative del legislatore. A questo elenco si aggiungono altri requisiti di innovatività e almeno uno di questi deve essere posseduto dalla start-up:

- il 15% del fatturato che deve essere investito in ricerca e sviluppo; le relative spese, dal cui computo sono escluse le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili, risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In mancanza del bilancio nel primo anno di vita, l'elenco delle spese deve essere dichiarato e sottoscritto dal legale rappresentante della start-up innovativa;
- almeno un terzo della forza lavoro impiegata nell'impresa, a titolo di dipendenti o di collaboratori, deve essere rappresentato da dottori di ricerca o laureati comunque impiegati nella ricerca;
- deve essere titolare di diritti di sfruttamento di invenzioni industriali, elettroniche, biotecnologiche o di nuove varietà vegetali direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Il legislatore ha infine concesso alle società già costituite alla data di entrata in vigore della legge di conversione e in possesso dei requisiti precedentemente riportati la possibilità di essere riconosciute come start-up innovative a patto

che depositino presso l'Ufficio del registro delle imprese una dichiarazione sottoscritta dal rappresentante legale che attesti il possesso dei requisiti previsti.

Deroghe al diritto societario

Al fine di promuovere la diffusione e lo sviluppo delle start-up, il legislatore ha previsto una serie di deroghe al diritto societario inerenti alla copertura delle perdite, alle quote sociali e agli oneri sostenuti dalle imprese in fase di costituzione ed iscrizione nell'apposita sezione del Registro delle Imprese:

- Copertura delle perdite: le start-up innovative risultano essere particolarmente esposte ai rischi a causa dell'incertezza che si cela dietro le scelte e le operazioni aziendali e che accompagna l'impresa lungo il suo percorso di crescita, sin dalla nascita dell'idea di business. Presentarsi sul mercato con un prodotto innovativo consente all'impresa di differenziarsi e, di conseguenza, incrementare la propria competitività e conseguire notorietà, elementi che le permettono di crescere e incrementare il proprio valore. Tuttavia l'innovazione è anche sinonimo di novità, cambiamento, trasformazione e dunque di incertezza perché caratterizzata da elementi aleatori difficilmente prevedibili. Proprio per la natura e la rischiosità dell'attività esercitata dalle start-up innovative, elevata soprattutto nelle

prime fasi di vita, il legislatore ha previsto un trattamento più favorevole delle perdite societarie. Nella Relazione illustrativa del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, la deroga all'art. 2446 c.c, viene giustificata affermando che essa può consentire alle start-up innovative di portare a termine la fase di avvio e di recuperare le perdite maturate nei primi stadi di vita. È stabilito, infatti, che le perdite che hanno determinato la riduzione del capitale (senza portarlo al di sotto del minimo legale) possono essere diminuite a meno di un terzo entro i due esercizi successivi (e non entro l'esercizio successivo, come previsto dall'art. 2446 c.c. per le altre società di capitali). Nel caso in cui le perdite comportino la riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale, l'assemblea convocata senza indugio può differire la decisione sulla ricapitalizzazione entro la chiusura dell'esercizio successivo, senza che questo rinvio determini lo scioglimento immediato della società.

- Quote sociali delle S.r.l.: l'atto costitutivo delle start-up aventi forma giuridica di società a responsabilità limitata può prevedere categorie di quote aventi diritti diversi e determinare il contenuto di tali categorie rispettando i limiti posti dalla legge. In questo senso, possono essere costituite categorie di quote che non attribuiscono il diritto di voto, che non attribuiscono il diritto di voto in misura proporzionale alla partecipazione detenuta o che consentono ai loro detentori di esercitare il diritto di voto in

relazione a particolari argomenti o al verificarsi di particolari condizioni. Le quote di partecipazione nelle start-up costituite in forma di s.r.l. possono inoltre costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche mediante portali adibiti alla raccolta di capitali. L'art. 2474 del c.c., in base al quale in nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, trova nella disciplina relativa alle start-up s.r.l. una deroga significativa. È infatti previsto che tale normativa non trovi applicazione nel caso in cui l'operazione sia compiuta attuando piani di incentivazione che prevedono l'attribuzione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo, prestatori di servizi o di opera anche professionali. Infine, il legislatore ha concesso la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali, amministrativi ad esclusione del diritto di voto nelle decisioni dei soci.

- **Minori oneri costitutivi:** per le start-up innovative aventi i requisiti previsti dalla legge è previsto l'esonero del pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi all'iscrizione nel registro delle imprese. Non devono inoltre effettuare il pagamento del diritto annuale dovuto in favore alle Camere di Commercio per i quattro anni successivi all'iscrizione nella sezione speciale del Registro delle

Imprese.³⁶

Le deroghe apportate dall'art. 26 del D.L. Crescita bis alla disciplina civilistica sembrano mettere in dubbio la possibilità di applicare alle start-up innovative aventi forma giuridica di S.r.l. le restanti norme previste per le stesse. Un esempio è dato dalla regola generale in base alla quale ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni aziendali e il suo diritto di voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione.³⁷ La validità di questa previsione sembra oscillare nel momento in cui il legislatore consente la costituzione di categorie di quote che non attribuiscono il diritto di voto o che non attribuiscono il diritto di voto in misura proporzionale alla partecipazione detenuta. Ciò che non è del tutto chiaro è il motivo per il quale il legislatore abbia optato per le S.r.l. derogando i principi alla base di questo tipo di società invece di ricorrere, per esempio, ad una società per azioni semplificata potendo contare su una disciplina già esistente e coerente con la realizzazione di categorie di partecipazioni al capitale fornite di diritti diversi, con l'offerta al pubblico di prodotti finanziari e con le operazioni consentite sulle proprie azioni.³⁸

³⁶ Vedi Art. 26, D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, in materia di Deroga al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio.

³⁷ Vedi M. Bignami, "Start-up innovative: le deroghe alla disciplina delle s.r.l.", in il Sole 24 Ore, maggio 2013.

³⁸ Vedi M. Bignami, "Start-up innovative: le deroghe alla disciplina delle s.r.l." art. cit.

Il fallimento e le altre procedure concorsuali

In ragione della loro natura particolarmente rischiosa il legislatore, ancora una volta, ha pensato di andare in contro alle start-up prevedendo la sottrazione di queste dal fallimento e dalle altre procedure concorsuali, quali il concordato preventivo e la liquidazione coatta amministrativa, per i quattro anni successivi alla costituzione della società. Le start-up innovative sono invece assoggettate alla procedura di sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio previste dalla Legge 27 gennaio 2012, n. 3. In base a tale legge, si è in presenza di sovraindebitamento quando il debitore (l'impresa in questione) non è più in grado di adempiere alle proprie obbligazioni e quando sussiste uno squilibrio perdurante tra le obbligazioni assunte ed il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte. In quest'ultimo caso la società si trova in uno stato di illiquidità: essa non è più in grado di far fronte ai debiti scaduti poiché il suo patrimonio non è sufficiente o non è liquidabile in tempi brevi. Questo comporta l'impossibilità di tenere conto di redditi futuri a meno che il loro incasso non avvenga in tempi relativamente ristretti.³⁹ La sottrazione alle procedure concorsuali viene meno prima del decorso dei quattro anni dalla costituzione nel caso in cui l'impresa perda uno dei requisiti

³⁹ Vedi L. Panzani, Composizione delle crisi da sovraindebitamento, L.Panzani (a cura di), Il fallimento e le altre procedure concorsuali, UTET giuridica, Torino, 2012, pagg. 4-5.

previsti dall'art. 25 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179.

Incentivi per la nascita e lo sviluppo delle start-up innovative

Il reddito da lavoro derivante dall'assegnazione, da parte delle start-up innovative, di strumenti finanziari ai propri amministratori, dipendenti o collaboratori continuativi, o dall'esercizio dei diritti di opzione su tali strumenti, non concorre alla formazione del reddito imponibile ai fini fiscali e contributivi.⁴⁰ Questa detassazione del reddito da lavoro e gli incentivi fiscali previsti per chi investe in start-up rappresentano interventi indiretti introdotti dal legislatore al fine di rafforzare il nuovo tipo di impresa. Si tratta di un regime di favore che si affianca a quello previsto dall'art. 51, comma 2, lettera g), del Tuir. I due regimi, tuttavia, presentano differenze significative. Innanzitutto, affinché l'art. 27 del D.L. 18/2012 trovi applicazione, non è necessario che il piano incentivante (il quale prevede appunto l'assegnazione di strumenti finanziari/ diritti di opzione) sia rivolto alla generalità dei dipendenti. A differenza di quanto previsto dal regime generale, infatti, i destinatari possono essere rappresentati da un gruppo ristretto di persone alle dipendenze della start-up. In secondo luogo, tra i soggetti emittenti di strumenti finanziari partecipativi, che devono essere ben individuati, ci

⁴⁰ Vedi art. 27, comma 1, D.L. 18 ottobre 2012, art. cit.

possono essere, oltre alle start-up innovative con le quali i soggetti beneficiari intrattengono il proprio rapporto di lavoro, le società direttamente controllate da una start-up. Sono dunque da escludere dalla lista degli emittenti le società controllanti e le società sorelle considerate invece dall'art. 51 del Tuir. Infine, la disciplina relativa alle start-up non introduce un limite di importo non imponibile degli strumenti finanziari assegnati. La fattispecie del Tuir prevede che non concorrano alla formazione del reddito imponibile le azioni assegnate ai dipendenti per un importo inferiore a 2.065,83 euro per dipendente.⁴¹

Le agevolazioni in questione sono valide per i primi quattro anni a decorrere dalla data di costituzione dell'impresa e vengono meno nel caso in cui la start-up perda i requisiti che la caratterizzano.

Accanto alla detassazione dei redditi di lavoro, si aggiungono ulteriori agevolazioni previste per i soggetti che investono nelle start-up al fine di incentivare gli investimenti in questa nuova realtà aziendale, in modo da incrementare l'apporto di capitali e favorire la crescita dell'impresa stessa. Con questo intento il legislatore ha previsto: la detrazione dell'imposta lorda pari al 19% della somma investita fino ad un massimo di 500.000 euro, nel caso in cui l'investitore sia una persona fisica; per le persone giuridiche invece è consentita la deduzione dal reddito imponibile pari al 20% della somma

⁴¹ Vedi G. Leo, "Per le start-up innovative arriva il work for equity", in *Quotidiano del fisco*, 8 luglio 2014.

investita fino ad un massimo di 1.800.000 euro. Queste agevolazioni valgono a patto che l'investimento sia mantenuto per un periodo di almeno due anni. Per le start-up a vocazione sociale o che operano in ambito energetico l'importo della detrazione e della deduzione sono rispettivamente pari al 25% e 27%.⁴²

Agevolazioni nell'assunzione di personale

L'assunzione di dipendenti o di collaboratori nella start-up innovativa rappresenta un punto particolarmente delicato dal momento in cui il legislatore stesso si preoccupa di precisare il titolo che il personale deve vantare (dottorato di ricerca, laurea magistrale nell'ambito della ricerca), nonché la porzione dei dipendenti che devono avere tale titolo (un terzo sul totale dei dipendenti assunti), affinché la start-up innovativa possa definirsi tale e possa di conseguenza godere delle agevolazioni previste. Aspetti rilevanti nell'ambito dell'assunzione riguardano sia i lavoratori dipendenti assunti a tempo determinato sia quelli assunti a tempo indeterminato. Le disposizioni applicate in materia di rapporto di lavoro subordinato sono le stesse che vengono applicate nell'ambito della disciplina generale. Tuttavia, si assiste ad

⁴² Informazioni raccolte in occasione del Seminario sull'Equity Crowdfunding, 12 dicembre 2013, presso Camera di Commercio di Reggio Emilia. Avv. F. Torelli di Bird&Bird.

una significativa deroga all'art. 5, comma 3, del D.Lgs. 6 settembre 2001, n. 368 (relativo alla scadenza del termine e alla sanzione di successione dei contratti). La normativa generale prevede che il contratto a tempo determinato possa avere una durata minima di sei mesi e una durata massima di trentasei. Tale disposizione trova applicazione anche nel mondo delle start-up innovative, tuttavia, il legislatore consente a queste ultime la possibilità di stipulare altri contratti a tempo determinato, entro i limiti previsti, senza far scattare la sanzione di trasformazione del secondo contratto in un contratto a tempo indeterminato, qualora il lavoratore venga riassunto entro un periodo di dieci/venti giorni dalla scadenza del primo.⁴³ Infine, per quanto riguarda i contratti di lavoro a tempo indeterminato, le start-up innovative godono di una corsia preferenziale e semplificata nell'accesso al credito d'imposta per l'assunzione di personale qualificato.

Il regolamento CONSOB

Il Decreto crescita bis ha delegato alla Consob il compito di disciplinare in modo opportuno alcuni aspetti del fenomeno dell'equity crowdfunding al fine di creare "un'ambiente affidabile, in grado di creare fiducia negli

⁴³ Vedi art. 28, comma 3, D.L. n. 179/2012 in materia di Disposizioni in materia di rapporto di lavoro subordinato in start-up innovative.

investitori”.⁴⁴ Il 26 giugno del 2013, in seguito ad un lungo periodo durante il quale la Consob si è confrontata con diversi operatori, con la delibera n. 18592 è stato adottato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali online”. Il suddetto decreto ha, inoltre, individuato il ruolo preciso che la Consob è chiamata a svolgere nel rispetto di quanto previsto dal legislatore stesso nell’ambito della disciplina relativa alle start-up innovative.

Innanzitutto, presso la Consob è tenuto un apposito registro nel quale vengono iscritti i soggetti autorizzati a svolgere l’attività di gestione dei portali online adibiti alla raccolta di capitale di rischio, ad eccezione delle banche e delle imprese di investimento. Ai fini della registrazione la Consob ha il compito di verificare la sussistenza dei requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo e dei requisiti di onorabilità e professionalità per coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. La Consob è inoltre chiamata a definire principi e criteri relativi agli aspetti più prettamente formali come la formazione del registro e le forme di pubblicità, ma è anche tenuta ad individuare cause di incompatibilità, sospensione nonché le regole di condotta dei soggetti in questione. Al fine di garantire una maggiore trasparenza, la Consob può chiedere la comunicazione e la trasmissione di dati,

⁴⁴ Vedi il sito www.consob.it.

notizie, atti e documenti, fissando i relativi termini. Nell'esercizio di tale potere di vigilanza essa può inoltre effettuare delle ispezioni se lo ritiene opportuno. Infine, per quanto riguarda il suo compito nei confronti delle start-up innovative, ad essa è stato affidato il compito di disciplinare le offerte al pubblico effettuate tramite i portali online al fine di assicurare la corretta sottoscrizione di una quota degli strumenti finanziari offerti e al fine di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali, nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta.⁴⁵

All'apertura dell'articolo 30 del D.L. n.179/2012 il legislatore esordisce vincolando la piattaforma online a svolgere esclusivamente l'attività di raccolta di capitali di rischio. In tal senso la piattaforma in questione non può essere adibita a nessun altro tipo di attività nemmeno se questa risulta propedeutica o complementare al compito principale. Questo vincolo di finalità non è tuttavia previsto per i gestori di portali i quali possono svolgere anche altre attività, non necessariamente inerenti con la raccolta online di capitali, a patto che esse vengano svolte al di fuori dalla piattaforma.

Tra i gestori di portali si possono individuare due categorie di soggetti: i gestori di diritto tra i quali rientrano le banche e le società di investimento

⁴⁵ Vedi V. Mirra, Equity crowdfunding: la guida pratica, op. cit., pagg. 16-18.

(SIM) e i gestori autorizzati che devono dimostrare di essere in possesso di determinati requisiti per poter svolgere tale attività e che risultano essere sottoposti a vincoli imposti dalla Consob⁴⁶. Per quanto riguarda la prima categoria di soggetti, le banche e le SIM sono tenute a comunicare alla Consob la volontà di esercitare l'attività di gestione, la quale provvederà a sua volta a iscriverle nella sezione speciale di un apposito Registro ai fini meramente conoscitivi. Questa iscrizione ha infatti un puro effetto di pubblicità notizia dal momento che la mancata comunicazione alla Consob non farà scattare sanzioni in capo al gestore di diritto, il quale tuttavia non potrà godere di visibilità nel mercato. Qualsiasi soggetto interessato ad esercitare l'attività di equity crowdfunding, sia che si tratti di una start-up innovativa che intende lanciare la propria offerta al pubblico, sia che si tratti di un presunto investitore, potrà consultare il registro per prendere visione dei gestori di portali esistenti e scegliere tra questi quello a cui rivolgersi. Il primo intermediario finanziario italiano ad essere stato iscritto nella sezione speciale del Registro è stato Unicasim, società di intermediazione mobiliare nata nel 2009 che verso la fine del 2013 ha creato il portale Unicaseed. Trattandosi di un gestore di diritto, Unicasim ha la facoltà di gestire l'intero processo di investimento, dalla fase di selezione e presentazione del progetto

⁴⁶ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sim.htm>

imprenditoriale sull'apposito portale alla fase di raccolta materiale di capitali. La prima start-up innovativa ad essersi rivolta al portale è stata la veneta Diaman Tech s.r.l., società che nasce come spin-off delle attività tecnologiche e software del gruppo Diaman Holding destinata a sviluppare software per la finanza.⁴⁷ Si tratta della prima operazione di equity crowdfunding in Italia che è stata portata a termine con successo, raccogliendo quasi 160.000 euro nell'arco di tre mesi.

Passando all'altra categoria di soggetti, essi, per poter operare, devono necessariamente ottenere l'autorizzazione dalla Consob che si impegna a verificare la sussistenza dei requisiti richiesti per loro dalla legge. Nel caso in cui la richiesta del gestore di essere autorizzato venga respinta, egli non avrà diritto di esercitare l'attività di gestione. L'inosservanza di questo divieto comporterà sanzioni e verrà perseguita ai fini della legge. Il gestore cosiddetto richiedente deve dimostrare di essere in possesso dei seguenti requisiti:

- forma giuridica: si deve trattare di una società di capitali avente sede legale e amministrativa in Italia; nel caso in cui si tratti di soggetti comunitari essi devono dimostrare di avere una stabile organizzazione nel paese;
- oggetto sociale: la società in questione deve svolgere prevalentemente, e non in modo occasionale e sporadico, l'attività di gestione dei portali di

⁴⁷ Vedi www.diamantech.net.

equity crowdfunding;

- ulteriori requisiti: i soggetti adibiti al controllo nonché alla gestione dei portali devono dimostrare di essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità. Nel caso in cui la Consob accerti che il gestore richiedente non sia in possesso dei requisiti prescritti o nel caso in cui non risulti garantita la capacità di gestire correttamente un portale di crowdfunding, a tale soggetto viene negata la possibilità di iscriversi nel registro.⁴⁸

Tra i vincoli invece emerge:

- L'impossibilità di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi che devono essere necessariamente depositate su un conto corrente indisponibile aperto presso la banca che accoglie gli ordini;
- L'impossibilità di eseguire direttamente gli ordini che devono essere trasmessi esclusivamente a banche o SIM convenzionate.
- Il capitale derivante dall'adesione di investitori alle offerte di azioni/quote di start-up innovative non può essere direttamente gestito dal gestore di portali di crowdfunding. L'investimento deve necessariamente essere perfezionato da intermediari finanziari (quali banche e SIM) ed è per questo

⁴⁸ Vedi F. Torelli, Bird & Bird & la Normativa italiana in tema di Equity crowdfunding, Seminario sull'Equity crowdfunding, 12 dicembre 2013, Camera di Commercio di Reggio Emilia.

motivo che i gestori sono tenuti a stipulare convenzioni ad hoc con essi.

- Il processo che conduce all'autorizzazione e l'attività svolta dal gestore autorizzato risultano ancora più complessi se si considerano gli obblighi a cui egli è sottoposto:
- il gestore è tenuto ad operare con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di evitare l'emergere di conflitti d'interesse che possono incidere negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti;
- ai potenziali investitori che si trovino nelle stesse condizioni deve essere garantita la parità di trattamento per quanto riguarda le offerte;
- al fine di consentire agli investitori di comprendere la natura dell'investimento, nonché la sua rischiosità, è necessario rendere disponibili tutte le informazioni riguardanti l'offerta fornite dalla start-up innovativa, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni;
- al fine di garantire una maggiore tutela degli investitori retail il gestore deve richiamare la loro attenzione sul fatto che gli investimenti devono essere rapportati in modo adeguato alle loro disponibilità finanziarie. Questo aspetto ha sollevato negli Stati Uniti un lungo dibattito che contribuisce in parte al ritardo nella stesura di una disciplina ad hoc per le start-up innovative e l'equity crowdfunding. Il legislatore statunitense ha ritenuto opportuno fissare una soglia massima che un soggetto può investire in

relazione alle sue disponibilità finanziarie in modo da evitare investimenti azzardati e poco consapevoli. La questione tuttavia è rimasta tutt'ora aperta;

- il gestore deve assicurare che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta e rese disponibili agli interessati per un periodo di cinque anni;
- deve inoltre assicurare la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori a meno che non siano richieste al fine di perfezionare l'investimento stesso; in tal senso non deve diffondere notizie che non siano coerenti con le informazioni pubblicate sul portale;
- è tenuto ad assicurare agli investitori retail il diritto di recedere dall'ordine di adesione senza sostenere ulteriori spese entro sette giorni dalla data dell'ordine;
- infine, deve individuare e gestire le fonti di rischio sviluppando procedure e controlli adeguati e predisporre appositi dispositivi di backup al fine di assicurare l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate.

I gestori richiedenti sono sottoposti anche a controlli frequenti da parte dell'organo di vigilanza. In questo senso sono tenuti a trasmettere alla Consob entro il 31 marzo di ogni anno: la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa; i dati sull'operatività del portale; i casi di discontinuità operativa e gli interventi effettuati; i reclami ricevuti e le misure adottate per

rimediare. Devono infine essere trasmesse alla Consob eventuali variazioni intervenute nello statuto, cambiamento dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e controllo nonché comunicare la perdita dei requisiti di onorabilità e professionalità e le delibere di sospensione e revoca dalle cariche.⁴⁹

3.3 La situazione negli altri paesi

Il mercato dell'equity crowdfunding è fortemente influenzato dall'ambiente legislativo del paese in cui è attivo. Poiché consiste nella vendita al pubblico di azioni tramite portali online ed è pertanto soggetta a diversi problemi di regolamentazione, questa forma di finanziamento è stata fortemente limitata in diversi Stati.⁵⁰ Primo paese fra tutti a prevedere delle forti barriere per l'equity crowdfunding furono gli Stati Uniti che, solo nell'aprile del 2012, con l'emanazione del JOBS (Jumpstart Our Business Startup) Act, consentirono alle start-up di raccogliere capitale di rischio tramite piattaforme online, dopo che altri paesi come l'Inghilterra, l'Olanda, la Svizzera, la Francia, l'Australia avevano già avviato questa nuova forma di finanziamento, anche se privi ancora di una regolamentazione definitiva. A tal proposito si può ricordare il caso ASSOB (the Australian Small Scale Offerings Board), l'unica

⁴⁹ Vedi Regolamento Consob n.18592/2013, www.consob.it.

⁵⁰ Vedi G. Ahlers, D. Cumming, C. Günther, D. Schweizer, Signaling in Equity Crowdfunding, op.cit. pagg 7-8.

piattaforma di equity crowdfunding istituita in Australia che fino ad oggi ha consentito di raccogliere circa 138 milioni di dollari sostenendo imprese non quotate e operanti in diversi settori nelle loro prime fasi di vita.⁵¹

In Europa, dove uno degli obiettivi primari è quello di armonizzare la legislazione per favorire il mercato comune nelle nazioni facenti parte dell'Unione Europea, la questione legislativa intorno alle pratiche del crowdfunding è emersa sin da subito. Come soluzione a questa richiesta, considerando che una delle caratteristiche del crowdfunding è proprio l'assenza di confini, e quindi la sua internazionalità, il 25 giugno 2014 è stato istituito "European Crowdfunding Stakeholders Forum" ECSF, per assicurare il coordinamento con gli Stati membri e lo scambio di opinioni. Il gruppo di esperti che forma l'ECSF ha compiti ben precisi: formare e informare i responsabili dei progetti, sensibilizzare l'opinione pubblica, promuovere la trasparenza e tutti quegli strumenti a supporto del crowdfunding affinché possa trovare, anche nella nostra economia, radici solide e sviluppo. Dell'European Crowdfunding Stakeholders fa parte anche l'Italia con AISCRIS (Associazione Italiana Società di Consulenza per la Ricerca, l'Innovazione e lo Sviluppo), Assolombarda e CONSOB.

Le maggiori piattaforme di equity crowdfunding a livello europeo chiedono,

⁵¹ Vedi il sito www.assob.com.au.

attraverso l'ECN⁵², lo sviluppo di un quadro giuridico omogeneo che consenta di ricevere finanziamenti dai cittadini dei diversi stati membri senza limitazioni che potrebbero frenare le potenzialità di questo nuovo strumento di finanziamento per le piccole e medie imprese.

Belgio

In Belgio non esiste ancora un regolamento dedicato all'equity crowdfunding. Le piattaforme dovrebbero registrarsi come intermediario finanziario e sottostare alle norme vigenti per questa classe di operatori. Per questo le due piattaforme esistenti hanno studiato un modello operativo diverso da quello implementato dalle principali piattaforme operanti negli altri paesi.

La prima piattaforma opera raccogliendo effettivamente capitale di debito; la seconda, invece, emette "note" attraverso una holding e l'investitore quindi trasferisce il denaro alla holding stessa. Se il progetto raggiunge il finanziamento minimo la holding compra le "note". Il singolo investitore quindi non è azionista della società e riceve solamente gli eventuali flussi di cassa. La holding, investendo più di 100.000 euro l'anno deve essere un investitore istituzionale registrato.

In definitiva possiamo dire che non c'è ancora spazio per vere e proprie

⁵² vedi sito <http://www.eurocrowd.org>

piattaforme di equity crowdfunding e quelle esistenti operano attraverso il lending (con offerte inferiori a 100.000 euro per evitare di dover applicare la legge sui prospetti che renderebbe le raccolte fondi troppo onerose). Inoltre gli organi di controllo non sembrano intenzionati alla pubblicazione di un nuovo regolamento e sembrano voler attendere l'approvazione di una normativa a livello europeo.

Danimarca

Ad oggi esiste una sola piattaforma danese che intende avviare progetti di equity crowdfunding, ma tale piattaforma (crowdinvest.dk) non ha ancora lanciato progetti in quanto in attesa di una linea guida sul crowdfunding dall'autorità di supervisione dei mercati finanziari danese (Danish supervisory authority).

Il regolamento AIFM è stato recepito il 13 Giugno 2013, ma non c'è alcun riferimento al fenomeno dell'equity crowdfunding.⁵³

Per questi motivi la Danimarca è uno dei paesi europei dove questo mercato è ancora in fase embrionale e non c'è ancora alcuna piattaforma attiva.

⁵³ vedi sito <http://bebeez.it/2015/03/20/direttiva-aifm-gazzetta-il-regolamento-attuativo-del-mef/>

Finlandia

Allo stato attuale le piattaforme finlandesi offrono investimenti in capitale di rischio senza licenza finanziaria e comunque al di fuori del campo di applicazione dei requisiti della legge sul prospetto.

Ai sensi della legge finlandese sugli istituti di credito (Laki luottolaitostoiminnasta), della Legge sui servizi di investimento (Sijoituspalvelulaki) e dell'attuazione della direttiva europea MiFID, in Finlandia la fornitura di servizi bancari o di investimento sono attività regolate e qualsiasi impresa che offre servizi di investimento deve disporre della licenza di un ente creditizio, indipendentemente dal fatto che il servizio sia offerto a investitori professionali o non professionali. Ai sensi di una interpretazione corrente dell' autorità di vigilanza finanziaria finlandese, le piattaforme di equity crowdfunding non soddisfano la definizione della direttiva MiFID di servizi di investimento che richiedono una licenza, in quanto si limitano a trasferire contratti di finanziamento tra il finanziatore e la società. Tuttavia, è da notare che l'applicazione della direttiva MiFID dipende dai servizi forniti dalla piattaforma di crowdfunding, quindi per poter operare devono limitare i servizi offerti agli investitori.

Per questo allo stato attuale le piattaforme finlandesi operano senza licenza dell'ente di supervisione dei mercati finanziari e la loro attività si limita alla

trasmissione dei soli ordini.

Francia

Il 30 Settembre 2013 l'AMF, l'autorità dei mercati finanziari, e l'ACPR, autorità di controllo prudenziale, hanno pubblicato un documento di consultazione pubblica sul crowdfunding. Questa consultazione pubblica si concentra sulle modifiche necessarie alle legislazioni e ai regolamenti del codice monetario e finanziario per garantire lo sviluppo del crowdfunding. La consultazione si è chiusa il 15 Novembre 2013. I punti fondamentali oggetto di discussione che riguardano l'equity crowdfunding sono:

- la creazione di una nuova categoria di consulenti, “conseiller en investissements participatifs”;
- si è introdotta un'esenzione dal prospetto per gli emittenti che offrono fino a 300.000 euro nell'arco di un anno;
- è consentito alle piattaforme con capitale minimo di 40.000 euro di svolgere servizi di pagamento, ma se i pagamenti superano i 3 milioni di euro valgono le norme già esistenti;
- per poter accedere alle piattaforme francesi gli investitori devono dichiarare di essere investitori professionali, oppure rispondere ad un questionario che assicura che l'investitore sia a conoscenza dei rischi che caratterizzano gli

investimenti in start-up ed è richiesto di dichiarare che non si investirà più del 10% del proprio patrimonio.

Ad oggi le piattaforme di equity crowdfunding francesi continuano ad operare seguendo il regolamento rimasto in discussione fino a metà Novembre 2013, in quanto le autorità non ne hanno ancora redatto uno definito.

L'implementazione delle direttive AIFM in Francia è avvenuta a fine 2013 e allo stato attuale questo regolamento non impatta sull'operato delle piattaforme di equity crowdfunding in quanto non gestiscono i finanziamenti raccolti in modo collettivo e quindi non rientrano nella definizione di AIF.

Olanda

In Olanda non esiste un regolamento per l'equity crowdfunding, ma la Banca Centrale Olandese (De Nederlandse Bank DNB) e l'autorità dei mercati finanziari (Stichting Autoriteit Financiële Markten AFM) hanno dichiarato che stanno osservando e studiando la situazione e non si esclude che a breve possano redigere un regolamento apposito per l'equity crowdfunding. L'AFM considera le piattaforme di equity crowdfunding come società di intermediazione finanziaria e per questo le piattaforme devono richiedere la licenza come impresa di investimento per poter ricevere e trasmettere gli ordini. L'AFM ha concesso delle deroghe per quanto riguarda il prospetto

informativo per i progetti di equity crowdfunding in modo da consentire lo sviluppo del fenomeno nel paese.

Il 22 Luglio 2013 l'Olanda ha implementato la direttiva AIFM, ma il regolatore non ha fatto riferimento al crowdfunding.

Spagna

L'equity crowdfunding in Spagna è difficilmente attuabile in quanto non sono stati approvati regolamenti che permettono alle piattaforme di funzionare attraverso particolari eccezioni ai regolamenti esistenti.

Le piattaforme oggi operative funzionano come “joint account” regolate dal codice del commercio spagnolo. Le piattaforme che scelgono questa forma amministrativa possono essere considerate veicoli di finanziamento collettivo. Ci sono anche piattaforme che operano come intermediari finanziari, ma non agiscono sotto la vigilanza della CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) o della banca di Spagna, in quanto il regolatore non considera le piattaforme di equity crowdfunding come enti finanziari (anche se lo sono a tutti gli effetti). Le aspettative sono che entro l'anno il governo applichi la direttiva europea AIFMD (Alternative Investment Fund Managers) che potrebbe riguardare anche le piattaforme di equity crowdfunding e quindi renderebbe obbligatoria l'autorizzazione della CNMV per poter operare.

In conclusione, per una questione pratica, le piattaforme equity-based sono strutturate in modo tale da non essere regolate dalla CNMV o dalla Banca di Spagna. Tuttavia, per una questione di diritto, sembra che molte di queste dovrebbero, in quanto le attività che svolgono rientrano nel campo di applicazione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari per cui dovrebbero rispettare la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e quindi richiedere l'autorizzazione agli organi di vigilanza per poter operare.

Inghilterra

Il modello equity-based a livello normativo si basa sui regimi di regolamentazione dei servizi finanziari alle imprese e dei fondi di investimento. Entrambi i regolamenti si riferiscono a investitori istituzionali e quindi anche l'equity crowdfunding dovrebbe riferirsi ai soli investitori "sofisticati". Il 3 Ottobre 2013 è stato proposto un nuovo regolamento che rimarrà in discussione fino ad Aprile 2014 che introduce alcune modifiche e deroghe al regolamento vigente in modo da permettere lo sviluppo delle varie forme di crowdfunding. Alle piattaforme è consentito operare secondo le norme definite dal regolamento in discussione anche se questo ad oggi non risulta ancora approvato. Per quanto riguarda l'equity crowdfunding, le

piattaforme che secondo la legislazione vigente dovrebbero essere considerate intermediari finanziari, possono sfruttare le deroghe del regolamento in discussione. Proprio per questo in Inghilterra ci sono molte piattaforme attive che operano grazie a quanto appena detto. Le deroghe introdotte dal nuovo regolamento che permettono alle piattaforme di equity crowdfunding di operare in UK prevedono che:

Nel mercato aperto al pubblico indistinto le piattaforme possono promuovere i progetti e consentire il finanziamento a:

- investitori sofisticati, investitori con alto reddito, clienti retail che ricevono consigli di investimento regolamentati o di servizi di gestione degli investimenti oppure clienti retail che certificano che non investiranno più del 10% del loro portafoglio in azioni o titoli di debito non quotati (con portafoglio si intende patrimonio esclusa prima casa, la pensione e le assicurazioni sulla vita);
- per i clienti retail senza consulenza le piattaforme devono valutarne l'adeguatezza prima di consentirne l'accesso.

3.4 USA: Jobs Act

Il catalizzatore della diffusione del fenomeno negli Stati Uniti è stata la raccolta fondi avviata dal Presidente Barack Obama che per finanziare parte

della sua campagna elettorale alle elezioni del 2008, ha avviato una campagna mediatica online raccogliendo circa 137 milioni di dollari. A questa iniziativa ne sono seguite altre, tanto che per rilanciare l'economia danneggiata dalla crisi dei mutui subprime, il 5 aprile del 2012 viene approvato "Jumpstart Our Business Startups Act" o JOBS Act, sotto la presidenza dello stesso Barack Obama. Si può dunque affermare che l'approvazione del JOBS Act, rappresenta il primo intervento legislativo in materia di crowdfunding nel mondo, e rientra in un più ampio progetto di stimolo dell'economia americana, tramite l'agevolazione di start-up e piccole imprese nel reperimento di capitali evitando gli stringenti standard imposti dalla legislazione americana. L'atto in particolare aveva come obiettivo fondamentale quello di emendare il Securities Act. del 1933.⁵⁴

Prima della norma la diffusione dell'equity-based crowdfunding era rallentata dai vincoli imposti dalla disciplina dettata in materia di offerte al pubblico di prodotti finanziari. L'obiettivo del JOBS Act. era quello di rilanciare l'economia americana spingendo il finanziamento delle piccole e medie imprese. La legge è suddivisa in sette "titles" e contiene una serie di provvedimenti orientati a favorire la nascita e lo sviluppo delle start-up, permettendo loro di accedere a finanziamenti tramite vie alternative rispetto al

⁵⁴ Vedi A. Suich, "America's JOBS act still not working", in The Economist, 30 marzo 2013.

tradizionale canale del credito bancario.

Il Jobs Act ha cercato di rivitalizzare lo sviluppo economico ed imprenditoriale. In precedenza la possibilità di ricorrere all'Equity-Based crowdfunding era disponibile solamente per investitori accreditati.

Il Title II è rivolto a Investitori accreditati, quali:

- Redditi superiori a 200.000\$ o reddito familiare superiore a 300.000\$;
- Ricchezza personale superiore a 1 mln \$;
- Requisiti professionali.

Il Title III del JOBS Act, ribattezzato “Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act” o Crowdfund Act, è il cuore della normativa sul crowdfunding. Dal punto di vista della tecnica legislativa, il Crowdfund Act prevede nuove deroghe ed esenzioni per gli emittenti e per gli intermediari. Il Title III apporta modifiche alla Section 4 del Securities Act del 1933,⁵⁵ introducendo una nuova deroga per le offerte pubbliche di crowdfunding securities, ossia di strumenti finanziari finanziati tramite il crowdfunding, è rivolto in particolar modo agli investitori non accreditati, quali investitori retail.

La legge permette l'accesso alla raccolta di capitali anche alle società di limitate dimensioni, frazionati in piccole tranche offerte ad una folla di

⁵⁵ Vedi sito <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

sottoscrittori. La legislazione punta infatti a deregolamentare le rigorose e limitanti pratiche attraverso le quali le start-up sono solite finanziarsi, per agevolare la possibilità di ricevere più facilmente il denaro necessario a sviluppare i prodotti, servizi e tecnologie in maniera semplice e priva di vincoli restrittivi. Consentire il crowdfunding è proprio un modo per ovviare a questo problema. Le nuove norme infatti permetterebbero alle imprese di offrire agli investitori tante piccole quote di capitale sociale (anche da 100 dollari o meno) acquistabili via internet praticamente da chiunque. Nello specifico, le novità introdotte dal JOBS Act. esonerano gli emittenti di strumenti finanziari crowdfunded dai requisiti di registrazione presso la SEC (Security Exchange Commission⁵⁶, equivalente a stelle e strisce della CONSOB).

Attraverso un portale internet (Funding portal), talvolta gestito da un intermediario, registrato presso la Sec, la società interessata potrà raccogliere fino a un massimo di un milione di dollari annui nei confronti di soggetti che però avranno un limite massimo di investimento, rapportato al proprio reddito: 2 mila dollari o il 5 % se il reddito è inferiore ai 100 mila dollari annui o 10 % nel caso il reddito sia superiore a questa soglia. L'emittente dovrà fornire informazioni via via più intense man mano che ci si avvicina alla soglia

⁵⁶ vedi sito <http://www.investopedia.com/terms/s/sec.asp>

massima di un milione, e tramite il portale dovranno essere svolte tutta una serie di attività, anche educative, volte a rendere consapevole il (piccolo) investitore dei rischi che può correre.⁵⁷

Inoltre, ad ogni portale di crowdfunding e ad ogni crowdfunding broker è proibito: remunerare i promotori, o terzi per fornire all'intermediario stesso informazioni personali riguardanti gli investitori; consentire ai propri dirigenti, amministratori o soci di possedere un interesse economico in qualsiasi emittente che utilizzi i servizi di tale intermediario. Fra le altre cose, il JOBS Act impone ai broker ed ai funding portal obblighi informativi nei confronti degli investitori così da ridurre il rischio di frode, ed assicurare che gli stessi e gli emittenti soddisfino i requisiti di cui al Title III del JOBS Act.

Il JOBS Act, infine, ha solo definito le linee guida della nuova disciplina, lasciando alla SEC ampia discrezionalità nel determinare l'ambito di applicazione del JOBS Act e gli effetti dello stesso sugli emittenti e gli intermediari. All'autorità di vigilanza americana spetta quindi bilanciare due opposti interessi: reperibilità di capitale da immettere nel mercato delle start-up a fronte di asimmetrie informative a danno degli investitori.

Il 23 ottobre 2013, con un po' di ritardo, la SEC ha approvato all'unanimità l'avanzamento del disegno di legge sul crowdfunding e inoltre i commissari

⁵⁷ vedi sito <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crowdfunding>

SEC hanno spiegato che gli obiettivi principali di questa legge sono quelli di facilitare la raccolta di fondi on-line per le piccole imprese e fornire protezione dalle frodi per gli investitori. Il regolamento di attuazione del 23 ottobre 2013 prevede vari limiti:

- Limiti per l'offerta: l'offerta, comprese le offerte antecedenti ai 12 mesi dalla transazione non può eccedere 1 milione di dollari;
- Limiti per gli investitori non accreditati: per la loro tutela si sono fissati dei punti chiari al fine di contenere il rischio assunto nell'investimento in una start-up innovativa;
- Il crowdfunding deve essere fatto attraverso un broker-dealer registrato o tramite un "portale di finanziamenti" registrato e soggetto alle disposizioni della SEC e della SRO (Self-regulatory organization)⁵⁸. Gli intermediari non possono compensare promotori e non possono consentire ai loro funzionari o amministratori di prendere un interesse finanziario in qualsiasi emittente utilizzando i loro servizi. Ai portali di finanziamento è vietato: (i) offrire consulenza sugli investimenti, (ii) sollecitare le operazioni per i titoli offerti sul portale (sollecitare investimenti), o la compensazione dipendenti o agenti per farlo, e (iii) detenere fondi di investimento o titoli;

⁵⁸ vedi sito <http://www.businessdictionary.com/definition/self-regulatory-organization-SRO.html>

- Le aziende che raccolgono fondi da investitori non accreditati devono fornire un documento informativo che deve essere depositato presso la SEC almeno 21 giorni prima della prima vendita, ed è richiesta inoltre un'informativa finanziaria;
- Per quanto riguarda i collocamenti privati agli investitori accreditati a seguito della legge JOBS Act, il crowdfunding non consente la pubblicità, fatta eccezione unicamente a investitori diretti al funding portal e ai broker;
- Le relazioni annuali devono essere depositate presso la SEC da una società che completa un round crowdfunding. Gli emittenti devono fornire annualmente alla SEC e agli investitori, tramite gli intermediari, le informazioni richieste, quali: le relazioni annuali sui risultati delle attività della società e del bilancio per l'anno precedente.

La Securities and Exchange Commission, la Consob americana, alla luce del crescente successo di siti come Kickstarter, ha votato all'unanimità per introdurre per la prima volta una serie di norme per regolamentare la raccolta di capitali e la vendita da parte di società (spesso start-up o realtà molto piccole) di quote azionarie via Internet, appunto tramite specifici "marketplace", piattaforme digitali, basate sul crowdfunding. La SEC il 23 ottobre 2013 ha fatto un importante passo avanti nella disciplina del

crowdfunding, anche se al momento manca ancora un regolamento vero e proprio.

La Securities and Exchange Commission ha infatti votato una prima proposta, prima di entrare in vigore, le nuove regole saranno sottoposte a un periodo di discussione che in genere dura 90 giorni, ma che può essere anche più lungo. Nell'attesa del via libera definitivo, saranno messi a punto vari dettagli, per esempio chi debba monitorare che non siano superati i limiti di offerta e di investimento, quali siano le informazioni obbligatorie da dare al momento dell'acquisto, quali debbano essere le procedure che i "marketplace" dovranno seguire e in che modo sarà accertata e punita la presenza di progetti fraudolenti. "Vogliamo che questo mercato sia prospero", ha dichiarato il numero uno della Sec, Mary Jo White, ricordando che la presenza di regole precise ne garantirà la sicurezza.

Confronto USA – Italia

Volendo fare un confronto tra la normativa italiana e quella americana dobbiamo necessariamente prendere in considerazione come punti salienti:

- La raccolta massima: per gli USA/SEC si aggira intorno ad un milione di dollari, mentre per l'Italia/CONSOB è di circa cinque milioni di euro;

- Campo di applicazione: per gli USA qualunque azienda del territorio americano, per l'Italia solo start-up innovative;
- Limiti individuali: per gli USA fino a 5.000 \$ per redditi sotto i 100.000 \$ e 10% sopra, per l'Italia vi è una esenzione MiFID per varie soglie di investimento differenziate tra privati e aziende;
- Vincoli per chiudere la raccolta: per gli USA il 100% dell'importo sottoscritto senza alcun intervento nell'offerta di investitori professionali, per l'Italia il 100% di raccolta di cui almeno 5% da un investitore qualificato

La somma massima che è possibile raccogliere con questo sistema, in Italia è stata fissata dalla Consob in 5 milioni di euro nei dodici mesi; "sopra tale cifra si applicano le norme sui prospetti del Testo Unico della Finanza". Per quanto riguarda l'America la massima cifra raccogliibile tramite investitori non accreditati è fissata a 1 milione di dollari.⁵⁹

L'investimento in start-up è noto per essere ad alto rischio finanziario. Il regolamento della Consob punta quindi a tutelare gli investitori e stabilisce, tra le altre cose, che l'azienda che ricorre al crowdfunding sia accompagnata da un investitore professionale. Viene anche reso obbligatorio il prospetto informativo relativo all'investimento.

⁵⁹ vedi sito

http://www.consob.it/main/consob/comunicati_interventi/audizioni/audizioni.html?firstres=0&hits=81&views=1&search=1&resultmethod=newsxml&queryid=audizioni&maxres=500

Per i fattori tecnologici e culturali non ci si aspetta di certo che in Italia si possa avere il boom che ha caratterizzato e sta caratterizzando gli Stati Uniti. Tuttavia questa ventata d'innovazione che porta alla liberalizzazione dell'accesso al credito contribuirà senz'altro a portare l'Italia in una nuova era.

CAPITOLO 4

Le piattaforme di crowdfunding: casi di successo

Il meccanismo di crowdfunding prevede quindi la relazione tra il proponente di un progetto e i sostenitori del progetto stesso, con l'intermediazione tecnica di una piattaforma attraverso la quale vengono gestiti i flussi finanziari e di informazioni in piena trasparenza. La piattaforma è dunque il luogo virtuale di raccolta fondi che svolge per questo fenomeno il ruolo di intermediario.

La scelta per il creator di appoggiarsi ad una piattaforma, piuttosto che pubblicare il progetto su un sito personale è la più utilizzata, per una serie di motivi:

- Effetto marketplace: possibilità di trovare più opportunità in un unico luogo (virtuale) frequentato da utenti interessati a partecipare al crowdfunding come fenomeno.
- Specializzazione: la diversificazione tematica di molte piattaforme consente di scegliere con cura quella più giusta per il progetto, per mercato e pubblico di riferimento su cui offrire il proprio progetto. Non è una caratteristica funzionale a tutti i tipi di progetti, ne esistono alcuni generalisti e potenzialmente fruibili da un numero elevato di utenti, ma in molti casi aiutano a contestualizzare bene il progetto con il suo pubblico.

- Semplificazione burocratica: scegliendo di operare con una piattaforma, questa consente una gestione integrata di ogni esigenza, dall'hosting di tutti i contenuti sul web alle relative garanzie legali da prestare, dalla gestione dei pagamenti e dalle operazioni finanziarie alla comunicazione, dalla tracciatura di tutte le relazioni telematiche alla possibilità di interazione continua.
- Schematicità: avere un format definito in base al quale presentare il proprio progetto può sembrare una limitazione, eppure offre uno strumento studiato secondo logiche di mercato per comunicare e promuovere la propria idea nella maniera più efficace agli utenti. La piattaforma genera ricavi applicando commissioni percentuali sui fondi raccolti che di solito variano dal 2% al 25% in caso di esito positivo della raccolta, e a volte, anche in caso di insuccesso. Oltre alle commissioni alcuni siti possono pubblicare una quota fissa (spesso quasi simbolica per quanto esigua) nel momento in cui viene fatta richiesta di pubblicare un progetto sulla piattaforma. I metodi di pagamento e le commissioni dovute alle piattaforme (fee) possono avvenire attraverso vari sistemi: la soluzione più comune è quella riferita ai pagamenti tramite soggetti autorizzati ad operare come istituti di moneta

elettronica quali paypal, amazonpayments ecc; alcuni siti accettano anche i tradizionali bonifici bancari o il pagamento con carte di credito.

Il crowdfunding ha ampiamente superato, in meno di dieci anni dalla sua nascita, la prova per quanto riguarda: diffusione, adozione e potenzialità di crescita. Secondo un'analisi degli studi realizzati sul tema, sembrano aver giocato un ruolo decisivo per questo successo una serie di fattori come la crisi, l'evoluzione della rete, la diffusione delle piattaforme e il ruolo dei media e delle associazioni.

Nei paesi in via di sviluppo le piattaforme di crowdfunding sono portatrici di un altissimo potenziale, insito nella loro capacità di fornire risorse a chi in genere non avrebbe accesso al credito e offrendo forme di investimento nuove che genereranno ricchezza, innovazione e lavoro. A oggi le barriere principali che riscontrano questi paesi emergenti, stando a un report della Banca Mondiale sul tema, sono quella legislativa e quella culturale.

Gli Stati Uniti sono il primo paese al mondo per volumi raccolti e numero di campagne realizzate attraverso piattaforme di crowdfunding.

Tra il 2008 e il 2009 sono nate la californiana Indiegogo⁶⁰ e la newyorkese Kickstarter, entrambe leader nel panorama mondiale.

⁶⁰ “Che cos'è indiegogo? L'idea è sostanzialmente identica a quella di kickstarter: si chiedono fondi per “qualcosa”. Tuttavia qui il range di attività e idee per cui si può chiedere “una sovvenzione”, utilizzando un linguaggio un po' vintage, è molto più ampio.” Vedi sito <https://lafucinadiidee.wordpress.com/2012/07/06/indiegogo-com-sempre-piu-facile-ottenere-fondi/>

4.1 Kickstarter: la piattaforma più nota al mondo

Kickstarter (www.kickstarter.com) nasce nel 2009 come piattaforma rivolta al solo mercato americano. La sua missione è trovare nuovi modi per finanziare la creatività, basati su donazioni. Accoglie progetti di natura diversa: nuovi prodotti creativi oppure pre-vendite di prodotti. Le campagne, prima di essere pubblicate su Kickstarter devono ottenere l'approvazione da parte della piattaforma. Quest'ultima trattiene il 5% del totale delle risorse raccolte. Le campagne sono sempre in modalità all-or-nothing. La forza di questa piattaforma sta nella sua notorietà e nel bacino di persone che riesce a coinvolgere, unitamente al fatto di avere un focus legato a progetti creativi.

L'utilizzo della piattaforma è quello classico del crowdfunding: un soggetto pubblica la propria idea sul sito, solo dopo un'approvazione dai gestori questa idea diviene una vera e propria pagina e si trasforma in un progetto. Questa idea viene poi canalizzata in una delle 15 categorie del sito (arte, commedie, fumetti, danza, design, fashion e moda, cibo, film e video, giochi, giornalismo, musica, fotografia, tecnologia, teatro poesia e letteratura); Chiunque si iscriva può diventare sostenitore, di uno o più progetti, promettendo di finanziarli con una cifra minima di 1\$. E' possibile cambiare l'ammontare del finanziamento (pledge) in ogni momento prima della fine del progetto, e come già detto i soldi sono prelevati da Kickstarter esclusivamente se il progetto raggiunge il

goal prefissato. In base al valore del “pledge” si accede in caso di successo del progetto a specifici “premi” (solitamente l’oggetto del progetto a un prezzo conveniente).

E’ possibile che un progetto raccolga molti più soldi del necessario. In questo caso fa parte dello “spirito” di kickstarter (ma non ci sono obblighi precisi in merito) condividere con i backers i vantaggi dell’economia di scala derivante, offrendo dei “rewards” aggiuntivi in base all’ammontare dei fondi raccolti. Spesso ad esempio i backers di un gioco da tavolo ricevono (talora anche in base al “pledge” effettuato) contenuti extra gratuiti.

4.2 Starteed: una tra le principali realtà italiane

Nata nel 2011 e lanciata a Settembre 2012 da un’idea di Claudio Bedino e Valerio Fissore, Starteed offre un servizio completo a chiunque abbia un’idea, integrando la campagna di crowdfunding con la fase finale di vendita.⁶¹ La raccolta di fondi per i progetti e le idee si integra con la co-creazione. Una formula che mescola quindi sia il crowdfunding che il crowdsourcing.

Non la solita piattaforma di crowdfunding quindi, l’ingrediente in più di starteed si chiama “condivisione sulle reti sociali”. Si tratta sostanzialmente di una piattaforma reward-based la cui novità ruota intorno alla figura

⁶¹ vedi sito <http://www.starteed.com>

dell'influencer, termine ultimamente molto in voga, che in questo caso assume un significato specifico.

Soffermandomi sul panorama italiano e ritrovando in starteed una delle principali piattaforme esistenti ho ritenuto utile far spiegare allo stesso CEO di Starteed, Claudio Bedino, il funzionamento e i punti salienti che hanno reso tale piattaforma vincente.⁶²

“Su alcune tipologie di prodotti – spiega Claudio Bedino – è possibile, per chi ha già deciso di contribuire finanziariamente al progetto, effettuare una serie di azioni quali condividere l’iniziativa sui social network, convincere gli amici di Facebook o Twitter a donare anche loro qualcosa, dare consigli e suggerimenti su come migliorare o sviluppare l’idea, rispondere a sondaggi relativi al prodotto. Noi – continua il founder – siamo in grado di tracciare l’insieme delle azioni eseguite dagli influencer e di attribuire a ciascuno di loro una valutazione. Per l’influencer è previsto un reward pari in termini assoluti al 10% del prezzo di vendita del singolo prodotto”. Esempio: se i gestori della piattaforma valutano che l’influencer abbia contribuito per il 50% alla diffusione e al miglioramento del prodotto, gli verrà corrisposto il 10% del 50%.

“L’obiettivo – ci spiega Bedino – è di proporre idee e dividere i profitti,

⁶² vedi sito <http://www.wcap.tim.it/it/2014/09/starteed-per-fare-un-albero-ci-vuole-un-seme>

seguendo la falsariga del portale americano Quircky.com, che unisce il social product development al cosiddetto co-working, ovvero a una interazione che dia visibilità e credibilità ai progetti stessi. Un altro valore aggiunto di Starteed è l'e-commerce: oltre a raccogliere fondi, offriamo lo strumento della piattaforma anche per la commercializzazione”.

Praticamente, basta avere un'idea: se è interessante, i soldi li mettono i fans (di solito bastano poche decine di euro, se si è in tanti), e al resto ci pensa Starteed. Molto più semplice (e veloce: 42 giorni in media per finanziare il prodotto) che creare una startup in Italia.

Una comune perplessità in tema di Crowdfunding consiste nell'averne un feedback costante sui progetti e soprattutto sul modo in cui i fondi vengono effettivamente spesi. Bedino ha spiegato che è possibile controllare su Starteed questi elementi mediante un meccanismo di una campagna che si articola in due modalità:

- Impostazione della sola scadenza temporale: in questo caso i fondi ricevuti, indipendentemente dall'ammontare complessivo, vengono inviati direttamente al beneficiario.
- All or nothing: qui oltre al limite temporale, l'assegnazione dei fondi è subordinata al raggiungimento dell'importo minimo dichiarato per rendere possibile la realizzazione dell'idea. In caso contrario non verrà inviato al

beneficiario alcuna forma di finanziamento e non vi sarà alcuna transazione sui conti dei sostenitori/donatori. Questo sistema di funzionamento è garantito dalla piattaforma Paypal utilizzata per le transazioni, che permette un pre-addebito che sarà validato solo al momento del raggiungimento dell'obiettivo economico.

Le garanzie sull'utilizzo sono comprovate dai beneficiari a cui il team di Starteed chiede di fornire feedback⁶³ sui progetti realizzati in forma di documentazione fotografica, cartacea, o breve rendicontazione. Nel caso dei progetti "social" non si possono esigere ulteriori controlli.

Invece, per quanto riguarda i progetti pre-buy ed equity based, ovvero dove è previsto un ritorno concreto agli investitori, Starteed sarà garante per gli importi versati qualora il progetto non dovesse essere sviluppato secondo i termini indicati. Se un beneficiario viene scoperto a fare un cattivo utilizzo dei fondi ricevuti deve restituirli e sarà cura di Starteed la restituzione a tutti i sostenitori che hanno effettuato la donazione.

Dal 2013 Starteed offre inoltre soluzioni tecnologiche per crowdfunding do-it-yourself e per la creazione di piattaforme reward ed equity.

⁶³Il significato letterale della traduzione dal termine inglese è retroazione, l'effetto di un atto, di un comportamento, su colui che l'ha provocato. Nel marketing e quindi nelle strategie aziendali di comunicazione attuare un feedback significa più propriamente verificare e controllare i risultati ottenuti in seguito a scelte e strategie specifiche. La parola è molto usata anche nel linguaggio comune spesso al posto del concetto espresso in italiano dalle parole "risposta a uno stimolo".

4.3 Fondazione e promozione della ICN (Italian Crowdfunding Network): la prima associazione nazionale per il crowdfunding in Italia

La Italian Crowdfunding Network⁶⁴ è una associazione indipendente senza scopo di lucro che si adopera per consentire un corretto sviluppo del crowdfunding in Italia, promuovendo la Cultura sul fenomeno e il Networking fra i professionisti del settore, favorendo così Innovazione, competitività e sostenibilità del mercato.

La ICN nasce con lo scopo di favorire l'innovazione attraverso una vera e propria mappatura del crowdfunding, supportando lo sviluppo della regolamentazione nella legislazione italiana soprattutto, rappresentando gli interessi delle piattaforme esistenti e dei loro utilizzatori consentendo un collegamento e una collaborazione non solo tra le piattaforme stesse ma anche tra queste e le organizzazioni e istituzioni di settore. Si tratta di una vera e propria associazione di categoria che si propone inoltre di promuovere la diffusione e una corretta conoscenza del crowdfunding in tutte le sue forme e modelli. Una promozione basata sulla ricerca e lo studio di sempre nuove opportunità, favorendo una maggiore conoscenza non soltanto del fenomeno

⁶⁴ Vedi sito <http://italiancrowdfunding.tumblr.com>

ma anche e soprattutto degli aspetti legali e fiscali collegati a questo. Si avvale della collaborazione di molti crowdfunders, i quali a loro volta si avvalgono di rassegne stampa, comunicati aziendali e anche televisivi al fine di rendere conosciuto il fenomeno crowdfunding.

Altro importante lavoro svolto dalla ICN è l'aggiornamento semestrale delle piattaforme attive o in via di sviluppo, un lavoro che consente di avere maggiore coscienza dell'attuale situazione italiana riferita al fenomeno crowdfunding. Gli ultimi dati pubblicati confermano la veloce crescita del mercato del crowdfunding in Italia. Il numero di piattaforme continua a salire senza sosta, a fronte di un capitale totale raccolto che - in comparazione - cresce molto più lentamente, arrivando a raggiungere i 30 milioni di Euro. Dalle 41 piattaforme contate lo scorso novembre, siamo passati a 54 in soli sei mesi. Sei delle piattaforme incluse nel conteggio scorso sono ora inattive o hanno chiuso l'attività, pertanto sono oltre 15 le piattaforme nate o lanciate nell'ultimo semestre.⁶⁵ Tra i 54 portali rilevati, 41 sono attivi, mentre i restanti sono in via di lancio. Si tratta, in prevalenza, di portali di equity-based crowdfunding, ovvia conseguenza del relativo regolamento Consob entrato in vigore.

⁶⁵ vedi sito <http://www.slideshare.net/italiancrowdfunding/2014-analisi-delle-piattaforme-italiane-di-crowdfunding-castrataropais>

Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme studiate dalla ICN è pari a poco più di 30 milioni di euro, con una crescita di 7 milioni rispetto alla rilevazione di ottobre 2013, a cui concorrono in misura predominante le piattaforme lending-based.

Conclusioni

Ciò che è emerso nell'elaborato nel complesso è che da un lato i modelli donation, reward e lending sono quelli che hanno riscontrato il maggior successo, dall'altro lato l'equity based crowdfunding sta conoscendo una rapida ed intensa crescita perché è visto come lo strumento che meglio si presta alle esigenze di funding delle imprese, soprattutto delle start-up.

L'equity crowdfunding nasce quindi in un momento in cui il fenomeno del crowdfunding in generale sembra diffondersi rapidamente in tutto il mondo come soluzione ai problemi di finanziamento riscontrati dalle varie realtà aziendali. Questo nuovo modello di finanziamento consente alle start-up innovative di rivolgersi ad un vasto numero di investitori sfruttando il potente canale di internet e offrendo loro partecipazioni che attribuiscono diritti patrimoniali e amministrativi.

La Consob, su delega del legislatore, si è preoccupata di disciplinare gli aspetti più salienti e delicati della materia e ha in tal senso steso una Regolamentazione ad hoc a cui fare riferimento, lasciando poca libertà ai singoli operatori. L'equity crowdfunding sfrutta apposite piattaforme online direttamente autorizzate dall'autorità di controllo e vigilanza. L'offerta di quote o azioni rappresentative del capitale sociale viene proposta su tali

piattaforme dalla società emittente e può essere consultata da tutti i potenziali investitori, consentendo anche al piccolo investitore di contribuire con somme piuttosto contenute al finanziamento. Si tratta di un modo rapido e non eccessivamente oneroso per l'emittente di reperire capitali di rischio. Presentando il proprio progetto imprenditoriale online, infatti, l'emittente riesce a rivolgersi ad una vasta platea di potenziali investitori e allo stesso tempo evita di sostenere costi eccessivi, poiché solo nel caso in cui l'impresa riesca a raggiungere la somma target su quest'ultima verrà trattenuta una percentuale a titolo di commissioni da parte del gestore sul cui portale è stata effettuata l'offerta.

Se ne deduce che questa nuova forma di finanziamento può rappresentare una buona soluzione ai problemi di mancanza di risorse; tuttavia riveste un ruolo secondario in quanto non consente di raccogliere ingenti somme di denaro. I gestori di portali, ad esempio, prevedono espressamente delle somme soglia che non possono essere superate anche nel caso in cui il progetto imprenditoriale riscontri un successo tale da attrarre un gran numero di investitori.

Anche per quel che riguarda la situazione delle start-up innovative, possiamo ben dire che risulta ancora piuttosto complessa. Queste imprese si impegnano infatti a fornire alla Camera di Commercio con frequenza semestrale

aggiornamenti circa l'attività svolta; si tratta di informazioni che sono tenute a dichiarare entro cento giorni dalla chiusura di ogni bilancio, al fine di dimostrare di essere ancora in possesso dei requisiti previsti dall'art. 25 del D.L. 179/2012. Ad essere articolato è anche il processo di sottoscrizione delle azioni/quote che segue le disposizioni Mifid. Per esempio, per poter sottoscrivere i titoli l'investitore deve aprire un conto corrente presso la banca convenzionata con il gestore che andrà a perfezionare gli ordini di sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti tramite il portale. Si tratta di una disposizione che spesso scoraggia i piccoli investitori che, intenzionati ad investire somme piuttosto contenute, sono costretti ad aprire un conto corrente e sostenere i relativi oneri. Il ruolo delle banche rimane dunque ancora piuttosto cruciale in quanto senza un loro intervento l'operazione non può essere portata a termine. Inoltre, i rischi sostenuti dagli investitori sono piuttosto elevati a causa della natura del finanziamento e delle modalità con cui è disciplinato. Particolarmente avvertito è il rischio di illiquidità a causa della mancanza di un mercato organizzato e di quello secondario.

L'impossibilità di svendere il proprio titolo in tempi rapidi e traendo vantaggi dal punto di vista economico può rappresentare un deterrente per l'investimento. Accanto al rischio di illiquidità si risente particolarmente il rischio di frode. Ciò che può creare delle problematiche è inoltre la mancanza

di una disciplina relativa a ciò che accade dopo la fase di raccolta delle risorse. Arrivate a questo punto le start-up innovative si trovano a dover gestire una governance piuttosto articolata. Il gestore può offrire la sua assistenza e l'appoggio tuttavia la presenza di una regolamentazione a riguardo renderebbe l'intera operazione di gestione più semplice.

In quest'ottica la disciplina dell'equity crowdfunding appare eccessivamente articolata e complessa tanto da rallentare notevolmente processi di per sé semplificabili. Poiché l'Italia è il primo paese ad aver introdotto norme ad hoc relative alle start-up innovative e alla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, il legislatore italiano non ha potuto fare riferimento alle discipline di altri paesi. Considerata inoltre l'alta innovatività che è stata introdotta e il notevole rischio dell'operazione in questione, la disciplina è stata studiata al fine di tutelare al massimo l'investitore retail e limitare truffe e frodi.

In conclusione possiamo dire che il crowdfunding ,e tutto ciò che comprende, può essere ben considerato metodo alternativo di credito online; ma come tale reca con sé numerosi problemi gestionali e normativi che nonostante l'impegno profuso dal legislatore italiano sembrano non essere risolti.

Dallo studio effettuato è emerso infatti che il problema principale in Italia è dato soprattutto dalla poca conoscenza dello “Strumento crowdfunding”,

questa mancanza di cultura porta una diffidenza verso il fenomeno che insieme ad una scarsa diffusione degli strumenti digitali, in particolar modo strumenti per i pagamenti online e una scarsa propensione alla donazione, amplifica le problematiche nello sviluppo del crowdfunding.

Emerge quindi, prima di tutto, la necessità di fare “educazione” verso il fenomeno attraverso l’organizzazione di incontri ed eventi pubblici attraverso i quali promuovere la cultura del crowdfunding, impegnandosi a specificare quali rischi e quali obiettivi si possano raggiungere attraverso l’utilizzo di tali nuovi canali finanziari.

Bibliografia

ADVANCE Intelligenza Finanziaria per l'impresa (a cura di), Opportunità e rischi di una start-up, M. Avanzo Barbieri, IPSOA, 2001.

AHLERS G., CUMMING D., GÜNTHER C.,SCHWEIZER D., Signaling in Equity Crowdfunding, working paper, 2012, (disponibile nel sito papers.ssm.com).

BIGNAMI M., "Start-up innovative: le deroghe alla disciplina delle s.r.l.", in il Sole 24 Ore, 2013.

BILANCIA P., RIVOLTA C.M., (a cura di), Tutela del risparmio, authorities, governo societario, C.B. Bedogni, Giuffrè, 2008.

BRACCHI G., GERVASONI A., L'importanza del capitale di rischio per lo sviluppo del sistema economico, G.Bracchi e A. Gervasoni, Egea, Milano, 2006.

IVANA PAIS, PAOLA PERETTI, CCHIARA SPINELLI(2014).

Crowdfunding: La via collaborativa all'imprenditorialità

Documento di consultazione della CONSOB. Regolamento del 29 marzo 2013 in materia di "raccolta di capitali di rischio da parte di startup innovative tramite portali online"

UMBERTO PIATTELLI (2013). Il Crowdfunding in Italia. Una

regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?

VASSALLO W. (2014). Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi.

CAPIZZI V., GIOVANNINI R., (a cura di), Business Angels e Informal Venture Capital in Italia P. Anselmo, Bancaria, 2009.

CHAPMAN R. J., Simple tools and techniques for enterprise risk management, Wiley Finance, 2011.

FORESTIERI G., LAZZARI V. (a cura di), Stabilità e innovazione nel rapporto tra sistema finanziario e imprese, G. Forestieri, V. Lazzari, Bancaria, Roma, 2001.

IORI M., S.r.l. semplificata e a capitale ridotto, il Sole 24 ore, Milano, 2012.

LEO G., “Per le start-up innovative arriva il work for equity”, in Quotidiano del fisco, 2014.

MIRRA V., Equity crowdfunding: la guida pratica, Filodiritto, Bologna, 2014.

PANZANI L. (a cura di), Composizione delle crisi da sovraindebitamento, L.Panzani, UTET giuridica, Torino, 2012.

RUSCONI G., “GlassUp: nuova campagna di crowdfunding su Seeders per battere sul tempo Google”, in Il Sole 24 ore, 2014.

SUICH A., “America’s JOBS act still not working”, in The Economist, 2013.

Sitografia

<http://www.crowdfundinginitaly.com/>

<http://www.ilsole24ore.com/>

www.microfinanza-italia.org

www.crowdsurchingnetwork.it

<http://www.agoravox.it/>

<http://www.crowdfuture.net/>

www.europa.eu

www.sec.gov

www.agenziaentrate.gov.it

www.eticanews.it

www.slideshare.net

<http://www.agoravox.it/>

<http://www.italiancrowdfunding.org/>

<http://www.ideaginger.it/>

www.kiva.com

<https://www.smartika.it>

www.kickstarter.com

www.indiegogo.com

www.becrowdy.com

www.bookabook.it

www.eppela.com

www.com-unity.it

www.fidalo.eu

www.finanziamentiilfuturo.it

www.terzovalore.com

www.assitecacrowd.com

www.crowdfundme.it

www.fundera.it

www.muumlab.com

www.opsidea.it

www.smarthub.eu

www.starsup.it

www.crowdfunding-italia.com

www.derev.com

www.donordone.eu

www.funditaly.it

www.produzionidalbasso.com

www.starteed.com

Ringraziamenti

Questa tesi è la conclusione di un percorso non privo di ostacoli che ho cominciato cinque anni fa. Un percorso del quale sono fiera e che ho portato a termine grazie all'aiuto e al sostegno di parecchie persone che ho il dovere di ringraziare.

Ringrazio il Professor Caridi, che con pazienza mi ha dato le direttive senza le quali non avrei completato il lavoro svolto.

Il più importante ringraziamento va ai miei genitori, che mi hanno sempre sostenuta e appoggiata in ogni scelta, in ogni momento bello e anche in quelli brutti. Grazie a loro non mi sono mai arresa, ho imparato il valore del tempo e del lavoro. Sono la mia roccia, e questo traguardo è tanto mio quanto loro.

Un grazie speciale va anche a mia sorella che mi ha sopportata e aiutata sempre, in ogni momento.

Un ringraziamento speciale va ai miei nonni, ai miei zii, ai miei cugini. La famiglia migliore che io potessi desiderare.

Un grazie di vero cuore a Luciana, una tra le donne più forti, caparbie e intelligenti che abbia mai conosciuto.

Un grazie enorme e speciale alla mia migliore amica Antonietta, la mia sorella acquisita che mi conosce da sempre e sempre mi è stata vicina.

Grazie a Vincenzo che con calma e pazienza ha sopportato i miei scleri e mi ha dato la forza per non mollare mai; grazie alla sua famiglia che mi ha accolta e amata da subito.

Grazie ad Ilaria, una coinquilina speciale con cui ho condiviso momenti divertenti durante i periodi migliori e peggiori.

Grazie a Gus, che in questo percorso è stato il mio amico fidato, un amico che mi ha protetta e motivata.

Grazie a tutti i miei amici; grazie a Caty, Serena, Ema, Irene. Grazie a loro che mi sono stati accanto.

Grazie a mio zio, il mio secondo papà che non è qui, ma è come se ci fosse.

Un ultimo ringraziamento, ma non per importanza, va a mio nonno; è a lui che è dedicata questa tesi, è a lui che è dedicato tutto, è a lui che dedico ogni mia vittoria, perché lui è il mio mentore, il modello al quale vorrei somigliare, la persona che spero di diventare. Grazie nonno, perché pur non essendo presente ti ho sentito sempre vicino.

Grazie infinitamente a tutte le persone che hanno creduto in me.