



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Controllo di Gestione Avanzato

*Equity crowdfunding e nuove forme di
finanziamento alle imprese*

RELATORE

Chiar.mo Professore
Fabrizio Di Lazzaro

CANDIDATO

Gian Marco Coletta
Matr. 673541

CORRELATORE

Prof. Cristiano Busco

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

*Dedicato a voi,
la mia mamma e la mia nonna, guide e maestre,
dedicato a voi le persone più importanti al mondo.*

INDICE

Introduzione	4
Capitolo I- Fasi di sviluppo dell'impresa: Dall'idea al fabbisogno finanziario	6
1.1 Premessa	6
1.2 L'attività imprenditoriale: Cenni	7
1.3 Evoluzione aziendale e problematiche valutative di un nuovo business.....	11
1.4 Le start-up	13
1.5 Il fabbisogno finanziario delle start up.....	17
1.6 I canali di finanziamento delle start up: capitale di rischio.....	18
1.7 Il Private Equity	21
1.8 Bootstrapping e Love capital.....	23
1.9 Gli Incubatori e percorsi di accelerazione	27
1.10 Venture Capitalist e Business Angel.....	32
Capitolo II - IL CROWDFUNDING COME ALTERNATIVA AI CLASSICI METODI DI FINANZIAMENTO: L'EQUITY CROWDFUNDING	35
2.1 Il crowdfunding.....	35
2.2. I modelli del crowdfunding e il loro utilizzo	39
b) Modello "Take-it-all"	43
2.3. Il Crowdfunding in Italia	45
2.4. Equity Crowdfunding.....	48
2.5. Le Startup innovative	50
2.6. Le start-up e l'equity crowdfunding	56
2.7. La disciplina del conflitto di interessi	60
2.8. Le garanzie dell'investitore	62
2.9. I volumi dell'equity crowdfunding in Italia e nel Mondo	65
Capitolo III - Creazione di valore e valutazione del rischio nelle start-up.....	69
Premessa	69
3.1. Il concetto di rischio e incertezza	69
3.2. Il rischio e la creazione del valore	71
3.3. Rischio e volatilità.....	77

3.4.	Business Model e Business Plan	79
3.5.	Il ruolo del business plan nell' equity crowdfunding	86
3.6.	Modello del dcf	88
3.7.	Il metodo apv	92
3.8.	Valutazione rischio e crowdfunding	93
CAPITOLO IV - IL CASO DIAMAN TECH: LA PRIMA START UP IN ITALIA AD EFFETTUARE UN'OPERAZIONE DI EQUITY CROWDFUNDING.....		
		96
4.1.	Introduzione	96
4.2.	IL CASO DIAMANTECH.....	96
4.3.	Conclusioni	103
BIBLIOGRAFIA.....		106
SITOGRAFIA		109

Introduzione

Il presente elaborato ha ad oggetto l'analisi e la valutazione di forme di finanziamento alternative a quelle tradizionali che si sono rapidamente diffuse nell'ultimo decennio. La recente crisi finanziaria, che ha colpito l'economia internazionale ed il nostro Paese, ha fatto venir meno la fiducia degli investitori nelle istituzioni creditizie tradizionali favorendo la nascita di nuovi strumenti di finanziamento più vicini alle istanze popolari. In particolare, il nostro Paese si è mostrato particolarmente attento alla problematica delle nuove forme di finanziamento, tanto che il Governo ha predisposto nel corso degli anni una serie di misure volte a sostenere le nuove iniziative imprenditoriali regolamentando strumenti sconosciuti sino a vent'anni fa quali il crowdfunding e l'equity crowdfunding.

Quest'ultimo rappresenta l'argomento principale del lavoro ed è stato per la prima volta disciplinato in Italia con Regolamento Consob sulla "*raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*" e adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013. Tale regolamento rappresenta al momento l'unica legislazione vigente in materia di equity crowdfunding. Con tale normativa, alla cui base si pone il "*Decreto crescita bis*", il Governo si prefigge l'obiettivo di fornire uno stimolo alla crescita economica del nostro Paese.

L'equity crowdfunding fa sì che il canale di internet si sostituisca, ai fini del reperimento dei mezzi finanziari, ai tradizionali canali bancari, attraverso regole e modalità di finanziamento che siano in grado di sfruttare le potenzialità della nuova tecnologia WEB 2.0.

Ad oggi sebbene l'equity crowdfunding risulti ancora poco diffuso, ha già attirato su di sé l'attenzione di numerosi legislatori nazionali che vedono in tale strumento la possibilità di creazione di un grande valore economico per l'intero sistema. L'equity crowdfunding permette infatti il finanziamento di progetti che nel sistema tradizionale

non verrebbero finanziati in quanto non riuscirebbero a superare la valutazione di merito creditizio degli istituti di bancari.

Nella prima parte del presente lavoro si tratterà il tema delle start-up, definendone i tratti salienti ed analizzandone il percorso che dalla nascita della business idea le porta al reperimento di fonti di finanziamento. Si passerà a breve rassegna forme di finanziamento tipiche della fase *Early-stage* quali: Venture Capital, Business Angel, Bootstrapping, Love Capital, Incubatori e percorsi di accelerazione. Nel secondo capitolo si entrerà nel vivo dell'argomento introducendo il concetto di crowdfunding, la sua evoluzione nel tempo, i modelli che lo contraddistinguono, per poi focalizzare l'attenzione sul modello equity-based. Il terzo capitolo tratterà invece delle problematiche relative alla creazione del valore e alla valutazione del rischio nelle start-up evidenziando l'importanza del business plan. Infine nel capitolo quarto sarà presentato il caso Diamantech, start up innovativa operante nel fintech finanziario, prima società ad effettuare un'operazione di equity crowdfunding nel nostro Paese.

Capitolo I- Fasi di sviluppo dell'impresa: Dall'idea al fabbisogno finanziario

1.1 Premessa

Intraprendere una nuova attività imprenditoriale è una scelta complessa, stimolante e spesso in grado di influenzare molti aspetti della vita di più persone. La scelta in questione presenta un'alea consistente in quanto può portare al successo o al fallimento, in un arco temporale non sempre ben definibile, e pertanto è necessario effettuare un insieme di valutazioni e di decisioni inerenti il concepimento iniziale dell'iniziativa stessa. Infatti, è nel momento stesso e nella modalità con cui si iniziano a valutare la realizzazione di un'iniziativa imprenditoriale e la concatenazione delle attività per la sua messa in opera, che si pongono le premesse per un futuro di successo¹. È necessario dunque pianificare approfonditamente l'intera struttura e l'elaborazione del percorso logico incaricato di supportare tutte le azioni che precederanno ed accompagneranno l'esordio dell'impresa sul mercato: ciò significa predisporre una strategia chiara ed organica di start-up che evidenzii, attraverso un modello quanto più simile alla realtà, quelle che sono le opportunità, i vincoli, le idee, i programmi ed i rischi giudicati critici per l'avvio e lo sviluppo del nuovo business. Tuttavia l'intero processo decisionale non è basato esclusivamente sulla "razionalità" di un percorso logico che porta necessariamente al successo, ma è intessuto di scelte che variano in relazione ad una particolare situazione, al cambiamento tecnologico, alle differenti aspettative dei consumatori ed altre serie di assunzioni che non sono provate.

¹ *Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (2016), Start up innovative e nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding, disponibile su <http://www.knos.it/Editoriale/dettaglio.aspx?id=11519>*

1.2 L'attività imprenditoriale: Cenni

L'imprenditorialità rappresenta un tema che ancora oggi non ha una definizione univoca e condivisa, nonostante le sue origini letterarie risalgano ai primi anni del 400 a.c.². È un concetto che non può essere assoggettato a nessuna disciplina accademica consolidata né tantomeno alla semplice attività che implica la scoperta, la valutazione e lo sfruttamento di opportunità di introduzione di nuovi beni e servizi, processi, materiali e modelli di business.

Il fenomeno imprenditoriale può essere inteso come uno stato mentale. Così come presentato nel Libro Verde sull'Imprenditorialità in Europa, si tratta della *“motivazione e della capacità del singolo, da solo o nell'ambito di un'organizzazione, di riconoscere un'occasione e di trarne profitto al fine di produrre nuovo valore o il successo economico. Creatività o l'innovazione sono necessarie per entrare in un mercato esistente rimanendo competitivi, per cambiarlo o persino crearne uno nuovo. Per trasformare in successo un'iniziativa imprenditoriale è necessaria la capacità di combinare creatività o innovazione con una sana gestione e di saper adattare un'impresa per ottimizzarne lo sviluppo in tutte le fasi del suo ciclo di vita. È un processo che va ben oltre la gestione quotidiana e riguarda le ambizioni e la strategia di un'impresa”*.³

Il coinvolgimento soggettivo di una o più persone, dunque, diventa una caratteristica fondamentale dell'intraprendere un'iniziativa imprenditoriale e coloro che seguono tale percorso sono comunemente identificati come imprenditori. Attualmente il nostro ordinamento giuridico disciplina nell'articolo 2082 del Codice Civile, la figura dell'imprenditore come *[...] colui che esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi*.

Emerge chiaramente dalla presente, come la figura imprenditoriale sia strettamente correlata con quella di carattere oggettivo di impresa e/o azienda qualunque ne sia la forma giuridica o il settore di appartenenza. Secondo un'indagine del Global

² Si pensi che le prime testimonianze di imprenditorialità sono rinvenibili nell'Economico scritto da Senofonte nel 400 a.C.

³ Commissione delle Comunità europee, Libro Verde sull'imprenditorialità in Europa (Bruxelles, 21/1/2003 Documento compilato sulla base di COM (2003) 27 final, doc. pdf, pag 6-7.

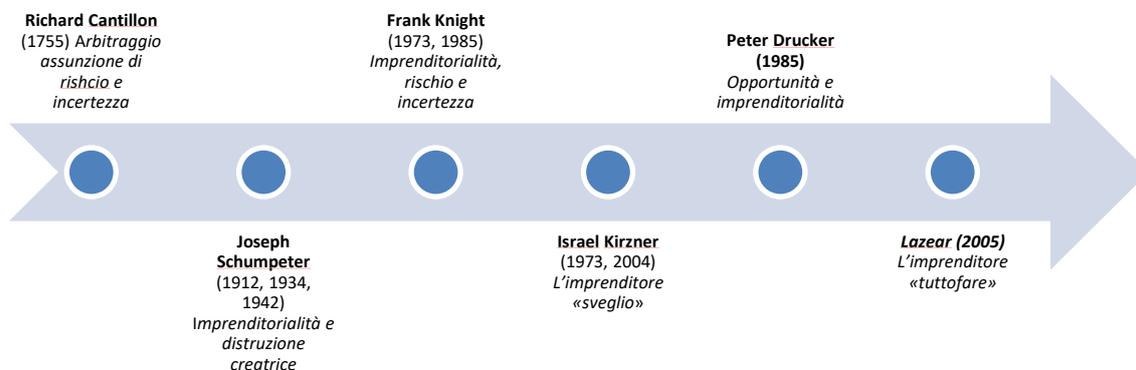
Entrepreneurship Monitor (GEM), ente tra i più accreditati in materia di imprenditorialità, “*il 7% dei nuovi imprenditori dà origine ad una nuova, significativa nicchia di mercato o ad un nuovo settore economico in caso di successo dell'impresa, mentre il 70% delle nuove imprese fornisce prodotti o servizi in mercati esistenti nei quali la concorrenza è già considerevole e la tecnologia critica è disponibile da più di un anno.*”⁴

La figura dell'imprenditore, nella concezione comune e nell'ambito della definizione economica, ha senz'altro generato uno dei più accesi ed intriganti dibattiti in merito alla propria natura, tanto in termini qualitativi quanto di applicazione pratica. Recentemente, la stessa Commissione Europea (2008) ha preso posizione rispetto alla caratteristica dell'imprenditorialità, definendola come “*la capacità di un individuo di trasformare idee in azioni*”. Tale formulazione implicitamente ricomprende al suo interno le doti di creatività, innovazione, assunzione del rischio di fallimento, pianificazione e gestione degli obiettivi prefissati.

Fin dal XVIII sec. la letteratura economica riconosce l'importanza del fenomeno e ci offre un quadro abbastanza completo sulle diverse teorie imprenditoriali. La letteratura sul tema è molto ampia, volendo tracciare una linea del tempo immaginaria potremmo iniziare con le teorie di metà '700 di Richard Cantillon (1775), proseguire con quelle del '900 di Joseph Schumpeter (1912, 1934, 1942), per arrivare poi alle più recenti teorie degli anni 2000 di Lazear (2005). Nel grafico sottostante si riportano le principali teorie imprenditoriali seguendo un ordine cronologico; non essendo l'imprenditorialità il tema principale di questo elaborato ci soffermeremo maggiormente su quelle ritenute più utili ai fini del presente lavoro.

⁴ Tradotto da *Global Entrepreneurship Monitor (GEM) 2002 Summary Report (Relazione di sintesi 2002 del GEM, controllo globale dell'imprenditorialità)*, Reynolds, Bygrave, Autio e Hay.

Figura 1: Teorie imprenditoriali in ordine cronologico



Fonte: elaborazione personale

Hébert e Link (1989) nel loro paper intitolato “*In search of the meaning of entrepreneurship*” suggeriscono di dividere le teorie sull'imprenditorialità in due grandi gruppi: il primo comprendente le così dette teorie statiche, in cui l'imprenditore viene visto come una figura passiva, le cui azioni altro non sono che semplici ripetizioni di procedure passate o di tecniche già imparate e messe in pratica.

Queste teorie definiscono l'imprenditore come colui che fornisce il capitale, oppure lo identificano come il direttore aziendale, il proprietario o colui che impiega i fattori di produzione.

Il secondo gruppo è invece quello delle teorie dinamiche, in cui l'imprenditore riveste un ruolo di maggiore importanza ed è la forza trainante del cambiamento strutturale. Definizioni attribuibili a questo filone vedono il soggetto alla guida dell'impresa come colui che si fa carico del rischio derivante dall'incertezza dell'attività economica e prende le decisioni. Egli è un innovatore, un coordinatore delle risorse economiche, nonché responsabile dell'allocazione delle stesse tra diversi possibili utilizzi⁵.

⁵ Tradotto da Hébert R.F., Link A.N. (1989) - *In Search of the Meaning of Entrepreneurship*, Small Business Economics, pag 39-49.

La scuola di pensiero che mette in risalto la centralità della figura imprenditoriale, secondo gli studi di G.Berta (2004), è quella continentale cui fanno parte diversi studiosi ed economisti francesi ed italiani. Uno dei primi a definire la figura di *undertaker*, anziché di *entrepreneur* fu Richard Chantillon (1697-1734)⁶ che più precisamente ha evidenziato il ruolo dell'imprenditore come arbitraggista o speculatore che conduce le attività di scambio e ne assume il rischio come conseguenza dell'acquistare a prezzi certi e rivendere a prezzi incerti. Secondo l'autore chiunque percepisca un reddito incerto può essere considerato un imprenditore, identificandone quindi la figura con quella di uno specialista nell'assunzione dei rischi esposto alle fluttuazioni dei prezzi nei mercati di consumo. Tale impostazione si concentra poi su alcune caratteristiche salienti rinvenibili negli imprenditori quali autostima, lungimiranza, perspicacia e carattere avventuroso. L'economista americano Frank H. Knight (1873-1955) nel suo lavoro "*rischio, incertezza e profitto*"⁷ riprende e perfeziona l'idea di Chantillon distinguendo l'incertezza misurabile da quella non misurabile. La prima, che viene definita come rischio, è assicurabile, ovvero può essere eliminata tramite i contratti o la diversificazione, mentre la seconda che è semplicemente incertezza, non può essere calcolata. Il rischio si riferisce ad eventi ricorrenti, conoscibili dall'esperienza passata, mentre l'incertezza si riferisce ad eventi unici la cui probabilità può essere stimata solo soggettivamente. Secondo l'autore gli individui si comportano da opportunisti, possono diventare imprenditori quando i rendimenti attesi sono relativamente favorevoli o, in alternativa, possono diventare lavoratori dipendenti quando il lavoro salariato sarà più conveniente.

Proseguendo con le teorie imprenditoriali, nel presente lavoro, incentrato sul tema delle start-up, non può mancare un'analisi dell'attività imprenditoriale secondo l'impostazione della teoria Schumpeteriana focalizzata principalmente sul concetto di innovazione.

Per J. Schumpeter (1883-1950) l'imprenditorialità implica innovazione, l'imprenditore non opera cambiamenti graduali ai metodi di produzione, ma è un soggetto che organizza una nuova combinazione di fattori, e cerca di cogliere e sfruttare una certa

6 Cantillon, R. (1952). *Essai sur la nature du commerce en général*.

7 Knight, F. H. (1957). *Risk, Uncertainty and Profit*. (Eighth Impression.). London School of Economics and Political Science.

opportunità, intraprendendo un “processo di distruzione creatrice”⁸ attraverso “l’implementazione di idee creative per dare vita ad un nuovo business, o ad una nuova iniziativa nel business esistente”⁹.

Attraverso questo processo di “distruzione creatrice”, si creano e si distruggono le strutture economiche esistenti, risultato di attività innovative passate, per lasciare il posto a nuove modalità di trasformazione produttiva. La distruzione creatrice è un fenomeno di lungo periodo, in cui prodotti e processi vengono sostituiti da altri più recenti ed innovativi; motivo per il quale Schumpeter definisce gli imprenditori come “*agenti del cambiamento*”.

Concludiamo questa breve analisi sull’imprenditorialità con un accenno ad una teoria imprenditoriale di stampo più recente elaborata dal Professor Edward Paul Lazear. In uno dei suoi studi l’economista americano ha sviluppato un modello secondo il quale gli imprenditori sono selezionati in base alla loro capacità di impegnarsi in modo efficace in più attività; al contrario gli individui specializzati in un solo task tendono a diventare lavoratori salariati.¹⁰

Le teorie finora descritte rappresentano solo un breve accenno alle teorie dell’imprenditorialità, essendo questa una vastissima area di ricerca. La molteplicità delle definizioni viste esplicita la complessità del fenomeno e spiega perché non possa essere descritto in maniera univoca e comunemente accettata.

1.3 EVOLUZIONE AZIENDALE E PROBLEMATICHE VALUTATIVE DI UN NUOVO BUSINESS

Ogni organizzazione, così come gli organismi viventi, segue un percorso evolutivo dal momento in cui viene concepita la volontà da parte di uno o più soggetti di dar vita ad essa, fino ad arrivare al momento in cui l’organizzazione modifica la propria attività o cessa di esistere.

8 Cfr. SCHUMPETER J.A., 1942, *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper & Row, New York, cap. VII

9 SCHUMPETER J.A., op. cit, 1934

10 Cfr. Lazear, E. P. (2004). *Balanced skills and entrepreneurship*. *The American Economic Review*, 94(2), 208-211.

Tipicamente, il ciclo di vita aziendale è articolabile in diverse fasi e momenti che si susseguono tra loro in relazione al tempo e al dinamismo continuo delle attività aziendali. Sulla base degli studi di stampo anglosassone di Haire (1959) e successivamente di Chandler (1962), uno dei modelli di *Organizational Life Cycle*, muove dal concepimento della business idea, fase in cui matura la decisione di realizzare un nuovo processo di creazione o scoperta di valore, fino alle fasi di piena stabilità cui possono seguire interventi volti a rivitalizzare l'azienda oppure ad avviare pratiche di scioglimento o di liquidazione della stessa. La nascita vera e propria dell'azienda, corrisponde al riconoscimento sociale e/o giuridico dell'entità di nuova costituzione dal quale prende così avvio la fase di decollo o start up, in cui si cominciano a sviluppare i processi di creazione di valore mediante il controllo dei risultati conseguiti e mettendo in pratica gli interventi correttivi necessari a intraprendere la fase di vita successiva. Questa corrisponde alla fase di crescita o sviluppo nel cui corso, grazie al verificarsi di eventi favorevoli sia interni che esterni, l'organizzazione costituita riesce a raggiungere una condizione di equilibrio economico; secondo un sistema di assi cartesiani tale condizione di stabilità corrisponde al *break even point*¹¹, ovvero il punto nel quale i profitti realizzati eguagliano la somma dei costi fissi e di quelli variabili così da permettere di remunerare tutte le risorse utilizzate. Essendo l'organizzazione, di per sé, un sistema dinamico che evolve nel tempo, la fase di sviluppo aziendale risulta essere limitata per caratteri che spesso riguardano l'obsolescenza dei prodotti/servizi offerti e la saturazione del mercato di riferimento. È inevitabile il sopraggiungere della fase di maturità o stallo, accennata in precedenza, in cui si verifica una situazione di ristagno delle vendite non solo in termini di ammontare ad esse corrispondente, ma anche per il loro riferirsi ai medesimi prodotti/servizi offerti, alle stesse tecnologie utilizzate e/o alle medesime aree territoriali di mercato. Si tratta di una fase particolarmente pericolosa in quanto, senza l'assunzione di opportuni interventi correttivi nella gestione aziendale, essa conduce fisiologicamente verso il declino e quindi ad uno stadio di totale compromissione dei processi di creazione di valore che erano stati attivati¹². La fase successiva in cui vengono poste in essere le operazioni di carattere straordinario necessarie ad effettuare la liquidazione aziendale, è quella della

¹¹ Cfr. Analisi Aziendale. Metodi e strumenti. Di Lazzaro F. & Musco G. (2015): Giappichelli Editore

¹² Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile – Maria Cleofe Giorgino pag 24

dissolvenza che si conclude nel momento della definitiva cancellazione dell'azienda dai pubblici registri.

La fase più delicata della vita di un'azienda è senza dubbio quella di avvio, in tale fase l'impresa necessita di un quantitativo di risorse umane, materiali ed immateriali necessarie a supportare le decisioni del soggetto imprenditore in relazione alle diverse fasi di sviluppo dell'attività e sotto l'incombenza di dinamiche spesso imprevedibili provenienti dall'ambiente esterno.

Nonostante queste difficoltà negli ultimi tempi, grazie anche agli incentivi del governo, in Italia sono sorte innumerevoli start-up.

1.4 Le start-up

Uno dei fenomeni economici più evidenti degli ultimi anni è senza dubbio la nascita in America, Europa ed Asia di un nuovo modello di Business, quello delle Startup. L'ultimo decennio della storia economica mondiale ha evidenziato chiaramente i limiti del sistema capitalista e la sua necessità di rinnovamento. In risposta a questo stimolo, nei centri da sempre più fecondi dell'economia mondiale, sono fioriti veri e propri ecosistemi di Startup¹³. La motivazione di questo sviluppo trova sicuramente origine nella sempre più evidente constatazione di vivere in un contesto di risorse limitate e dell'impossibilità del sistema tradizionale di garantire a tutti i professionisti allocazioni stimolanti in cui valorizzare al meglio le proprie competenze. In tale contesto l'interesse di molti professionisti, ma anche di molti studenti, si è spostato verso l'utilizzo delle competenze e delle tecnologie in loro possesso al fine di realizzare prodotti o servizi che possano andare incontro alle esigenze della società, intercettando nuovi bisogni al fine di soddisfarli tramite opere dell'ingegno. Il ruolo della rete è stato fondamentale per l'individuazione e l'anticipazione dei trend in ascesa. Tuttavia, così come un'invenzione si distingue da un'innovazione per il fatto che quest'ultima necessita di essere commercializzata,¹⁴ ciò che distingue un inventore da uno startupper sta nel fatto che il lavoro di quest'ultimo non finisce col prodotto, ma anzi trova nell'individuazione di un

¹³ Dati raccolti dal Report di "InfoCamere" sulle Startup Innovative, 1° Trimestre, 6 aprile 2015

¹⁴ Schilling, M., & Izzo, F. (2012). Gestione dell'innovazione. The McGraw-Hill Companies.

bisogno e nella conseguente identificazione del modo per soddisfarlo, l'incipit per la costruzione di un modello di business che gli permetta di costruire un'impresa.

La Startup rappresenta proprio la fase di avvio di un'impresa, che nasce con l'impegno di rendere redditizia un'idea al fine di creare un modello di business scalabile.

Ovviamente non tutte le nuove imprese sono Startup. Quotidianamente nascono attività in tutto il mondo e sicuramente ciascuna porta con sé un tasso di rischio imprenditoriale non indifferente, tuttavia la Startup ha delle caratteristiche peculiari che la contraddistinguono. Prima tra tutte è sicuramente l'innovatività, il motore che fa sì che un'idea possa dare origine ad un business. Il fattore innovazione è così importante che esiste un particolare riconoscimento per le così dette "Startup Innovative", cioè Startup che in base alla percentuale dei costi assorbiti dalla ricerca e sviluppo, della quota parte di personale laureato che partecipa al progetto e dell'eventuale detenzione di brevetti può beneficiare di particolari agevolazioni, tra cui d'interesse particolare per la finalità di questo elaborato, la possibilità di partecipare ad operazioni di equity crowdfunding.

Il rischio, che come detto permea qualsiasi attività imprenditoriale, diventa davvero alto per queste attività la cui probabilità di fallimento supera il 90%. In particolare una startup su 12 fallisce ancor prima di arrivare sul mercato. A discapito di questo c'è la forza della passione, la convinzione dell'imprenditore che la propria idea sia quella che può far breccia nel mercato.

Tuttavia la determinazione dell'imprenditore nel portare avanti il progetto, per quanto indispensabile, non è sufficiente affinché questo prenda realmente forma. Infatti, al pari di una qualsiasi impresa, anche la Startup necessita di capitali iniziali per finanziare le fasi di sviluppo del prodotto, l'ambiente di lavoro, il personale che prende parte al progetto, le consulenze esterne e il marketing.

Sono davvero pochi gli esempi di autofinanziamento sebbene esistano startup che richiedono capitali iniziali esigui, in alcuni casi inferiori anche ai 20 mila euro. Nella

maggior parte dei casi sarà necessario per l'imprenditore rivolgersi ai molteplici canali di finanziamento, dedicandosi a delle vere e proprie campagne di *Fundraising*¹⁵.

A differenza delle altre aziende in fase di avvio, la start-up si trova a dover implementare un'organizzazione a fronte di un'incertezza maggiore rispetto ad aziende che si limitano a replicare o a modificare parzialmente un'offerta già esistente. Gli unici strumenti per poter sviluppare un progetto si riscontrano in elementi intangibili, difficilmente valutabili e fungibili da garanzia per gli investitori, come le capacità del team aziendale ed in uno strumento di pianificazione quale il Business Plan. La valutazione di asset intangibili, può essere definita in un'ottica di *intrinsic value* da parte del soggetto imprenditore, e di *market value* secondo gli investitori esterni. Entrambe le prospettive prevedono una proiezione futura del valore attuale dell'impresa in termini di performance ma in un arco temporale differente e secondo parametri che nel primo caso riguardano il valore intrinseco delle attività, mentre nel secondo caso riguardano il prezzo realizzabile al termine di un periodo più breve che il mercato potrebbe sottostimare.

Si aggiungono ai problemi di valutazione delle attività intangibili, quelli strutturali dei mercati finanziari, in particolar modo di quello Italiano, quali l'opacità informativa e il merito creditizio.

Essendo prive di un "*track record*" che possa mitigare l'incidenza dei problemi di gestione dell'informazione, tali imprese, presentano un grado di opacità informativa, connesso allo sviluppo dell'impresa, superiore rispetto a quelle tradizionali. Uno dei modi per attenuare il problema potrebbe essere quello di comunicare in maniera integrale l'idea strategica dell'imprenditore circa il progetto di investimento innovativo all'investitore-finanziatore. In tal caso però l'imprenditore-innovatore potrebbe essere potenzialmente danneggiato, venendo privato del vantaggio competitivo, rendendo la perfetta trasparenza tra *insiders* e *outsiders* non credibile: il valore del progetto

¹⁵ Fund raising è una espressione inglese traducibile semplicemente in raccolta fondi. "To raise" ha il senso di: far crescere, coltivare, sorgere, ossia di sviluppare i fondi necessari a sostenere un'azione senza finalità di lucro.

Il fund raising trova le sue origini nell'azione delle organizzazioni non profit, quelle organizzazioni che hanno l'obbligo di non destinare i propri utili ai soci, ma di reinvestirli per lo sviluppo delle proprie finalità sociali. Attualmente la raccolta fondi viene praticata anche da enti e servizi pubblici.

innovativo diminuisce infatti al crescere della diffusione dell'informazione che lo riguarda (Bhattacharya-Chiesa,1995; Anton-Yao, 1998).¹⁶

I problemi derivanti dall'asimmetria informativa possono essere altresì limitati dall'esperienza del soggetto imprenditore, il quale oltre ad apparire più "affidabile" ai finanziatori rispetto ad un soggetto nuovo in campo imprenditoriale, possiede una migliore propensione ad affrontare e risolvere i problemi, una maggiore conoscenza del mercato ed una migliore abilità nel determinare l'offerta adeguata per ottenere il successo. Se l'esperienza di un imprenditore è accompagnata da livelli di istruzione specializzati in indirizzi economico-manageriali o giuridici, le conoscenze e le competenze acquisite, rappresentano fattori critici di successo nel percorso di sviluppo intrapreso. Così come emerge dallo studio condotto da Honjo, Kato e Okamuro¹⁷, essi avranno una maggiore predilezione per gli investimenti in R&D che nonostante siano i più rischiosi per natura, in caso di successo sono anche i più remunerativi.

Ciò che rappresenta l'unica base informativa di un'azienda in fase di costituzione è il Business Plan, un documento utile a valutare la fattibilità stessa del progetto imprenditoriale da parte di soggetti esterni e volto ad analizzare le possibili ricadute sulle principali scelte aziendali e sui risultati economico-finanziari.

Per raggiungere tale scopo, un Business Plan deve contenere tutte le informazioni necessarie a conoscere le caratteristiche dell'azienda di riferimento, ad illustrare i contenuti del progetto che si intende realizzare e dimostrarne la fattibilità, oltre ad analizzare tutte le possibili ripercussioni delle strategie programmate sull'azienda stessa.

Nonostante la validità informativa che tale documento presenta, esso non va sempre a risolvere il problema che attiene la concessione del merito creditizio per la mancanza di dati aziendali storici, utili a delineare l'andamento delle attività nel corso degli anni. Dunque, non è sempre facile dimostrare la convenienza economica del proprio progetto neanche per l'ideatore stesso, in particolare al crescere del grado di innovazione e di novità del concetto. Questo scoraggia un potenziale investitore incrementando

¹⁶ Sau, L. (2003). Gli effetti del Venture Capital sulle gerarchie di finanziamento delle imprese innovative. Working paper preparato per il convegno: Innovare per competere. Come finanziare l'innovazione.

¹⁷ HONJO Y. – KATO M. – OKAMURO H., "R&D investment of start-up firms: does founders' human capital matter?", in Small Business Economics, Vol. 42, n. 2, 2014

l'aleatorietà dell'operazione per i possibili finanziatori o investitori che di conseguenza preferiscono, spesso, destinare il proprio capitale a investimenti con più elevata probabilità di rendimento positivo.

1.5 Il fabbisogno finanziario delle start up

Nella fase di avvio di un progetto sorge un fabbisogno finanziario che deve trovare un'adeguata copertura attraverso varie forme.

Qualora un'impresa ricorra alle fonti interne per far fronte alle diverse esigenze finanziarie si parla di autofinanziamento dell'imprenditore o dei soci della stessa, qualora invece, soprattutto nelle prime fasi di sviluppo, i flussi di cassa generati non siano sufficienti alla copertura dei costi di avvio e di gestione, l'impresa può attingere a fonti esterne di operatori specializzati.

Ha trovato ampio spazio nella letteratura economica una suddivisione del capitale di rischio basata, anche per finalità statistiche e tassonomiche, sullo stadio del ciclo di vita dell'impresa, partecipata dai diversi soggetti che decidono di investire in essa. A seconda della fase in esame, le esigenze strategiche e finanziarie assumono una differente configurazione e il supporto finanziario erogato acquisisce denominazioni differenti in ragione del diverso ruolo svolto nel percorso di sviluppo. In questo particolare modello si suppone che l'imprenditore non dispone delle risorse necessarie all'avvio della propria attività, ed è dunque necessario l'intervento di soggetti specializzati al fine di garantire un supporto finanziario alla prosecuzione dell'attività stessa.

Le tipologie di investitori nel capitale di rischio vengono distinte in relazione alle necessità finanziarie dell'impresa e alla dinamica temporale sulla quale possono essere rappresentate le fasi evolutive aziendali (citato precedentemente)¹⁸, la tipologia di intervento nel capitale di rischio e il grado di rischiosità.

¹⁸ Vedi pp. 9-10

Come riportato dalla figura n. 2¹⁹ sottostante, nelle fasi iniziali di Seed e Start-up Financing, i soggetti coinvolti possono essere legati all'imprenditore tramite un rapporto familiare, appartenere al ramo di amicizie dello stesso oppure possono essere altri soggetti imprenditori quali Business Angel o Incubatori d'impresa. A queste ultime categorie fanno riferimento quei soggetti che investono spontaneamente nel capitale delle imprese, attraverso l'utilizzo di risorse proprie (Business Angel), oppure soggetti che intervengono in un'ottica di sostegno alle imprese appartenenti ad un determinato territorio o ad uno specifico settore tecnologico (Incubatori), con un interesse economico di natura speculativa oppure di utilità sociale.

La fase in cui l'idea iniziale viene sottoposta al mercato (First-Stage Financing) ma l'impresa deve ancora valutare appieno la validità commerciale del prodotto o servizio offerto, vede come protagonisti soggetti in grado di fornire un supporto finanziario più consistente dei precedenti; a questa categoria appartengono gli investitori istituzionali che, per definizione, sono soci temporanei, seppur di medio-lungo termine, che, come tali, dovranno prima o poi cedere la partecipazione acquisita, al fine di realizzare il proprio obiettivo²⁰. In quest'ultimo caso, congiuntamente alle risorse finanziarie, vengono offerte una serie di esperienze professionali, tecnico-manageriali nonché una fitta rete di contatti con altri investitori ed istituzioni finanziarie, che consentono all'imprenditore di ottenere vantaggi in termini di gestione operativa e prospettica, oltre che un miglior approccio alle diverse problematiche amministrative e burocratiche legate alla propria attività di business.

1.6 I canali di finanziamento delle start up: capitale di rischio

Il capitale di rischio è la porzione di capitale di una impresa conferita da chi partecipa direttamente al rischio di questa. La remunerazione di questo capitale dipende dal risultato di gestione raggiunto. Inoltre, chi investe in capitale di rischio ha diritti residuali, cioè la cui soddisfazione avviene solo in via successiva al soddisfacimento di quelli degli altri conferitori di capitale (ad esempio i conferitori di capitale di credito). Ciò nonostante, sono molti i soggetti che investono nel capitale di rischio delle imprese,

¹⁹ Vedi fig.2

²⁰ Da Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, *Guida pratica al capitale di rischio*, doc pdf.

apportando proprie risorse finanziarie nel capitale sociale di quest'ultime. Tali soggetti rispondono a due tipologie diverse di investitori:

- investitori informali di capitale di rischio;
- investitori formali di capitale di rischio.

Della prima categoria fanno parte gli investitori di *Love Capital*, tipicamente i familiari e gli amici dell'imprenditore o l'imprenditore stesso, che investono nella primissima fase del progetto, spesso quando la Startup non è ancora stata costituita. A questi si aggiungono i Business Angel, singoli individui disposti ad investire in business ad alto rischio e ad alta remunerazione in caso di successo²¹.

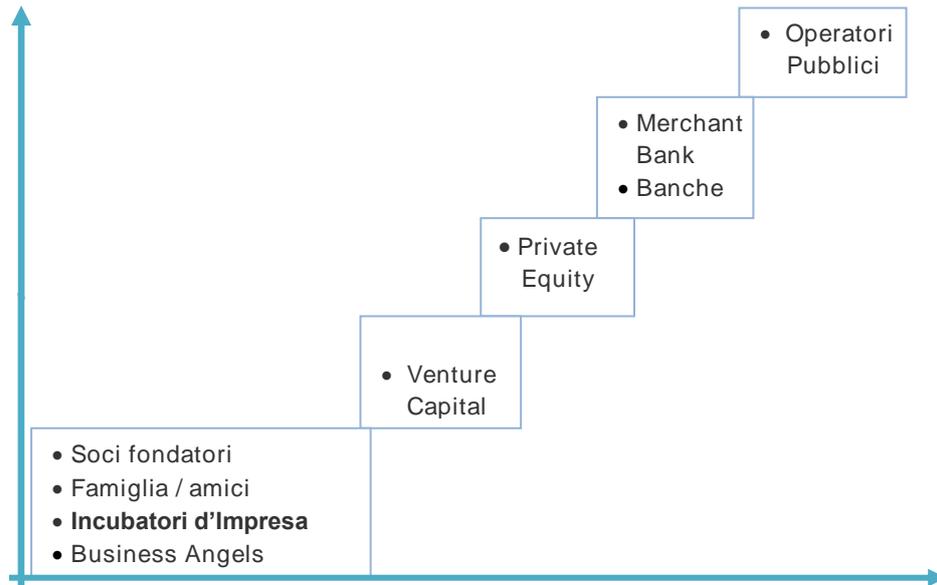
Alla seconda categoria appartengono principalmente i *Venture Capitalist*, società che gestiscono fondi e li investono su imprese già costituite che hanno bisogno di capitali per completare la loro fase di Startup e lanciare il prodotto sul mercato, ma anche investitori istituzionali che finanziano il progetto tramite l'offerta di servizi mirati allo sviluppo della Start-up all'interno di apposite strutture, dette incubatori d'impresa.

All'interno dei canali di capitali di rischio troviamo anche il mercato mobiliare, uno dei più importanti canali di finanziamento a disposizione delle imprese. In particolare la quotazione, cioè la collocazione di titoli presso il pubblico, può essere vista da una parte come un processo di ristrutturazione e di riequilibrio finanziario del passivo, tramite l'afflusso di nuove risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio, dall'altro come uno strumento che permette di perseguire ed accelerare i programmi di sviluppo senza squilibrare la struttura finanziaria della Start-up. Spesso la decisione di accesso ai mercati finanziari quotati segna il passaggio di una Startup alla fase di maturità. La scelta della quotazione va attentamente valutata e non può essere semplicemente riconducibile alla decisione di apertura di un nuovo canale di finanziamento, ma deve essere interpretata come l'inizio di un percorso che condurrà a diversi cambiamenti sostanziali, sia di natura societaria che di mentalità della dirigenza.

²¹ BARTOLOMEI G. & MARCOZZI A (2015), "Come finanziare una start-up innovativa". EpC editore - Roma

Gli investimenti in capitale di rischio, in sostanza, sono particolarmente importanti per l'impresa in quanto il coinvolgimento degli investitori nel capitale sociale fa sì che questi partner finanziari, in misura diversa a seconda delle tipologie, apportino nella governance della Startup esperienze, strategie e know-how di cui dispongono.

Figura 2: Tipologie di investitori nel capitale di rischio



Fasi ciclo vita impresa	Sperimentazione	Avvio	Sviluppo	Espansione	Maturità	Declino
Tipologia di intervento	Seed Financing	Start Up Financing	First Stage Financing	Expansion Financing	Buy Out and replacement capital	Turnaround
Rischiosità investimento						

È opportuno precisare che l'attività di investimento nel capitale di rischio da parte di tali investitori prende il nome dalla letteratura anglosassone di *private equity* e *venture capital*. Le due tipologie di intervento, anche se comunemente (ed erroneamente) vengono considerate simili, vengono a distinguersi in base alla fase del ciclo di vita dell'impresa in cui viene realizzato l'intervento.

1.7 Il Private Equity

Il termine *Private Equity* è diventato nell'uso comune il termine con cui si indica l'attività dell'investitore di capitale di rischio. In questo elaborato tuttavia, parlando di Fundraising di Startup e quindi di finanziamento delle prime fasi dello sviluppo di un'impresa, i capitali coinvolti prenderanno la connotazione di Venture Capital.

Contabilmente, il capitale di rischio viene registrato come Patrimonio Netto o *equity*. La sostanza di questa voce è calcolata in base al capitale sociale nominale, alle riserve e agli utili non distribuiti, al netto delle eventuali perdite dell'esercizio corrente e degli esercizi precedenti. Si può considerare come facenti parte del capitale di rischio anche alcune tipologie di fondi, come i fondi rivalutazione. La stabilità del Patrimonio Netto è garantita dal vincolo che lega quest'ultimo alla vita stessa dell'impresa: infatti, l'unico modo per recuperarne la totalità o una parte è quello di cancellare il soggetto giuridico titolare del capitale. Inoltre non esiste nessun obbligo di remunerazione del capitale di rischio durante l'esercizio di impresa.

La partecipazione nel capitale sociale di un investitore non impedisce all'imprenditore il ricorso a finanziamenti di natura bancaria, tuttavia il ricorso a tali canali di capitali di credito comporta generalmente oneri maggiori ed è perciò raro nella fase di primo sviluppo della Startup. Infatti, con il ricorso al Private Equity l'imprenditore non richiede prestiti e non si sta indebitando, sta decidendo di condividere con altri investitori le sorti dell'azienda perdendo parte della sua autonomia decisionale in favore di nuovi soci, seppure questi saranno tali per un intervallo di tempo limitato e dipendente dal successo che la Startup riscuoterà sul mercato.

Nella tabella n.1 sottostante si propone un confronto tra capitale di credito e capitale di rischio utile a capire i motivi per cui le start-up preferiscano il finanziamento attraverso quest'ultimo.

Tabella 1: Forme di finanziamento a confronto

Forme di finanziamento a confronto	
Capitale di rischio	Capitale di credito
<ul style="list-style-type: none"> • Finanziamento di medio e lungo termine • Non prevede scadenze di rimborso, il disinvestimento avviene mediante cessione a terzi o al mercato • La sua remunerazione dipende dal successo dell'impresa ed è postergata rispetto ai creditori • L'investitore è un partner che fornisce consulenza strategica organizzativa e finanziaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanziamento di breve/medio/lungo termine • Prevede scadenze di rimborso ben definite che prescindono dall'andamento dell'impresa • Per accedervi è necessario fornire delle garanzie ed aver iniziato a generare flussi di cassa • Prevede il pagamento di interessi, l'investitore è un finanziatore in senso stretto

Fonte: Rielaborazione personale da Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, Guida pratica al capitale di rischio, figura p.10

Gli investimenti nelle fasi di Seed e avvio (Startup) sono in assoluto quelli che comportano un maggior rischio di fallimento, perciò il criterio di selezione degli investimenti da parte dei conferitori di capitali è solitamente minuzioso. Il rigore nella selezione sarà ovviamente minore per gli investitori di Love Capital e in generale per gli investitori informali e massimo per gli investitori formali, caratterizzati da un rapporto più distaccato con la realtà imprenditoriale finanziata e quindi da una minore elasticità.

Secondo l'analisi dell'AIFI²², Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, e di PWC Transaction Services “*il triennio 2012-2014 ha portato risultati positivi per quanto riguarda gli investimenti in Venture Capital. In totale sono stati investiti 10 miliardi di euro nel triennio e in particolare il 2014 ha visto investimenti totali per 3,53 miliardi di euro di cui 1,9 miliardi di investimenti provenienti da finanziamenti esteri, il 40% in più rispetto al 2013*”. Questo è sicuramente un dato confortante che indica come anche gli investitori stranieri nutrano una crescente fiducia nelle realtà imprenditoriali in via di sviluppo nel nostro paese. L'approvazione dell'Investment Compact²³ da parte del governo da motivo di essere fiduciosi che il trend continui ad essere positivo anche per il futuro.

1.8 Bootstrapping e Love capital

Per *Bootstrapping* si intende intraprendere un business senza fare affidamento sui canali di capitali di rischio o di credito tradizionali, attingendo soltanto dai flussi di cassa interni generati dalla Startup, qualora questa sia fin da subito in grado di generarli, o ricorrendo ad investimenti da parte delle persone più vicine al progetto, il cosiddetto *Love Capital*.

Generalmente il *Love Capital* è costituito dagli investimenti degli stessi soggetti fondatori della Startup, dei loro parenti ed amici. Gli investitori di Love Capital, nella maggior parte dei casi, investono sulle persone e non sul prodotto. La motivazione alla base dell'investimento è offrire un sostegno economico e colmare il notevole sbilanciamento di flussi di cassa caratterizzante le prime fasi di una qualsiasi attività imprenditoriale.

Questa procedura, che potrebbe essere considerata di importanza inferiore rispetto alle altre fonti di approvvigionamento di capitali, è in realtà un sostegno fondamentale per una Startup. Essa infatti arriva in un momento in cui è estremamente difficile raccogliere fondi: nessun investitore esterno, infatti, è disposto a finanziare un progetto basandosi solo sulla fiducia riposta in un imprenditore. Inoltre è assai raro che al

²² www.aifi.it

²³ L'Investment Compact è entrato in vigore con il D.L. n.3 24 gennaio 2015 convertito con la legge n.33 del 24 marzo 2015 n.33 intitolato “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”. Ai fini di quest'elaborato riveste particolare importanza l'art.4 in cui è racchiusa la nuova disciplina delle PMI innovative

momento della costituzione della Startup si abbia già a disposizione il prodotto che si intende di mettere sul mercato (spesso neanche in una versione demo) perché appunto la sua realizzazione necessita la copertura di costi di ricerca tecnologica e di realizzazione che l'imprenditore da solo non è in grado di coprire. A questo bisogna aggiungere che in Italia in particolare, ma in misura diversa in tutto il resto del mondo, qualsiasi investitore esterno richiederà un Business Plan ed altre documentazioni la cui compilazione è estremamente delicata (si pensi al caso di Startup che nascono in ambito informatico i cui membri fondatori hanno competenze tecniche piuttosto che economiche) e che spesso devono essere delegate a società esterne costituendo ulteriori costi.

Gli investimenti interni in Love Capital costituiscono quindi una boccata d'ossigeno per le Startup, che permette di affrontare le fasi Pre-Seed e Seed senza esaurire troppe energie nella ricerca di un investitore esterno, focalizzandosi invece sulla definizione del prodotto in funzione delle necessità del mercato. In questo modo si ha la possibilità di definire al meglio la *value proposition* così che questa sia il più attraente possibile nel momento in cui la ricerca di investitori esterni sarà la priorità.

Il focus sul mercato è un grandissimo vantaggio di cui il *Bootstrapping* permette di beneficiare. Infatti presentarsi ad un investitore con un prodotto non perfettamente definito può portare nel migliore dei casi al mancato finanziamento, ma nel peggiore può indurre l'imprenditore a connotare il prodotto cercando di compiacere le preferenze dell'investitore piuttosto che concentrarsi sul Customer Development, osservando le abitudini dei potenziali clienti. Quando si apre una azienda altamente innovativa in un mercato in continuo fermento è facile dover cambiare rapidamente strategie in corso d'opera e questi cambi possono non essere compresi dagli investitori esterni. Quest'ultimi potrebbero vedere eventuali cambi di strategia come sintomi di poca chiarezza di idee da parte dell'imprenditore e perdere fiducia nel progetto, oppure fare pressione affinché il team torni a seguire le strategie iniziali. Tuttavia l'immobilismo in determinati settori di mercato può essere fatale per un'impresa, perciò il Bootstrapping può consentire di stare lontano da tutte quelle influenze che allontanano l'attenzione dell'imprenditore dai movimenti del mercato.

Affrontare le prime fasi di una Startup non facendo uso di capitali provenienti da investitori esterni permette inoltre all'imprenditore di mantenere il completo controllo dell'impresa. Infatti è normale che un investitore che subentri nelle primissime fasi di vita della Startup voglia anche avere la possibilità di "controllare da vicino" il suo investimento, motivo per cui spesso il contraccambio dell'investimento è proprio costituito da quote societarie e quindi da una perdita di controllo e potere decisionale dell'imprenditore a vantaggio dell'investitore, proporzionale alla quantità di capitale investita oltre che all'ambizione del progetto.

Una Startup che decide di affrontare la prima parte del suo percorso tramite autofinanziamenti matura già da subito, per necessità, i pilastri di una sana cultura aziendale: una visione Customer Oriented, un senso di appartenenza e responsabilità da parte di tutti i componenti ed un modus operandi attento all'efficienza, volto a privilegiare sempre le priorità e ridurre qualsiasi tipo di spreco.

Ridurre gli sprechi e controllare i costi è fondamentale per una attività nascente che voglia durare nel tempo. Questa necessità offre l'opportunità di costruire un business su delle fondamenta solide e questo tornerà utile anche una volta che l'azienda avrà maturato e superato il periodo di Startup. In particolare, la limitatezza delle risorse stimola l'orientamento al Problem Solving, cioè alla soluzione creativa e rapida dei problemi. È comprensibile che una Startup che inizia il proprio percorso basandosi sul Love Capital raccolto non possa perdere tempo su discussioni che non hanno a che fare con gli obiettivi prioritari da raggiungere, quali la creazione di un MVP²⁴ o la compilazione di un primo piano di rientro che possa arginare i problemi di liquidità (che saranno altrimenti inevitabili una volta esaurito il capitale raccolto in partenza). In queste fasi, infatti, i flussi di cassa hanno una rilevanza importantissima e l'attenzione da prestare alle problematiche che un flusso di cassa negativo comporta è così importante da porre in un livello inferiore la profittabilità, specialmente se il primo piano di rientro riguarda la vendita di servizi secondari che non hanno a che vedere direttamente col prodotto primario, ancora in fase di lavorazione.

²⁴ www.economyup.it :Il Minimum Viable Product è un termine coniato da Frank Robinson che lo definisce come il procedimento con cui un prodotto viene sviluppato con i minori costi possibili e con caratteristiche sufficienti ad essere testato velocemente dai primi utilizzatori.

Sempre nell'ottica della riduzione degli sprechi, in questa fase non è opportuno crescere oltre tassi che si possono effettivamente controllare. Una crescita impulsiva e fuori controllo è infatti difficilmente sostenibile economicamente. Ad ogni modo la scelta di non accedere a canali di capitali di credito è già di per sé un risparmio, perché consente alla Startup di evitare gli oneri finanziari imposti dalle banche.

La sostenibilità economica ha reso indispensabile per la maggior parte delle Startup il reclutamento di giovani studenti, anche se ancora inesperti, in modo da limitare il costo del personale. In Italia l'età media dei team di Startupper è di trent'anni.

L'ideale per una Startup che si finanzia tramite Bootstrapping sarebbe un rapido raggiungimento del Break Even Point, tuttavia non è assolutamente facile intraprendere business che generano immediati guadagni. Si pensi alle Startup che operano nel campo della costruzione di piattaforme web sociali o di geolocalizzazione e, in generale, a quelle che operano in settori caratterizzati da rendimenti crescenti²⁵. Sebbene gli investimenti di partenza per queste piattaforme siano esigui, altrettanto basse sono le possibilità di conseguire ricavi prima di aver raggiunto una discreta popolarità. Basti vedere il caso di Facebook, che ha raggiunto il punto di pareggio soltanto dopo la sua Ipo nel 2012 a Wall Street.

L'obiettivo principale della fase Seed di una Startup è quello di arrivare ad un Minimum Viable Product (MVP) sfruttando il Bootstrapping. L'MVP sarà infatti la base per le fasi successive, un prodotto che possa assicurare gli investitori e al contempo piacere al mercato e dare quindi adito alla stesura, a monte di un test di mercato appunto, di un piano di rientro più preciso che tenga conto stavolta del prodotto in sé. È ovvio che una delle sfide principali consisterà nello scegliere i tempi giusti per assicurarsi che il prodotto non sia scadente e al contempo non prosciugare tutte le risorse a disposizione, operando perciò un trade-off tra reputazione dell'azienda e cash-flows. Imperfezioni e malfunzionamenti del prodotto, infatti, possono avere ripercussioni gravi sulla reputazione di una azienda, specialmente se questa ha da poco fatto comparsa sulla scena. Tuttavia anche tempi interminabili di sviluppo sono una grave minaccia perché compromettono la sostenibilità del progetto. Al fine di raggiungere il punto di pareggio

²⁵ Per rendimenti crescenti si intendono quei settori in cui all'aumentare del numero degli adottanti aumenta il valore della tecnologia

e di farlo contenendo il più possibile i costi, è importante fare in modo che l'MVP offra una grande innovatività e faccia percepire al cliente la differenza rispetto ai prodotti simili sul mercato, curandone la funzionalità piuttosto che la forma.

1.9 Gli Incubatori e percorsi di accelerazione

Un incubatore è una struttura all'interno della quale un imprenditore ha la possibilità di accedere a risorse e servizi, al fine di trasformare la sua idea imprenditoriale in una Startup. Nel contesto dell'incubatore operano esperti nei vari settori che con le loro competenze completano quelle dell'imprenditore e consentono a quest'ultimo di affrontare in maniera più agevole la fase Seed dell'impresa, minimizzando l'altissimo rischio di insuccesso. Molte di queste strutture hanno rapporti privilegiati con gli investitori e possono costituire un ottimo trampolino di lancio per le Startup che, alla fine di un percorso nell'incubatore, vogliono intraprendere un round di finanziamento per raccogliere i capitali dei Venture Capitalist e dei Business Angel.

Una definizione di incubatore generalmente condivisa, è quella fornita dalla *National Business Incubation Association* americana che li definisce come “*entities that accelerate the successful development of entrepreneurial companies through an array of business support resources and services, developed or orchestrated by incubator management and offered both in the incubator and through its network of contacts*” (NBIA, 2005).

L'evoluzione storica dell'incubatore in Europa è legata al passaggio da una economia industriale tradizionale ad una caratterizzata dall'affermazione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. I primi incubatori hanno fatto la loro comparsa alla fine degli anni settanta e a partire dal decennio successivo sono stati utilizzati per stimolare l'imprenditorialità e di conseguenza l'occupazione a seguito della recessione in Europa. In Italia, in particolare, il loro contributo in questo senso è stato intenso nel Mezzogiorno. I primi incubatori hanno potuto beneficiare, in quel periodo, di ingenti investimenti da parte dei governi, delle istituzioni accademiche e delle imprese. Negli anni novanta, con lo sviluppo dei comparti ICT e biomedicale, sono aumentati gli incubatori specializzati nelle tecnologie emergenti. Tali comparti

erano strettamente legati all'attività di ricerca universitaria, motivo per cui gli anni novanta vedono la nascita, anche in Italia, di molti incubatori universitari. Infine dal duemila ad oggi, sono fioriti gli incubatori di natura privata, generalmente dedicati a Startup ad alto tasso di innovazione.²⁶

La filosofia alla base degli incubatori è semplice: si vuole creare un ambiente che favorisca la nascita di nuove imprese e le consolidi aumentando le loro speranze di sopravvivenza fornendo servizi di consulenza e formazione (generalmente gratuiti per l'imprenditore) e, sempre più di frequente, offrendo percorsi di accelerazione.

Questi ultimi sono dei programmi che aiutano la Startup a velocizzare il processo che la porterà all'exit sul mercato aggiungendo alle consulenze economiche, legali e tecnologiche anche un investimento Seed di capitale di rischio, in cambio di una percentuale in equity della società. Tali investimenti vengono compiuti dagli enti che controllano gli incubatori.

Generalmente un incubatore assiste una Startup per un periodo che va dai 4 agli 8 mesi, che è la durata tipica della maggior parte dei programmi di accelerazione. Al termine di questo periodo, l'impresa viene messa in contatto con una platea di investitori con cui gli incubatori intrattengono rapporti di collaborazione. Spesso l'incubatore opera come un vero e proprio selezionatore di progetti da finanziare, per conto di un fondo di investimento o di una società di cui costituisce una filiale.

A seconda del tipo di ente che hanno alle spalle, possiamo distinguere tra incubatori pubblici, privati, universitari, profit o non-profit.

In particolare gli incubatori pubblici sono finanziati da enti pubblici, sia locali che statali, e sono generalmente non-profit. Spesso questi sono creati sfruttando sinergie tra Camere di Commercio, comuni, province e regioni con fondazioni bancarie ed associazioni industriali. Il fine per cui vengono creati è in genere quello di favorire lo sviluppo di determinate aree geografiche e per questo la selezione delle Startup non è

²⁶ Auricchio, M., Cantamessa, M., Colombelli, A., Cullino, R., Orame, A., & Paolucci, E. (2014). Gli incubatori d'impresa in Italia. Banca d'Italia.

particolarmente severa e vengono accettati anche progetti che non sono caratterizzati da un alto contenuto in termini di innovatività.

Gli incubatori universitari sono fortemente legati all'ambito della ricerca e favoriscono l'evoluzione verso forme di business dei risultati delle ricerche di studenti, ricercatori e docenti. Anche queste strutture sono non-profit e spesso nascono direttamente nel contesto dei campus universitari. Gli argomenti delle ricerche sono le attività nelle quali la specifica università è specializzata quali ICT, nanotecnologie, biotech, scienze farmaceutiche. Gli incubatori privati sono invece orientati al profitto. Alla base di questi ci sono tipicamente imprenditori singoli, gruppi industriali privati, Venture Capitalist o istituzioni finanziarie.

Originariamente gli incubatori avevano il semplice obiettivo di fornire alle Startup infrastrutture fisiche e logistiche. Solo nei tempi più recenti il focus si è spostato su servizi intangibili a più alto valore aggiunto, come l'accesso a fonti di finanziamento, cui è stato fatto riferimento, le attività di tutoring, mentoring, networking e co-working.

Come si è già evidenziato in passato, garantire la sostenibilità economica delle prime fasi di vita di una Startup è una necessità primaria. A questo proposito l'incubatore ed i percorsi di accelerazione possono avere un'importanza strategica rilevante per un imprenditore. Infatti, questi programmi permettono di bypassare i costi tipici della fase Seed perchè molti dei servizi necessari vengono internalizzati da tali strutture. Nello specifico si risparmia sui costi di formulazione del Business Plan e del piano di sviluppo commerciale, sui costi per servizi professionali specialistici e sui costi di sviluppo del team imprenditoriale. Oltre a questo, l'imprenditore ha modo di sfruttare i rapporti privilegiati dell'incubatore con leader d'opinione e media per valutare l'originalità dell'idea ed effettuare test di mercato, tutte attività che avrebbero comportato ingenti costi di informazione.

Il prezzo da pagare per queste agevolazioni, raramente è costituito da una fee monetaria. Nella quasi totalità dei casi, l'ente che controlla l'incubatore richiede una percentuale in equity. Anche in questo caso, quindi, il rischio è che l'imprenditore perda parte del suo potere decisionale. Inoltre esistono enti che richiedono quote di capitale sociale

eccessive, che possono costituire un deterrente per un Venture Capitalist in un futuro round di investimento.

La società che per prima offrì un programma di accelerazione nel 2005 fu Y-Combinator, una delle principali società di Venture Capital americane assieme a TechStars e 500 Startups. Presto questo modello si sviluppò a macchia d'olio in America ed Europa, tuttavia pochi programmi di accelerazione sono riusciti a riprodurre in maniera performante il modello americano della società che vanta l'introduzione sul mercato di Dropbox e AirBnb. Spesso gli incubatori non sono particolarmente efficaci nella negoziazione con gli investitori e i progetti rimangono in un limbo che non consente un'exit positiva sul mercato. Il dato positivo è che, sebbene molti acceleratori non producano grande valore, tuttavia è anche estremamente difficile che facciano danni, anzi, come evidenziato precedentemente, consentono di attutire numerose voci di costo, che per un imprenditore coinvolto in un progetto ad alto rischio è già un risultato ragguardevole.

Nel 2015 sono state molte le opportunità offerte alle Startup dagli enti privati per accedere a programmi di accelerazione. La maggior parte di questi programmi prevedevano, oltre ai servizi tipicamente offerti da una struttura di incubazione per imprese, un contributo a fondo perduto di diverso importo per arricchire ulteriormente i mezzi a disposizione delle Startup selezionate.

Anche nel nostro paese sono stati avviati diversi percorsi di accelerazione, di seguito riportiamo i principali:

La Telecom Italia ha lanciato una “Call for Ideas” per l'accesso al programma di accelerazione Tim #Wcap²⁷. Dal 2014 questo programma di accelerazione è riconosciuto dal Ministero dello Sviluppo Economico italiano. Le 40 idee più interessanti, riguardanti vari settori nell'ambito digitale, sono state selezionate ed hanno avuto accesso ad un programma di accelerazione e beneficiato di un grant di 25 mila euro a fondo perduto. Oltre alle consulenze e alla mentorship, i team di sviluppo dei progetti selezionati hanno avuto modo di lavorare all'interno dei quattro incubatori patrocinati da Tim in Milano, Roma, Bologna o Catania. In cambio Telecom Italia

²⁷ www.wcap.tim.it

ottiene il diritto, ma non l'obbligo, di acquisire una quota minoritaria pari al 5% del capitale sociale della Startup selezionata.

Un altro programma interessante è GoBeyond, patrocinato da SisalPay. Questo programma di accelerazione offre 50 mila euro a fondo perduto per il progetto e il sostegno allo sviluppo della Startup tramite le competenze offerte dagli Enabling Partner. La particolarità di questo concorso ha riguardato il criterio di valutazione: la selezione iniziale degli oltre trecento progetti presentati è avvenuta in base ad un video di presentazione caricato dagli imprenditori direttamente nel portale di GoBeyond e valutabile anche dalla web community, accompagnato da un Marketing Plan. Soltanto ai tre finalisti è stato richiesto di completare la presentazione del loro progetto tramite il Business Plan.

Edison ha proposto il concorso Edison Pulse²⁸ premiando le due migliori idee nell'ambito dell'energia e della valorizzazione del territorio con un contributo importante di 100 mila euro e la possibilità per queste di essere seguite da un gruppo di manager della società Edison, professori e rappresentanti delle istituzioni.

Come tutti gli anni anche nel 2015 Luiss Enlabs²⁹ offre due tranches di percorso di accelerazione nei suoi laboratori, siti nell'edificio della stazione Termini, nel cuore di Roma. I laboratori Enlabs nascono nel 2010 e sono un nitido esempio di incubatore fondato da un ente privato che opera al fine di ottenere profitto dalle Startup sostenute. L'ente privato in questione è la holding quotata LVenture Group, che detiene il 100% dell'incubatore. Nel 2012 il progetto è stato arricchito dalla joint venture con l'Università Luiss Guido Carli di Roma e da allora i laboratori prendono il nome di Luiss Enlabs. L'offerta di Luiss Enlabs consiste in un contributo di 60 mila euro per la Startup diviso in 30 mila euro di fondo perduto e i restanti 30 mila sotto forma di servizi, che vengono erogati nel contesto di un programma di accelerazione che dura cinque mesi e che ha come obiettivo l'uscita della Startup sul mercato. In cambio di questo percorso, viene richiesta dal gruppo LVenture una partecipazione del 10% nell'equity della Startup.

²⁸ edisonpulse.edison.it

²⁹ luissenlabs.com

1.10 Venture Capitalist e Business Angel

Un Venture Capitalist è un soggetto che investe capitali nelle Startup in cambio di ingenti ritorni qualora queste imprese abbiano successo. Questi soggetti sono abbastanza solidi da potersi permettere di investire in business rischiosi, in cui la maggior parte delle banche non investe. Le società di Venture Capital, a differenza degli incubatori e dei programmi di accelerazione, non si occupano dello sviluppo dell'idea imprenditoriale ma intervengono solo su realtà già avviate o quantomeno già strutturate, quindi su Startup costituite (Startup financing) o sul punto di costituirsi (First-Stage financing).

Un fondo di Venture Capital è composto da tre entità fondamentali. La prima è la società di gestione o Management Company, solitamente di proprietà dei partner senior. Questa società costituisce il braccio operativo e controlla come viene investito il fondo.

La seconda entità opera nell'ombra ed è costituita dai soggetti giuridici garanti del fondo, i così detti General Partner. Infine ci sono i Limited Partner che sono gli investitori del fondo, cioè i reali proprietari dei capitali che la Management Company gestisce.

Nello specifico i Limited Partner sono il governo, i fondi pensionistici delle imprese, le banche, le grandi società, gli investitori istituzionali professionisti, gli investitori privati, le organizzazioni di beneficenza e le assicurazioni che hanno firmato un accordo chiamato Limited Partnership Agreement. Ogni volta che una società di Venture Capital decide di compiere un investimento su una Startup, ha necessità di intraprendere una procedura di Capital Call, in cui i manager della società di gestione richiamano i capitali dai Limited Partner.

I Venture Capitalist operano i loro investimenti sulle Startup acquistando quote del capitale sociale di queste ultime al fine di rivenderle ad un prezzo superiore quando la Startup avrà superato la fase critica e avrà acquistato valore. Ovviamente un Venture Capitalist può aspettare il momento migliore per vendere le quote, in modo tale da massimizzare il suo profitto. L'investimento dei Venture Capitalist, inoltre, non viene

remunerato tramite una periodica distribuzione di dividendi, quindi produce liquidità solo nel momento della dismissione delle partecipazioni. Tali partecipazioni possono essere cedute al pubblico, ad altre imprese, ad altri investitori istituzionali, al management della società stessa o alla vecchia proprietà a meno che queste non si azzerino per fallimento. Tuttavia, la struttura delle società di Venture Capital consente di diversificare il rischio e quindi rende queste operazioni, per quanto rischiose, comunque convenienti.

Il meccanismo di remunerazione dei Venture Capitalist si basa principalmente su due vie: le commissioni di gestione e l'interesse composto (detto anche *carried interest*, o *carry*). Le commissioni sono generalmente comprese tra l'1,5% e il 2,5% dell'importo totale di denaro impegnato in un fondo. Questa quota viene richiesta dalla Management Company ai Limited Partner e distribuita annualmente su base trimestrale o semestrale. Più il fondo avrà dimensioni esigue più la quota di interesse richiesta sarà elevata, inoltre le commissioni di gestione sono indipendenti dal successo degli investimenti. La parte più corposa dei guadagni delle società di Venture Capital è legata però all'interesse composto. Questo ha normalmente un valore di gran lunga superiore alla commissione di gestione, in media circa il 20% dei profitti conseguiti in una operazione di investimento.

Inoltre, i Venture Capitalist si riservano di addebitare alle Startup su cui è stato fatto l'investimento gli importi delle spese relative alle riunioni del Consiglio di Amministrazione. Gli investimenti dei Venture Capitalist sono caratterizzati da un orizzonte temporale di riferimento molto elastico e considerabile di medio-lungo periodo. Nel caso la Startup finanziata ottenga subito successo possiamo avere un Capital Gain entro i 24 mesi, nei casi meno fortunati la vendita delle partecipazioni può avvenire anche dopo più di cinque anni. Il Venture Capitalist è un partner finanziario e non strategico, di conseguenza la sua volontà sarà quella di porre termine all'investimento e di farlo nel momento in cui può trarre maggior guadagno.

Il possesso di una percentuale più o meno rilevante del capitale sociale da parte delle società di Venture Capital rende queste ultime coinvolte nella gestione dell'impresa finanziata. Dopo la decisione di investimento, infatti, la detenzione delle quote offre la possibilità al Venture Capitalist partecipare alla gestione dell'impresa. Questo

garantisce vantaggi da entrambe le parti: il Venture Capitalist ha la possibilità di prendere parte alle decisioni della Startup, tutelando in questo modo dall'interno il proprio investimento; d'altra parte la Startup, oltre a ricevere l'investimento richiesto, guadagna prestigio dall'ingresso all'interno della propria governance di manager appartenenti ad una grande società di Venture Capital. Questo aspetto è particolarmente importante perché agevola il rapporto della Startup con i clienti, con i fornitori e con le banche e dà modo ad una impresa appena nata, senza storia né evidenze di risultati importanti, di guadagnare credibilità nei confronti di questi soggetti.

Va evidenziato, comunque, che la gestione in prima persona della Startup non è nell'interesse del Venture Capitalist che quindi lascia all'imprenditore e ai fondatori la maggior parte delle responsabilità gestionali, riservando ai propri manager soltanto il controllo che le strategie dell'impresa finanziata non vadano contro gli interessi della società investitrice.

La prima società di Venture Capital italiana, che investe su imprese innovative e Startup ad alto potenziale di sviluppo, è Innogest SGR. Alcune società hanno istituito incubatori che le mettono direttamente in contatto con le realtà più promettenti, tra queste ci sono H-Farm Venture e LVenture Group, quest'ultimo tra i primi operatori di Seed Venture Capital quotati al mondo³⁰.

I Business Angel rientrano nei canali di capitale di rischio informali. A differenza dei Venture Capitalist, in questo caso parliamo di singoli individui che investono capitali in aziende in cambio di partecipazioni al capitale sociale di queste ultime. Questi soggetti sono particolarmente attivi nel primo round di investimento, la così detta fase Seed, mentre è più difficile che partecipino ai successivi round, quando generalmente entrano in gioco i Venture Capitalist.

Nella maggior parte dei casi i Business Angel sono ex titolari d'impresa, manager, docenti universitari, che dispongono di una preparazione approfondita sulla gestione d'impresa e di mezzi finanziari da investire sulle Startup. Spesso accade anche che gli Angel abbiano alle spalle enti più grandi quali banche, fondi chiusi o società di Private

³⁰ www.sviluppoeconomico.org

Equity che li mandano avanti per valutare l'opportunità di un investimento di loro interesse. Il coinvolgimento di Business Angel nel finanziamento di una Startup è una grande risorsa per l'impresa, che può beneficiare dell'esperienza di tali soggetti nella scelta delle strategie in Early Stage. Inoltre, rispetto ai Venture Capitalist, i Business Angel sono disposti ad accettare rendimenti più bassi per l'investimento compiuto.

Oggi in Italia la maggior parte dei Business Angel opera nel contesto di network nazionali, che permettono un confronto diretto tra questi soggetti e la condivisione delle conoscenze. Il network più rilevante è quello degli “*Italian Angels for Growth*” (IAG) che conta 120 soggetti affiliati. Ogni Angel affiliato prende un impegno economico pari o superiore a 100 mila euro per finanziare iniziative in fase di Early Stage che presentino un alto contenuto di innovazione e un potenziale di crescita tale da rendere ipotizzabile, in circa cinque anni, un' exit redditizia.

Particolare rilievo è assunto anche dall’”*Italian Business Angels Network*” (IBAN) che coordina i vari network territoriali, che hanno la caratteristica di agevolare l'incontro tra domanda e offerta all'interno di territori circoscritti. Spesso tali network si appoggiano ad incubatori di natura non-profit o a centri di sviluppo territoriale (Business Innovation Centres, BIC) con cui interagiscono.

Di recente, si è molto diffuso, come fonte di finanziamento alternativa, il *crowdfunding*, la cui trattazione sarà oggetto del secondo capitolo.

CAPITOLO II - IL CROWDFUNDING COME ALTERNATIVA AI CLASSICI METODI DI FINANZIAMENTO: L'EQUITY CROWDFUNDING

2.1 IL CROWDFUNDING

Il termine *Crowdfunding*, il cui significato letterale è quello di “raccolgimento di fondi dalla folla”, esemplifica oggi un fenomeno di carattere globale che permette, tramite piattaforme online, la collettivizzazione di progetti di carattere imprenditoriale e non solo. Attraverso la rete è possibile infatti sottoporre la propria idea ad un amplissimo *pool* di potenziali investitori, presentandone *vision*, *mission* e componente strategico-

gestionale. Lo scopo è quello di raccogliere il capitale necessario ad attuare il progetto da un pubblico variegato che, avendo l'opportunità di investire quote relativamente basse in più di un progetto, può diversificare il rischio. Il termine inizialmente interpretato come "finanziamento dal basso" è un neologismo derivante dall'accostamento di due termini inglesi: *crowd* (folla) e *funding* (finanziamento). Caratteristica è anche la discriminante non necessariamente economica dell'incontro di domanda e offerta di capitali: essendo il *Crowdfunding* uno strumento accessibile a chiunque e non sottoposto a particolari vincoli formali, è risultato terreno fertile per il finanziamento di progetti che avvalorano fini idealistici o altruistici, oltre al mero profitto. Il finanziamento dell'idea del soggetto promotore, avviene in maniera del tutto volontaria e non vincolante, con un importo che non pregiudichi la stabilità finanziaria del cedente.

Come rilevato da Belleflamme, Lambert, Schwienbacher³¹, infatti, "*il Crowdfunding rappresenta un invito aperto, soprattutto tramite internet, a fornire risorse finanziarie in forma di donazione, o in cambio di prodotti futuri o di un qualche tipo di premio monetario o non monetario e/o diritto di voto*".

La flessibilità dello strumento è dunque la caratteristica principale del finanziamento che risulta quindi adattabile a qualunque tipo di contesto, anche creativo, e differisce profondamente dalle classiche opportunità in materia.

In particolare, per quanto riguarda la democratizzazione partecipata della raccolta di investimenti, l'abbattimento di limiti territoriali e la massima trasparenza delle informazioni.

Nonostante venga considerato un fenomeno del XXI secolo, esso ha radici molto antiche, persino anteriori alla nascita di internet; si è evoluto nel tempo a partire dal Settecento, grazie all'idea del pioniere Jonathan Swift, fondatore dell'Irish Loan Fund, che fu il primo ad introdurre il concetto di micro finanziamento, e del premio Nobel per la Pace, Muhammad Yunus, economista e banchiere bengalese della Grameen Bank, che si interessò di micro finanziamenti alle popolazioni povere locali in Bangladesh e in India. Le somme venivano erogate nonostante non fosse sempre evidente la capacità della controparte di adempiere l'impegno preso ma, grazie all'esiguità della cifra e all'

³¹ Belleflamme, Paul, Lambert, Thomas and Schwienbacher, Armin, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd (April 25, 2012). Core Discussion Paper No. 2011/32

eterogeneità dei soggetti debitori, era possibile ridurre il rischio associato all'operazione e ottenere un accettabile valore atteso. Pur non trattandosi certamente di uno strumento altamente remunerativo, fu il primo esempio di successo di applicazione del principio di segmentazione all'interno del mercato del credito.

Anche l'editore del New York World Joseph Pulitzer si mosse in questa direzione quando, nel 1885, organizzò un piano di donazioni per terminare il progetto della Statua della Libertà. Questo esperimento di *Crowdfunding* "ante litteram" ebbe un successo clamoroso per l'epoca riuscendo a raccogliere una folla di più di 120.000 volontari, molti dei quali offrirono meno di un dollaro.

Nella sua concezione più moderna, il termine crowdfunding è stato coniato da Michael Sullivan con il lancio di *Fundavlog* nel 2006, che si è rivelato un tentativo fallimentare di incubatore di progetti di videoblog che prevedeva una semplice funzionalità per effettuare donazioni online³².

Il grado di modularità dello strumento del *Crowdfunding* è probabilmente il più elevato, se paragonato con simili prestazioni finanziarie. Ad ogni modo, è possibile individuare alcune caratteristiche chiave, necessarie al fine di definirne i tratti essenziali. Queste sono:

- La folla di investitori;
- Il funding;
- L'uso di Internet.

Il fattore aggregativo e la sua spontaneità rappresentano sicuramente un tratto fondamentale del fenomeno. Questa particolare accezione del termine *Crowd* ha potuto maturare il suo significato in seno ad un altro fenomeno: il *Crowdsourcing*³³. Trattandosi di "folla" accomunata da aspirazioni, passioni o visioni del mondo, la collettivizzazione di progetti di ogni tipo ha avuto le maggiori ripercussioni positive in ambito artistico, sociale e culturale. Nel 1997, infatti, esemplificativo è il caso di un

³² Vassallo W. (2014). Crowdfunding nell'era della conoscenza chiunque può realizzare un progetto, il futuro è oggi. Franco Angeli

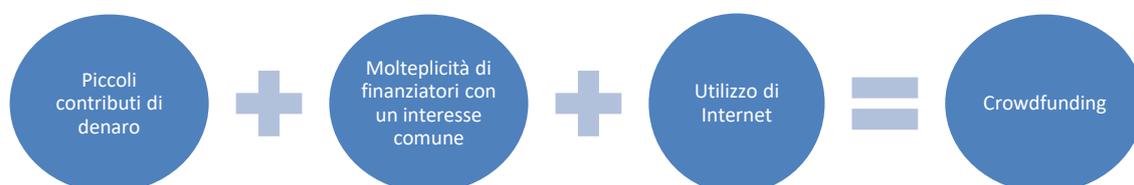
³³ Il crowdsourcing (da *crowd*, "folla", e *sourcing*, da outsourcing, e cioè esternalizzazione aziendale) è lo sviluppo collettivo di un progetto da parte di numerose persone esterne all'entità che ha ideato il progetto stesso. Le persone che collaborano lo fanno in genere volontariamente, rispondendo ad un invito a collaborare. Questo modello di realizzazione dei progetti è in genere reso possibile da internet e non riguarda necessariamente la scrittura di codice in linguaggi di programmazione, ma la varietà di progetti può essere diversa, basti pensare a Wikipedia stessa, scritta dai propri lettori. In ambito economico può essere definito come l'"esternalizzazione di una parte delle proprie attività". Fonte: <https://it.wikipedia.org>.

gruppo rock statunitense, i Marillion, che, grazie alla generosa partecipazione dei propri fan, raccolsero oltre 60.000 dollari per poter organizzare una *tour*. Più recentemente, invece, il *Crowdfunding* è stato usato persino dall' ex presidente degli Stati Uniti d' America Barack Obama, che riuscì a raccogliere numerose donazioni a sostegno della propria campagna elettorale.

I prodromi dell'attività di funding, possono essere rintracciati a partire dagli anni '90, periodo nel quale comincia ad affermarsi il micro credito dopo anni di utilizzo marginale.

L'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa e lo sviluppo del Web 2.0, hanno permesso ai due fattori chiave, la folla e l'attività di funding, di giungere con più rapidità a conoscenza del progetto, facilitando dunque l'incontro tra domanda ed offerta che virtualmente avviene su una piattaforma di crowdfunding mediante sistemi elettronici di pagamento online.

Figura 3: Crowdfunding - come funziona



Fonte: Rielaborazione personale di Van Wingerden, R., & Ryan, J. (2011). *Fighting for funds: An exploratory study into the field of crowdfunding*.

A partire dal 2008, anno di diffusione presso le masse del fenomeno del *Crowdfunding*, si è assistita ad una vera e propria esplosione di questa strategia di finanziamento di progetti innovativi, enti non-profit e startup. Del resto, tramite la rete, in appena pochi anni, l'ammontare di finanziamenti registrato è passato da 500 milioni di dollari ad un totale di oltre 30 miliardi a fine 2015³⁴. Il crowdfunding non è solo uno strumento

³⁴ LERRO A. M. (2013), "Equity Crowdfunding", *Gruppo 24 Ore – Milano*.

finanziario innovativo ma rappresenta anche un importante strumento di marketing che consente di studiare il mercato nella fase che precede il lancio di un prodotto, per valutarne il gradimento e le sue possibilità di successo. Infatti, con tale strumento si riesce a promuovere un prodotto nella fase di funding, prima ancora che esso sia sul mercato, accelerandone poi l'adozione e riducendo il rischio di insuccesso. Consente inoltre la creazione e lo sviluppo di una community che discute del prodotto, calato sin dalla sua concezione in un ambiente web 2.0. Si tratta di un fenomeno partecipativo che valorizza il desiderio delle persone di sentirsi parte di un progetto, di fornire il proprio contributo non solo finanziario ma anche emotivo per il successo di un'idea.

2.2. I MODELLI DEL CROWDFUNDING E IL LORO UTILIZZO

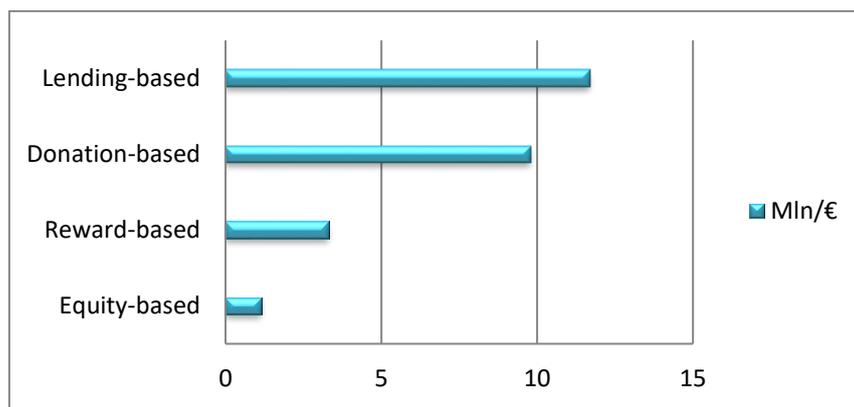
L'analisi complessiva del fenomeno del crowdfunding può essere condotta secondo un metodo casistico che consente di evidenziare importanti esperienze sul comportamento degli investitori, sulle reazioni emotive, sulla disponibilità a contribuire e su molti altri aspetti critici della relazione tra proponente e pubblico.

Attraverso tale approccio è stato possibile analizzare, in termini quantitativi, quelli che sono i dati relativi alla raccolta fondi secondo differenti metodologie che hanno dato origine alla distinzione di tale strumento in quattro modelli: *lending-based*, *donation-based*, *reward-based*, *equity-based*.

Essi rappresentano una tipizzazione, spesso formale, adottata in letteratura, al fine di definire un certo progetto rispetto al meccanismo di ricompense previste dal proponente, oppure per identificare il diverso tipo di piattaforma.

I dati registrati da Massolution, su oltre 1250 piattaforme di crowdfunding attive, evidenziano un'ampia prevalenza quantitativa, per la raccolta fondi, da parte del modello *lending-based*, seguito dal modello di donazione.

Figura 4: Distribuzione del finanziamento globale per modelli (in miliardi di dollari) anno 2014



Fonte: Massolution (2015), 2015 CF Crowdfunding Industry Report

Il modello lending-based generalmente sottintende una modalità di trasferimento del finanziamento da parte di due soggetti, con il presupposto di ottenere una remunerazione del capitale prestatato senza l'ausilio, in alcuni casi, di intermediari finanziari. Trattandosi, dunque, di una particolare forma di finanziamento, tale modello presuppone una regolamentazione normativa al pari dell'attività bancaria e degli altri intermediari che in Italia è riscontrabile nel Testo Unico Bancario (TUB). Il lending ha dato origine a due sottocategorie del modello: a) il *microlending* e il b) *peer-to-peer lending*. Il primo si avvale del coinvolgimento di un intermediario finanziario locale, che gestisce finanziariamente i rapporti tra soggetti con basso profilo reddituale, volti a intraprendere iniziative di modesto impegno finanziario. Esempio di questa prima modalità è quello seguito dall'organizzazione americana Kiva³⁵ che, attraverso la raccolta di fondi tramite internet promuove iniziative imprenditoriali nei paesi disagiati. La seconda modalità prevede l'incontro diretto sulla piattaforma, tra il soggetto che necessita di denaro e chi intende investire i propri risparmi. Quest'ultima è stata utilizzata per la prima volta negli Stati Uniti e in Gran Bretagna ed è stata implementata in Italia con la piattaforma Smartika³⁶ che ha ottenuto l'iscrizione all'albo degli Istituti di pagamento e consente ai singoli prestatori di indicare quanto intendono versare, a quale tasso di interesse e per quale arco temporale. La piattaforma, inoltre, verifica il

³⁵ www.kiva.org

³⁶ www.smartika.it

profilo creditizio di ogni richiedente che dovrà valutare se accettare l'offerta di finanziamento proposta e diventare, in tal caso, contrattualmente debitore dei prestatori. Il Donation e Reward based si discostano dal precedente modello in termini di controprestazione a carattere non economico per l'investitore. Nel primo caso si tratta di finanziare iniziative a scopo prevalentemente sociale (si parla anche di *social crowdfunding*) o etico, proposte da organizzazioni no-profit o associazioni culturali che intraprendono un progetto benefico o muovono appunto verso una causa socialmente utile. Il finanziatore che in questo caso assume le caratteristiche proprie di un donatore, è spinto da un movente caritatevole e la propria soddisfazione è di tipo morale ed è legata alla partecipazione stessa al progetto ed alla sua realizzazione. La raccolta che viene effettuata secondo la logica del reward-based, pur non riconoscendo un compenso monetario al finanziatore, offre un "premio" che è proporzionato al valore della donazione e può presentarsi in differenti modalità; alcuni progetti contemplano uno sconto o una prelazione per l'acquisto di un bene oppure la possibilità di usufruire gratuitamente di un servizio. Molte piattaforme, in genere, utilizzano il servizio della pre-vendita di un prodotto che si realizza al raggiungimento di un determinato budget economico.

La possibilità da parte dell'imprenditore di rimanere indipendente nella propria attività è uno dei punti di forza di questi modelli poiché non è previsto l'ingresso da parte di terzi soggetti al capitale sociale. La mancanza delle necessarie risorse da parte dei possibili finanziatori, d'altro canto, preclude la possibilità di avvio e quindi di realizzazione dello stesso. Il modello di crowdfunding Reward-based, cioè basato su ricompensa, è utilizzato dalle piattaforme in cui i soggetti che effettuano una donazione per un progetto ricevono in cambio un premio. Tale premio può essere materiale, nel caso si riceva un gadget o la possibilità di ordinare in anticipo un prodotto non ancora sul mercato, oppure intangibile, come ad esempio un ringraziamento sul sito web.

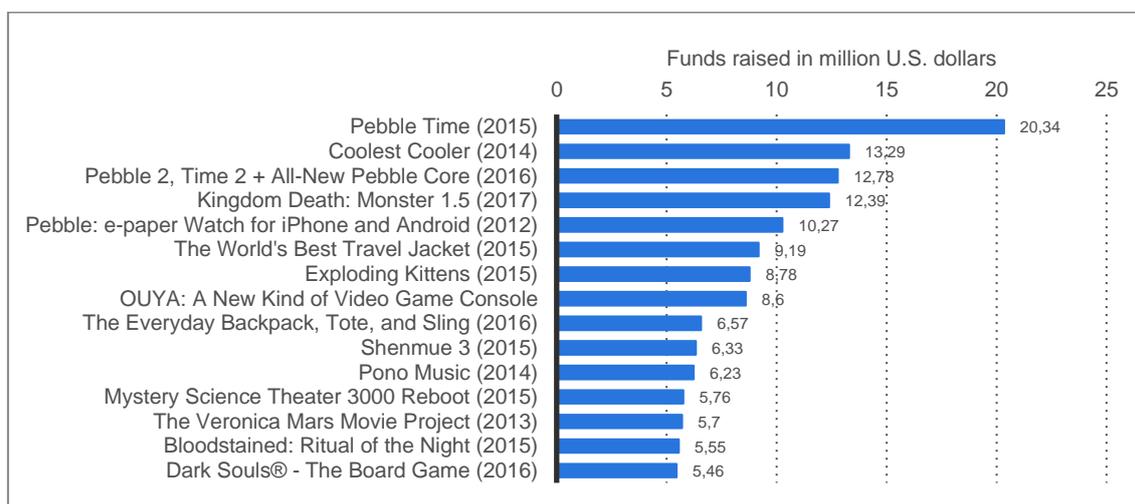
Le prime piattaforme di crowdfunding americane seguivano tutte il modello Reward-based. Tali piattaforme possono a loro volta essere suddivise in due sottocategorie di modelli:

a) Modello “All-or-nothing”

La caratteristica principale di questo modello è che la somma target da raggiungere deve essere ottenuta in un intervallo di tempo definito, che può essere fissato dall'imprenditore o automaticamente dalla piattaforma in base all'importo, e qualora questa non sia raggiunta non è possibile per l'imprenditore ritirare i capitali parziali ottenuti. Tali capitali verranno restituiti ai donatori tramite versamento sul conto oppure, in alcuni casi, allocati su progetti di maggior rilievo.

La piattaforma di crowdfunding Reward-based di maggior successo al mondo è l'americana Kickstarter³⁷. Si tratta di una piattaforma generalista di ricerca fondi che ha raccolto fino ad oggi più di 3 miliardi di dollari da oltre 9 milioni di investitori nel mondo, per un totale di oltre 91 mila progetti realizzati. I progetti che hanno avuto maggior successo sono stati lo smartwatch Pebble, per il quale sono stati raccolti oltre 20 milioni di dollari ed il Coolest Cooler, un frigorifero portatile provvisto di miscelatore per cocktail, luci al LED ed altoparlanti Bluetooth resistenti all'acqua e per il quale sono stati raccolti 13 milioni di dollari. Nella figura sottostante si riportano le campagne, che hanno raccolto più fondi, lanciate dalla piattaforma americana:

Figura 5: Campagne di Kickstarter maggiormente di successo



Fonte: www.statista.com

Il 40% dei fondi ottenuti da Kickstarter è versato da finanziatori che non abitano negli Stati Uniti e questa evidenza ha spinto la piattaforma americana ad espandersi all'estero,

³⁷ www.kickstarter.com

specialmente in Europa. Il 28 aprile 2015 Kickstarter è sbarcata in Germania raccogliendo due milioni solo nelle prime due settimane mentre nel Regno Unito, che oggi costituisce il secondo mercato della piattaforma, è presente da ormai cinque anni.

Recentemente la piattaforma è arrivata anche in Italia, offrendo agli imprenditori italiani la possibilità di inserire le proprie proposte nel network mondiale. Del resto, soltanto nel 2014 gli investitori italiani hanno sostenuto molti dei progetti lanciati da Kickstarter, per un totale di tre milioni di dollari.

L'alternativa italiana di maggior rilievo per quanto riguarda i modelli Reward-based in accezione "All-or-nothing" è Eppela³⁸. Eppela nasce nel 2011 come sito web finalizzato al finanziamento di progetti innovativi nei campi dell'arte, della tecnologia, del cinema, del design, della moda, del sociale e del non-profit. Fino al dicembre 2014 la piattaforma, che da poco è sbarcata anche negli Stati Uniti, ha raccolto oltre 5 milioni di euro, più della metà dei capitali movimentati dall'intero settore Reward-based in Italia.

b) Modello "Take-it-all"

In questo modello, a differenza del precedente, l'imprenditore può beneficiare dei capitali versati a favore del suo progetto anche se questi non raggiungono il target alla data di scadenza prefissata. Tale modalità viene definita anche Flexible Funding ed una delle più celebri piattaforme che la adotta è Indiegogo³⁹, pioniera del crowdfunding online.

In Italia abbiamo Boomstarter⁴⁰ che si basa sul modello "Take-it-all".

La possibilità di portare a termine la raccolta ed ottenere i fondi anche se non si raggiunge il target può rappresentare un'arma a doppio taglio per gli imprenditori. Questo può infatti disincentivare i finanziatori a coinvolgere amici e conoscenti nel finanziamento e ridurre così il numero di potenziali donatori coinvolgibili dalla rete.

³⁸ www.eppela.com/it

³⁹ www.indiegogo.com/

⁴⁰ www.boomstarter.it

Le statistiche dimostrano che le campagne “All-or-nothing” hanno una probabilità di essere chiuse con successo, raggiungendo cioè la somma target, maggiore rispetto alle campagne “Take-it-all”. Gli imprenditori che intraprendono campagne del primo tipo sono inoltre in media molto più scrupolosi rispetto agli altri nella fornitura delle documentazioni utili per la Due Diligence, sanno infatti che una maggiore chiarezza in questo senso stimolerà di più il donatore al finanziamento del progetto.

È interessante osservare anche alcune alternative a tale modello. In particolare la piattaforma americana RocketHub⁴¹ ha coniato un metodo definito “All-and-more” in cui non solo è possibile prendere qualsiasi somma, anche qualora questa non raggiunga il target, ma è possibile superare il target qualora il successo della campagna porti a questa eventualità. Nel caso la somma raccolta ecceda la somma richiesta, l'imprenditore è esentato dal pagamento di parte delle tariffe (come la tariffa di iscrizione alla piattaforma o la percentuale del capitale raccolto dovuta come fee per il servizio offerto). Infine la piattaforma italiana Starteed⁴², offre ai propri investitori un ritorno economico reale in modo tale da incentivarne la partecipazione.

Come normalmente accade per le realtà che si sviluppano in tempi rapidissimi, è normale che ci voglia del tempo prima che queste vengano metabolizzate dal sistema. Nello specifico, è recente l'apertura di un dibattito a seguito della decisione dell'Unione Europea di assoggettare ad imposta sul valore aggiunto (IVA) il crowdfunding. In particolare, secondo il giudizio della Commissione Europea, questa dovrebbe essere applicata sui premi che vengono corrisposti nel crowdfunding Reward-based in cambio della donazione dei soggetti finanziatori.

Il problema di questa imposizione è che va a caricare di zavorre lo sviluppo della raccolta dal basso, che invece avrebbe bisogno di incentivi vista la potenzialità di questo strumento e viste le non tanto rosee prospettive di perdita del 2% del mercato da parte del crowdfunding europeo nel corso dell'anno corrente. C'è da dire però che il modello Reward-based si basa sul conferimento di capitali da parte dell'investitore in cambio di un gadget, si tratta quindi di una donazione che per sua natura non richiede una attività di fatturazione né tantomeno l'applicazione dell'IVA.

⁴¹ www.rockethub.com

⁴² www.starteed.com/it

Al contrario, esiste un modello definito Royalty-based, in cui chi finanzia un progetto ne riceve in cambio una parte dei profitti, per cui è prevista una normativa fiscale precisa e comunemente accettata.

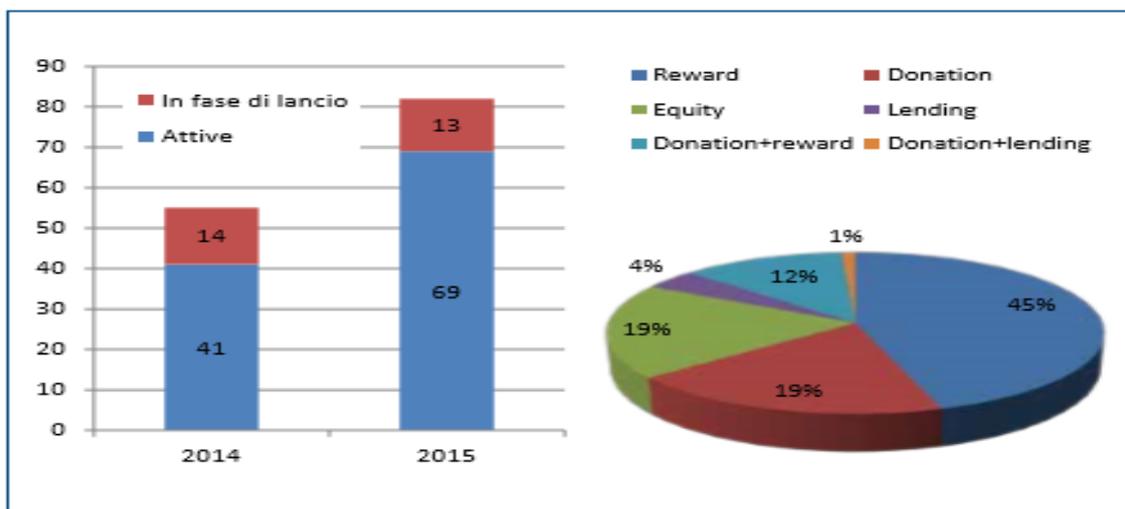
2.3. IL CROWDFUNDING IN ITALIA

Il crowdfunding sbarca in Italia nell'ormai lontano 2005, con la piattaforma "*Produzioni dal Basso*" nata per autofinanziare produzioni artistiche. A distanza di più di 10 anni in Italia si contano attualmente 82 piattaforme di crowdfunding⁴³ di queste, 69 sono attive e 13 sono in fase di lancio, registrando un tasso di crescita del 68% rispetto al 2014. Accanto ai modelli tradizionalmente riconosciuti nel settore del crowdfunding, ovvero Ricompense, Donazioni, Equity, Debito, sono presenti piattaforme che offrono più di un modello e che possiamo definire ibride. Fra le 69 piattaforme attive, 31 (pari al 45%) sono basate su Ricompense, 13 (il 19%) su Donazioni, 13 (19%) sono piattaforme Equity e 3 (il 4%) si fondano sul Debito. Le piattaforme ibride risultano 9 (13%), all'interno di queste, il modello più diffuso è quello Ricompense + Donazioni.

Rispetto alla mappatura del 2014, a seguito dell'iscrizione al registro Consob, cresce la percentuale delle piattaforme attive Equity che passa dal 5 al 19%. Diminuiscono invece le piattaforme ibride, in particolare quelle basate su Ricompense + Donazioni (dal 24 al 12%).

⁴³ Pais I. (2015), *Il crowdfunding in Italia. Report 2015*, ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ottobre 2015.

Figura 6: Le piattaforme di crowdfunding censite in Italia (ottobre 2015)



Fonte: Pais I. (2015), *Il crowdfunding in Italia. Report 2015*, ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ottobre 2015.

Tra le piattaforme il 78% è iscritto al Registro delle Imprese. Le 11 piattaforme non registrate sono così distribuite: 4 donazioni, 2 in fase di lancio e 4 ricompense. Da un punto di vista geografico, la parte preponderante delle piattaforme di crowdfunding si trova nell'Italia settentrionale, Milano è la sede operativa di ben 18 piattaforme e sede legale di 16, al secondo posto troviamo Roma con 3 sede legali ed altrettante operative. Nella figura seguente è rappresentata la disposizione specifica delle sedi:

Figura 7: Distribuzione geografica delle piattaforme di crowdfunding in Italia (dati al 2015)

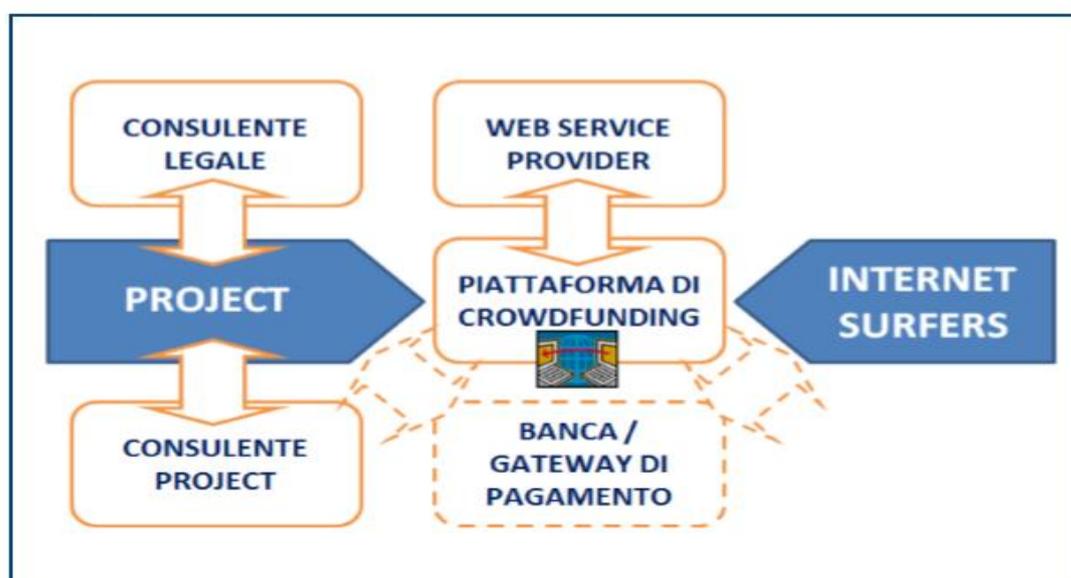


Fonte: Pais I. (2015), *Il crowdfunding in Italia. Report 2015*, ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ottobre 2015

Interessante è anche il tema dei fondatori di tali portali, secondo il report sul crowdfunding in Italia effettuato dall'Università Cattolica del Sacro Cuore, in questo settore due fondatori su tre sono imprenditori uomini, sotto i 40 anni, con una formazione economico-ingegneristica. Dallo studio emerge inoltre che per i fondatori non si tratta della loro prima esperienza lavorativa, ma si tratta di soggetti che svolgono attività ulteriori, tipicamente docenti, consulenti o manager.

I portali non sono gli unici attori dell'industria del crowdfunding italiana. L'intero processo ha infatti le sue fondamenta su una molteplicità di soggetti che operano al fine di efficientarne la filiera e che sono schematizzati nella figura seguente:

Figura 8: La filiera del crowdfunding in Italia



Fonte: 1° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING, Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Per cominciare, dal punto di vista dell'architettura informatica della piattaforma, quest'ultima viene spesso sviluppata dai cosiddetti *web service provider* esterni, ovvero società o professionisti che si occupano di curarne gli aspetti grafici e di implementare il sistema di gestione degli ordini da parte dei finanziatori (che tipicamente avviene tramite sistemi di *gateway* come Paypal, o con carta di credito o con bonifico bancario). In quest'ambito il player più importante è sicuramente Starteed che ha come clienti cinque piattaforme di crowdfunding italiane. Altri attori che vanno a comporre la filiera

sono quelli che si occupano della gestione dei pagamenti, tema che diventa particolarmente importante nell'ambito del crowdfunding. Nell'equity crowdfunding, ad esempio, i fondi non possono essere raccolti direttamente dalle piattaforme, ma queste devono avvalersi di soggetti autorizzati quali banche e SIM. Fra le banche, il soggetto di gran lunga più attivo, nell'assistere le piattaforme, è il Banco Popolare, mentre fra le SIM troviamo Unica SIM, che gestisce il portale Unicaseed, e Assiteca SIM. Le ultime due categorie di soggetti sono rappresentate dagli advisor legali e dai consulenti di progetto, i primi focalizzati sull'assistenza contro gli eventuali rischi e responsabilità derivanti dal lancio di una campagna di crowdfunding, i secondi volti a supportare la redazione del business plan e del marketing plan. Può capitare che vengano coinvolti anche dei periti indipendenti e valutatori laddove sia necessario effettuare una valutazione di brevetti, marchi o altri asset.⁴⁴

2.4. Equity Crowdfunding

L'Equity crowdfunding offre all'investitore, in cambio dell'investimento, quote di proprietà di una società, nello specifico di una Startup. La differenza fondamentale tra questa tipologia di richiesta fondi e quella Reward-based è che in questo caso l'investitore non investe soltanto perché conquistato dall'idea, ma perché vuole avere in cambio una partecipazione al capitale sociale dell'impresa e quindi diventare proprietario del progetto finanziato. Alla partecipazione nella società conseguiranno ovviamente diritti amministrativi e patrimoniali, quali il diritto a percepire dividendi futuri e l'opportunità di realizzare plusvalenze dalla vendita a terzi delle partecipazioni. La pratica dell'equity crowdfunding viene annoverata, dagli esperti del settore, tra le principali innovazioni nell'ambito del finanziamento delle start-up, avendo permesso la nascita di attività e progetti destinati altrimenti al fallimento. Questo, tra l'altro, è certamente stato uno dei motivi per cui lo strumento ha attirato da subito l'attenzione di media e legislatori.

⁴⁴ *Dati contenuti in: 1° REPORT ITALIANO SUL CROWDFUNDING, Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale*

Negli Stati Uniti l'equity crowdfunding è stato disciplinato per la prima volta dal "*Jumpstart Our Business Startups Act*" del 5 aprile 2012, più comunemente noto come legge Jobs Act. Tale legge ha istituito questa tipologia di raccolta fondi, permettendo ad una massa importante di piccoli investitori di adottare questa tecnica di finanziamento, subordinando l'efficacia dell'operazione alla presenza di un intermediario e imponendo un limite di raccolta, per le aziende, pari a un milione di dollari⁴⁵.

L'Italia è stata il primo paese in Europa a regolamentare l'Equity-crowdfunding, già nel 2012, infatti, il ministero dello sviluppo economico ha istituito una commissione di esperti per studiare misure a sostegno dell'economia che ha portato il governo ad assumere una serie di provvedimenti sia in materia di start up che in materia di finanziamenti.

La disciplina delle offerte attraverso le piattaforme di equity crowdfunding è contenuta nel regolamento della Consob, emesso il 26 giugno 2013 e conseguente al decreto Crescita Bis del dicembre 2012 che prevede la vendita di strumenti finanziari, anche di piccoli importi, emessi da start-up innovative attraverso portali iscritti al registro Consob, per un corrispettivo che può arrivare fino a 5 milioni di euro.

Il regolamento iniziale è stato recentemente modificato anche alla luce dell'emanazione delle nuove norme sulla MIFID⁴⁶. La CONSOB, infatti, di recente, è stata protagonista della formulazione di un nuovo Regolamento volto a semplificare la disciplina dell'equity crowdfunding, la gestione e la raccolta del capitale, abbattendone il costo ed aprendo a *pool* di investitori sempre più ampi l'accesso allo strumento. Oggi, sempre più soggetti possono contribuire a finanziare i progetti imprenditoriali innovativi, rendendo i finanziamenti alle imprese più semplici e convenienti.

La delibera n. 19520/2016, che modifica il Regolamento n. 18592/2013, nasce dall'esigenza di recepire le modifiche normative introdotte da:

- *il D.L. n. 3/2015 noto come "Investment Compact" che ha ampliato la categoria degli offerenti quote di capitale di rischio tramite portali on-line a PMI*

45 LERRO A. M. (2013), "Equity Crowdfunding", Gruppo 24 Ore – Milano.

46 La MIFID è la direttiva sugli strumenti finanziari approvata dal Consiglio e dal parlamento europeo il 20 aprile 2004 vd. <http://www.borsaitaliana.it/mifid>

innovative, Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative;

- *dalla normativa MIFID II, che prevede, per i soggetti che operano in regime di esenzione, requisiti organizzativi e procedurali più stringenti e che porterà al rafforzamento dell'attività di vigilanza sui gestori dei portali.*

Tra le principali novità, vi è l'ampliamento dei soggetti legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori professionali includendo tra essi anche gli "investitori professionali su richiesta", così come definiti dalla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento (MIFID) e gli "investitori a supporto dell'innovazione" (es. Business Angel), identificati dalla Consob sulla base di criteri oggettivi.

Con la nuova normativa è attribuita ai gestori dei portali la possibilità di effettuare l'adeguata verifica, prevista dalla MIFID ai fini di stabilire quanto l'investimento sia appropriato rispetto alle conoscenze e all'esperienza dell'investitore, che finora erano prerogativa delle banche (così detta profilatura della clientela).

2.5.LE STARTUP INNOVATIVE

L'equity crowdfunding è stato istituito in Italia allo scopo di consentire il finanziamento delle start-up innovative, introdotte per la prima volta nel nostro Paese con il D.L. 221/2012, conosciuto come "Decreto crescita bis".

Con tale normativa è stata introdotta nel nostro sistema la definizione di "startup innovativa", che l'art. 25 del decreto definisce come "una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano oppure Societas Europea, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione". Vi rientrano, pertanto, sia le S.r.l (compresa la nuova forma di S.r.l semplificata o a capitale ridotto), le S.p.A, le S.a.p.a e le società cooperative.

Con tale normativa vengono previste per le start up innovative una serie di agevolazioni di carattere amministrativo, fiscale e fallimentare.

Una società per essere definita start-up innovativa deve possedere i seguenti requisiti:

- ✓ *deve essere costituita e operare da non più di 60 mesi;*
- ✓ *deve essere residente in Italia, o in uno degli stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;*
- ✓ *il totale del valore della produzione annua, non deve superare i 5 milioni di euro;*
- ✓ *non deve distribuire o aver distribuito utili;*
- ✓ *deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;*
- ✓ *non deve essere stata costituita per effetto di una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda ⁴⁷.*

Inoltre, la start-up per essere innovativa deve possedere almeno uno dei seguenti criteri⁴⁸:

- ✓ *deve sostenere spese in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 15% per cento del maggiore importo tra il costo e il valore della produzione;*
- ✓ *deve impiegare per almeno 1/3 dottorandi, dottorati o ricercatori oppure una percentuale uguale o superiore a 2/3 della forza lavoro deve possedere una laurea magistrale;*
- ✓ *deve essere titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore,*

47 ai sensi del Decreto Legge 221/2012

48 ai sensi dell'art. 4 del d.m. n. 270/2004 così integrato con d.l. n. 76/2013

*purché tali private siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa*⁴⁹.

Le società già costituite, alla data di entrata in vigore del decreto, per essere considerate start-up innovative, dovevano presentare, entro 60 giorni dalla data di conversione in legge, tramite autocertificazione del legale rappresentante il possesso dei requisiti richiesti.

È stata inoltre istituita un'apposita sezione del Registro delle imprese, caratterizzata dall'obbligatorietà dell'iscrizione, per tutti i soggetti giuridici che possano essere classificati come start-up innovative o incubatori certificati. Gli enti iscritti al registro potranno usufruire degli incentivi predisposti dalla normativa e, al contempo, garantire un elevato grado di trasparenza e un'adeguata pubblicità per i terzi che siano intenzionati a conoscere le generalità del soggetto esercitante attività innovativa.

Gli incubatori certificati sono società di capitali, costituite anche in forma di società cooperativa, con sede degli uffici legali ed amministrativi in Italia e soggetti alle norme di diritto italiano o europeo. Si tratta di società che offrono servizi per favorire la nascita e lo sviluppo di start-up innovative. Un incubatore certificato è definito tale in quanto:

- ✓ *dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere start-up innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;*
- ✓ *dispone di attrezzature adeguate all'attività delle start-up innovative, quali sistemi di accesso in banda ultra-larga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;*
- ✓ *è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente;*
- ✓ *ha regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti*

⁴⁹ La percentuale iniziale era il 20% ed stata ridotta al 15% con Decreto Legge. n. 76/2013

collegati a start-up innovative; ha adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a start-up innovative.

A garanzia dell'effettivo possesso e della sussistenza dei su menzionati elementi viene incaricato il legale rappresentante al momento della domanda di iscrizione alla sezione speciale del registro delle imprese. La verifica del rispetto della disciplina è operata in base a determinati indicatori economici e valori-soglia istituiti dal Ministero dello Sviluppo Economico che devono necessariamente essere rispettati.

Le start-up innovative hanno inoltre a disposizione la possibilità di usufruire di determinate garanzie per conseguire una gestione più flessibile e funzionale:

- ✓ *facoltà di estendere di dodici mesi il periodo di c.d. "rinvio a nuovo" delle perdite (dalla chiusura dell'esercizio successivo alla chiusura del secondo esercizio successivo) e, nei casi di riduzione al di sotto del minimo legale, di consentire il differimento della decisione sulla ricapitalizzazione entro la chiusura dell'esercizio successivo;*
- ✓ *facoltà di utilizzare anche per le start-up innovative costituite in forma di S.R.L. istituti ammessi solo nelle S.p.A., in particolare la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso la creazione di categorie di quote anche prive di diritti di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione, o l'emissione di strumenti finanziari partecipativi;*
- ✓ *facoltà di offrire al pubblico quote di partecipazione in startup innovative costituite in forma di S.R.L., consentendo di facilitarne l'accesso al capitale indipendentemente dalla forma giuridica prescelta;*
- ✓ *facoltà di deroga al divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni qualora l'operazione sia effettuata in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di strumenti finanziari a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo o prestatori di opere o servizi, anche professionali (stock options e work for equity);*
- ✓ *facoltà di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci.*

Ulteriori agevolazioni si aggiungono dal punto di vista fiscale. Incubatori certificati e start-up innovative sono infatti esonerati dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale, dal momento della loro iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese. Queste esenzioni rimangono tuttavia subordinate al mantenimento dei requisiti previsti *ex lege* per l'acquisizione della qualifica di start-up innovativa e di incubatore certificato. Vigè anche una limitazione dal punto di vista temporale in quanto è stabilito un termine per i suddetti incentivi pari a cinque anni dopo l'iscrizione nel registro.

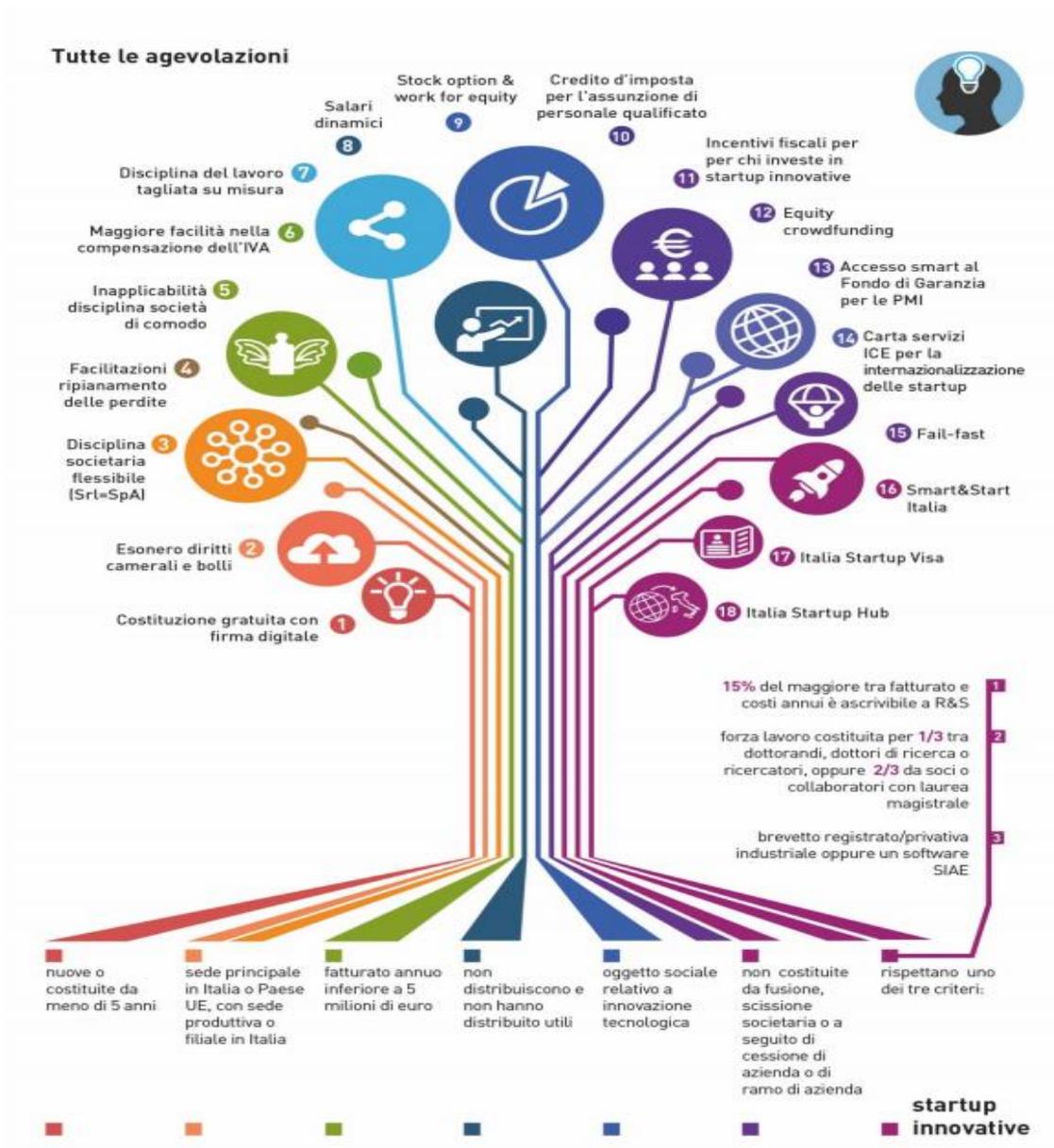
A agevolazioni esistono anche nell'ambito dell'assegnazione di azioni quote o titoli analoghi a dipendenti, collaboratori, fornitori e amministratori di start-up o incubatori certificati. Dal punto di vista fiscale e contributivo, infatti, il reddito derivante dall'attribuzione di questi strumenti finanziari o diritti non concorrerà alla formazione della base imponibile. Questo espediente rappresenta senz' altro un incentivo alla partecipazione diretta al rischio di impresa, non solo da parte degli investitori, ma anche da parte degli altri *stakeholder* all' interno o all' esterno della società. La normativa ha concretamente reso possibili soluzioni alternative di remunerazione di dipendenti e collaboratori. La leva fiscale è quindi utilizzata come strumento principale per attrarre capitali privati e garantire la sussistenza e la crescita di queste realtà potenzialmente benefiche per l'accrescimento del benessere sociale e per lo sviluppo innovativo dell'intero sistema.

Start-up ed incubatori certificati godono inoltre di condizioni favorevoli in termini di copertura dei finanziamenti ed importo massimo garantito. Il *Fondo centrale di garanzia* per le piccole e medie imprese, può infatti applicare un regime di eccezione in favore di questi soggetti di diritto caratterizzato da un inferiore tasso di complessità e da minori vincoli rispetto alla norma.

Per concludere, al fine di facilitare l'avvio di startup si prevede inoltre che, una volta decorsi dodici mesi dall'iscrizione nel Registro delle imprese del decreto di apertura

della procedura liquidatoria, i dati relativi ai relativi soci non siano più accessibili al pubblico ma esclusivamente all'autorità giudiziaria e alle autorità di vigilanza⁵⁰.

Figura 9: Start-up innovative requisiti e agevolazioni



Fonte: www.startupbusiness.it

⁵⁰ <http://www.startup.it>

2.6. Le start-up e l'equity crowdfunding

Per le start-up innovative, l'accesso al Crowdfunding non è subordinato alla presenza di un investitore professionale al momento dell'emissione. È tuttavia una caratteristica vincolante nel momento in cui si vorrà concludere la campagna. Tuttavia, il fatto che l'agevolazione sia limitata alle sole start-up innovative ha generato dubbi riguardo alla effettiva efficacia della disciplina che potrebbe generare effetti non voluti, come una riduzione della diffusione del fenomeno del crowdfunding⁵¹, piuttosto che la sua espansione.

Nonostante la finalità dichiarata del provvedimento di legge sia quella di garantire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico e l'occupazione giovanile, alcune perplessità sono state sollevate, principalmente in merito alla mancanza di un ambiente affidabile. Per ambiente si intendono sia le condizioni di diritto necessarie ad apportare fiducia e benefici, sia agli investitori che alle start-up innovative, ma anche le condizioni economiche e sociali senza le quali il decreto avrebbe utilità limitata.

Per quanto riguarda la normativa in ambito di piattaforme di crowdfunding, la regolamentazione dell'offerta di queste ultime prevede la vendita di strumenti finanziari, anche di piccoli importi, emessi da start-up innovative attraverso portali iscritti al registro Consob, per un corrispettivo che può arrivare fino a 5 milioni di euro. La possibilità di accedere al crowdfunding si aggiunge ai già citati significativi benefici concessi alle start-up innovative dal Decreto Crescita 2.0⁵².

Risulta dunque chiaro quanto lo strumento del crowdfunding sia prevalentemente finalizzato al sostegno della piccola impresa commerciale. In questo frangente, la circolazione dei capitali può avvenire attraverso apposite piattaforme on-line che possono essere di due tipi:

- ✓ piattaforme web ordinarie;
- ✓ piattaforme web gestite da banche e società di investimento.

51 BARTOLOMEI G. & MARCOZZI A (2015), "Come finanziare una start-up innovativa". EpC editore - Roma

52 www.decreto2.0.it

Diverso è il trattamento per le due tipologie di portali dal punto di vista della pubblicità e dei requisiti. Nel primo caso, se rispettati i requisiti di onorabilità e professionalità, le piattaforme web ordinarie sono soggette all'obbligo di registrazione nell'apposito Registro tenuto dalla CONSOB. Per quanto riguarda invece le piattaforme web gestite da intermediari finanziari, queste vengono semplicemente annotate in una sezione speciale del registro, in quanto controllate da enti già abilitati a svolgere in via ordinaria attività di sollecitazione di pubblico risparmio.

Per le piattaforme web ordinarie esistono ulteriori limitazioni dal punto di vista del monte investimenti che possono gestire in autonomia: si tratta infatti di operazioni di crowdfunding solamente per investimenti minimi, per capitali fino a 500 euro se l'investitore è una persona fisica, e fino a 5000 euro se è una persona giuridica. A detti valori si sovrappone anche un limite annuale rispettivamente di 1.000 e 10.000 euro per il medesimo soggetto.

Qualora i suddetti limiti venissero superati, le piattaforme web ordinarie dovranno comunicare la loro posizione ad un intermediario finanziario autorizzato, come banche o società di investimento, e collaborare con questi ultimi affinché seguano la parte esecutiva dell'investimento, applicando le procedure MIFID, e in seguito alle dovute valutazioni del profilo di rischio dell'investitore, curando l'incasso e le procedure previste dalla normativa. Naturalmente, lo stesso obbligo non si applicherà alle piattaforme già controllate da Banche o società di investimento che potranno invece gestire in autonomia l'intero processo.

Gli investitori che aderiscono ad un'offerta on-line non acquisiscono immediatamente lo status di socio, la campagna ha infatti una durata temporale ed una somma target generalmente definite dall'imprenditore. Se entro il tempo prestabilito si raggiunge la somma obiettivo, ed almeno il 5% di tale capitale è richiesto da un investitore professionale, si diventa soci a tutti gli effetti della società emittente. Se l'offerta non si perfeziona i capitali versati su un conto indisponibile tornano nella disponibilità degli investitori, come nella modalità "All-or-nothing".

L'offerta mediante la forma dell'equity crowdfunding, si realizza con due modelli:

- ✓ “modello-club” in cui l'offerta non viene fatta direttamente al pubblico ma è la piattaforma a reclutare potenziali investitori che fanno parte di un club di investimento chiuso;
- ✓ “modello-cooperativa” (o modello holding) in cui i singoli contribuenti vengono radunati in entità legali che investono nei progetti. All'interno di questa categoria possiamo inserire la piattaforma *SiamoSoci*, che ha raggiunto successi importanti nel nostro paese.

SiamoSoci⁵³ è un motore di ricerca che permette agli investitori di trovare le Startup con idee di business più interessanti e finanziarle. In questo modo le neonate imprese possono ottenere i capitali necessari per la propria crescita. La piattaforma facilita la creazione di investimenti di gruppo tra investitori con professionalità diverse che intendono effettuare l'investimento. L'importo minimo sottoscrivibile è di 5000 Euro con possibilità di effettuare investimenti superiori al minimo stabilito.

Sebbene il canale dell'Equity crowdfunding stia conseguendo ottimi risultati all'estero, in Italia non sembra per il momento aver riscosso una grande fortuna, ad esclusione di SiamoSoci che rappresenta una delle poche eccezioni.

La prima causa della rallentata partenza dell'equity crowdfunding italiano è da ascrivere al fatto che tale forma di finanziamento inizialmente era prevista solo per le start-up innovative e questo scoraggiava il “crowd” in quanto comportava il finanziamento di mere idee, che nemmeno un investitore altamente professionale, con un elevatissimo profilo di rischio, avrebbe preso prendere in considerazione. Le idee si finanziano con il c.d. *Bootstrapping*, l'investimento personale dei soci, il prestito bancario ed eventualmente qualche piccolo contributo pubblico per favorire l'innovazione⁵⁴. L'insuccesso iniziale dell'equity crowdfunding è da ascrivere alla scelta legislativa iniziale di puntare sulle start-up innovative, che tra tutte le aziende sono le più difficili da capire e valutare e quelle sulle quali l'asimmetria informativa è più evidente.

⁵³ www.siamosoci.com

⁵⁴ LERRO A. M. (2013), “Equity Crowdfunding”, Gruppo 24 Ore – Milano.

Recentemente il D.L. 3/2015, noto anche con il nome di “*Investment Compact*”, ha fornito una buona soluzione a questa problematica estendendo lo strumento del crowdfunding a tutte le PMI innovative, ovvero a tutte quelle piccole e medie imprese operanti nell’innovazione tecnologica a prescindere dall’oggetto sociale e dalla data di costituzione.

In particolare le PMI innovative devono possedere i seguenti requisiti:

- ✓ *sede principale in Italia o in uno Stato UE con sede produttiva o filiale in Italia;*
- ✓ *meno di 250 fra dipendenti e collaboratori;*
- ✓ *fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di euro;*
- ✓ *non essere quotate su un mercato regolamentato;*
- ✓ *aver già depositato un bilancio certificato;*
- ✓ *non essere iscritte al Registro delle Imprese come startup innovative⁵⁵.*

Un ulteriore causa di ritardo nello sviluppo dell’equity crowdfunding sta nel sistema troppo ingessato posto in essere dal Regolamento n. 18592 della CONSOB e, soprattutto, nella necessità di diffusione della MIFID per gli investimenti superiori a 500 euro. Ciò ha comportato una catena di disfunzioni quali la necessità per le piattaforme di reperire un partner necessariamente bancario, la scarsa informatizzazione della finanza retail, la complessità di un processo che scoraggia, più che informare. Si tratta di problemi fatali in un Paese come l’Italia, che ha una scarsissima propensione per l’investimento in capitale di rischio.

In verità, la normativa nazionale nasce da un errato posizionamento: si era pensato all’equity crowdfunding come ad una variante del crowdfunding reward-based, immaginando una massiccia presenza di investitori retail impegnati con piccole somme, invece, l’equity crowdfunding si sta dimostrando uno strumento per investitori sofisticati, se non proprio per “*angel investors*”, soprattutto in Italia. Mentre le medie di investimento pro capite di CrowdCube⁵⁶, il leader di mercato britannico, sono di circa 3.500 euro, la media italiana è di 10.250 euro, quasi il quadruplo. Forse la ragione sta nella complessità normativa, che scoraggia il retail più dell’investitore esperto; o forse

⁵⁵ <http://www.mi.camcom.it/pmi-innovative>

⁵⁶ www.crowdcube.com

l'equity crowdfunding sta assumendo un ruolo di strumento di diversificazione per gli investitori sofisticati che vogliono puntare sull'economia reale.

Questi problemi sono alla base dell'inefficienza del sistema ed hanno direttamente ridotto i flussi finanziari raccolti dalle piattaforme di equity crowdfunding.

2.7. La disciplina del conflitto di interessi

La piattaforma di equity crowdfunding può creare conflitti di interesse a tal fine l'art. 13 del Regolamento CONSOB istituisce un divieto, per il gestore della piattaforma, di formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte, atte ad influenzare il loro andamento.

In aggiunta al summenzionato articolo, è espressa previsione della disciplina dedicata agli intermediari finanziari la presenza di alcune procedure volte a garantire la trasparenza delle transazioni. Gli intermediari finanziari, al fine di evitare l'insorgere di conflitti di interessi, sono infatti obbligati ad utilizzare misure di informazione preventiva in favore di terzi, specialmente nel caso possano verificarsi situazioni di diretto coinvolgimento dell'intermediario stesso all'interno di una determinata trattativa. Sono inoltre previste precise *routine* per la gestione del rischio e la previsione di chiare clausole contrattuali a tutela dei fruitori del servizio di *funding*. L'impegno del gestore del portale è triplice, in quanto si troverà impegnato da un lato ad evitare il conflitto nei confronti del soggetto in cerca di liquidità, dall'altro nei confronti del soggetto finanziatore, ma al contempo, ha il compito di evitare il conflitto tra i vari investitori.

I gestori sono chiamati ad agire con diligenza, correttezza e trasparenza e assicurare parità e neutralità di trattamento per emittenti e investitori retail.

I gestori devono, inoltre, assicurarsi che le informazioni e la documentazione presentate dalle società emittenti ai potenziali investitori siano chiare, trasparenti, complete, aggiornate e accessibili per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e, comunque, disponibili per i successivi 5 anni per chi ne faccia richiesta.

In aggiunta, è fondamentale assicurarsi che i potenziali investitori siano consapevoli di acquisire strumenti finanziari ad alto rischio, emessi da start up operanti in settori o segmenti di mercato innovativi e quindi a elevata probabilità di default.

Il gestore del portale non può amministrare i flussi di denaro provenienti dagli investitori ma deve limitarsi a raccogliere gli ordini di acquisto e trasmetterli agli intermediari finanziari autorizzati, ovvero banche e società di investimento.

Al fine di evitare conflitti di interesse, il gestore del portale, laddove fosse necessario procedere alla profilatura di rischio dell'investitore, dovrà affidare l'incarico a un istituto di credito che svolga solo attività bancaria, non abbia un proprio portale e non sia incaricato di raccogliere i fondi.

In cambio, all'investitore professionale spetta per regolamento una quota dell'aumento di capitale sottoscritto tramite la rete (lo stesso vale per le fondazioni bancarie o agli incubatori certificati). La quota di tale beneficio è pari al 5% degli strumenti finanziari offerti al pubblico.

L'efficacia del crowdfunding è inoltre subordinata a norme sospensive a tutela del risparmio privato: il finanziamento non è infatti vincolante tra le parti fino al raggiungimento di una quota di riserva fissata al 5% del totale. Fino al superamento di tale soglia, infatti, i sottoscrittori non assumono la qualifica di azionisti e il denaro raccolto resta "congelato" presso la piattaforma o l'intermediario. In questo modo, oltretutto, viene fornita ai potenziali azionisti la possibilità di poter fare affidamento almeno su un investitore qualificato. In aggiunta, prima della conclusione del processo di *funding*, è possibile la partecipazione di investitori "sponsor". All'operazione partecipano quindi due categorie di investitori, quelli sponsor e gli investitori professionali definiti come "*i clienti professionali privati di diritto privato*⁵⁷, e *i clienti professionali pubblici*⁵⁸.

⁵⁷ individuati nell'Allegato 3, punto I, del Regolamento CONSOB in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto previsti dall'articolo 2 del Decreto Ministeriale 11 novembre 2011, n. 236, emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

⁵⁸ menzionati dalla norma richiamata, sono solo il Governo e la Banca d'Italia (e si fatica non poco ad immaginarli a partecipare ad un crowdfunding),

I clienti privati di diritto individuati sono:

- ✓ *“i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals), altri investitori istituzionali, agenti di cambio”;*
- ✓ *“le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio: 20.000.000,00 euro, fatturato netto: 40.000.000,00 euro, fondi propri: 2.000.000,00 euro”;*
- ✓ *“gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie”⁵⁹.*

2.8. Le garanzie dell'investitore

La tutela dell'investitore ha importanza centrale, tanto da sfociare, in alcuni ambiti, in rigidismi eccessivi e burocratizzazione forse troppo accentuata. In ogni caso, un sistema di protezione all'investimento strutturalmente robusto, apporta chiari vantaggi: per fare un esempio, oltre un certo ammontare, è propedeutica all'approvazione del finanziamento l'applicazione delle garanzie MIFID. Pertanto, la trattativa potrà procedere solamente se il profilo dell'investitore viene considerato coerente con il questionario MIFID. In aggiunta a questo genere di valutazioni, vengono anche forniti strumenti all'investitore per meglio analizzare la qualità del finanziamento, quali

⁵⁹ La definizione corrisponde sostanzialmente a quella di investitori professionali privati di diritto, contenuta nell'Allegato 2 della Direttiva MIFID (2004/39/CE), mentre risulta più circoscritto il novero degli investitori pubblici

questionari specifici per rendere trasparente l'effettiva rischiosità dell'iniziativa in relazione ai diversi aspetti che la compongono.

Tra gli strumenti di protezione dell'investimento è possibile annoverare anche il diritto di modificare la propria adesione, che rappresenta lo strumento volto ad equilibrare le posizioni di forza tra le parti nella delicata fase che intercorre tra il momento di sottoscrizione dell'offerta e quello in cui essa viene definitivamente chiusa. In questa fase infatti potrebbero essere appurate delle discrepanze materiali tra informazioni rese note al pubblico e le effettive caratteristiche reali dell'impresa. Qualora le informazioni fornite non trovino riscontro nella realtà o le omissioni siano tali da modificare la decisione di investimento, i soli investitori non professionali, le fondazioni bancarie e gli incubatori certificati hanno il diritto di scindere unilateralmente il rapporto. Di questa clausola, denominata "revoca" per evitare la confusione con il più comune diritto di recesso, l'investitore se ne può avvalere esclusivamente entro il termine di sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono rese note al *pool* di stakeholder con mezzi certi, pena la decadenza del diritto.

Analogia disciplina è prevista per la normale sollecitazione del pubblico risparmio, quando siano mutate le informazioni o le condizioni inizialmente riportate nel prospetto informativo (art. 95 bis TUF).

Si tratta di un diritto di recesso dal contratto di investimento *ad nutum*, con l'obiettivo di tutelare la parte debole da comportamenti opportunistici dell'imprenditore e di garantire un'ulteriore barriera prima dell'irreversibile esecuzione di operazioni non sufficientemente trasparenti o ponderate. La disposizione è ripresa direttamente dal Codice del Consumo, pur non essendo in questo frangente dei consumatori ad essere titolari di un diritto, ma investitori non professionali, comunque vincolati da mezzi di valutazione delle operazioni finanziarie meno sofisticati.

Il materiale incaricato di garantire il rispetto della normativa rimane comunque il titolare della piattaforma e non l'ente o l'intermediario eventualmente proprietari della stessa. Per la regolazione dei rapporti tra banche o società di finanziamento e gli stessi investitori si fa invece riferimento alla disciplina ordinaria del T.U.F.

È importante sottolineare come la tutela degli investitori non professionali si estenda anche alla fase di successiva instaurazione di un rapporto contrattuale. È infatti precisamente stabilito che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente prevedano il diritto di recesso dalla stessa società e il diritto di compravendita delle partecipazioni (c.d. *tag along*) con le relative modalità in favore dei soli investitori non professionali che abbiano acquistato o sottoscritto strumenti finanziari partecipativi offerti tramite sito web, nel momento in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta di capitale su web, trasferiscano il controllo della società a terzi. Al contrario, lo stesso diritto unilaterale non è garantito alle fondazioni bancarie ed agli incubatori certificati.

Rientrano tra le fattispecie possibili di esercizio di tale diritto tutti i casi che possano arrecare grave pregiudizio alla vita della società, o che ne modifichino consistentemente i rapporti sociali o le condizioni iniziali. In particolare, la sostituzione della componente di controllo, specialmente nel caso dell'equity crowdfunding, è certamente ritenuta particolarmente significativa data la natura specifica della tipologia sociale, incentrata sullo sfruttamento delle competenze della componente del capitale umano per la generazione e la gestione di prodotti tecnologici innovativi. Il Regolamento rimane comunque una fonte di secondo grado, pertanto, la riserva di legge stabilisce che per essere efficace la clausola richiesta dall'art. 24.1.a) Reg. Crowdfunding sia inserita nell'atto costitutivo o nello statuto e che non venga modificata o eliminata fintanto che la società si trova nello status di start up innovativa, cioè finché permangano i requisiti indicati dall'art. 25, secondo comma, del Decreto Crescita 2.0; il beneficio è estendibile anche agli investitori privati, pur rappresentando senz'altro una strategia estremamente gravosa in termini di vincoli e costi di gestione. A partire dal momento dell'offerta, può essere definito un termine minimo di tre anni in aggiunta al termine variabile. È doveroso sottolineare inoltre che, in aggiunta alle suddette misure di protezione a favore dell'investimento, l'efficacia del contratto stipulato tramite la rete rimane sospesa per la durata di quattordici giorni a partire dalla data di conclusione del contratto o dalla ricezione dell'informativa sulle condizioni contrattuali, nel caso fosse successiva. La sospensione garantisce alla parte finanziatrice la facoltà di recedere unilateralmente dal contratto, senza addurre ulteriori motivazioni e senza la previsione di penali. Se esercitato, il recesso dà diritto alla restituzione dell'intero ammontare versato presso l'intermediario meno il costo delle commissioni effettivamente prestate da quest'

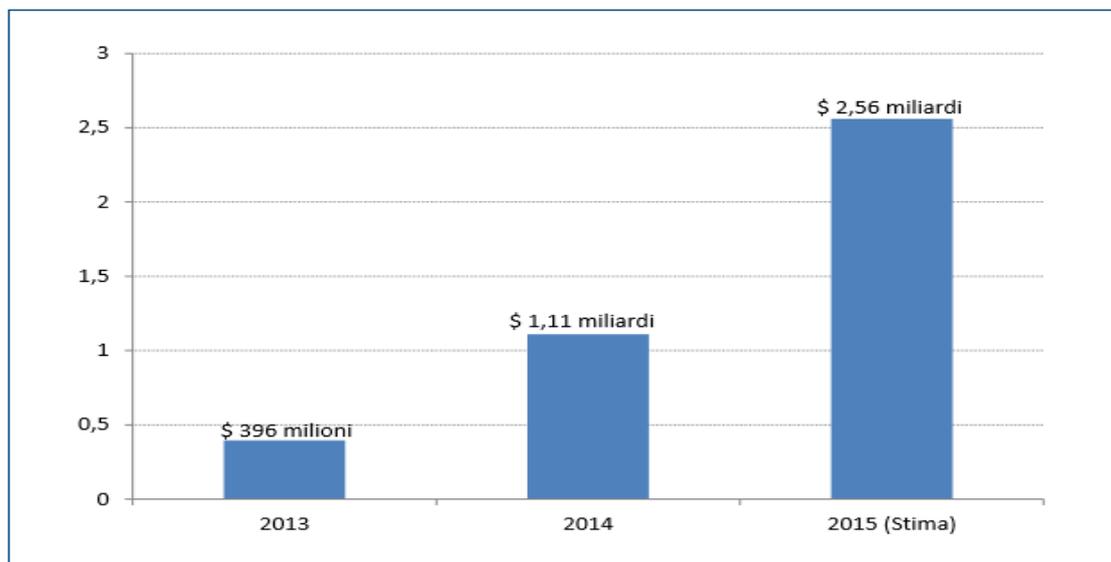
ultimo. Analogamente a tutti gli altri diritti in favore della controparte debole, secondo il Codice del Consumo, non è possibile rinunciare al diritto di recesso.

Le sanzioni in caso di inadempimento sono particolarmente gravose: a sostegno di ciò, basti pensare che in caso di violazione degli obblighi informativi il contratto di investimento è considerato nullo; lo stesso vale per l'omissione della possibilità di recedere unilateralmente dal contratto entro i termini stabiliti *ex lege* e dell'obbligo di rimborso da parte dell'intermediario entro 15 giorni dall'esercizio del recesso. Questo tipo di nullità è detta *relativa* in quanto impugnabile unicamente dal consumatore di servizi finanziari. Pesanti sanzioni aggiuntive sono comminate a coloro che dovessero ostacolare per qualsiasi motivo il diritto di recesso o che non rispettino l'obbligo di rimborsare quanto versato dall' investitore.

2.9. I volumi dell'equity crowdfunding in Italia e nel Mondo

Secondo l'ultimo rapporto pubblicato da Massolution⁶⁰, a livello globale, l'equity crowdfunding ha raccolto 2,5 miliardi di dollari. Si tratta di un dato che evidenzia il boom che ha caratterizzato questo fenomeno che partiva praticamente da zero nel 2012.

Figura 10: Volume di raccolta delle piattaforme di equity crowdfunding attive a livello mondiale dal 2013 al 2015



Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015

⁶⁰ Massolution Crowdfunding Industry report 2015

Si tratta però di una raccolta non omogenea, infatti mentre nel Regno Unito le potenzialità di questo strumento sembrano essere pienamente sfruttate, negli altri Paesi quali gli Stati Uniti o l'Italia, la raccolta sembra faticare a decollare a causa delle stringenti normative in tema di offerta di titoli mobiliari. Negli Stati Uniti infatti solo nel 2016 sono entrate in vigore le norme che ampliano la platea dei soggetti che possono partecipare all'equity crowdfunding, permettendo anche ai “*non accredited investors*” di prendere parte a questo tipo di operazioni.⁶¹ Per quel che riguarda invece l'Unione Europea, l'equity crowdfunding ha ancora poca rilevanza se paragonato con il Regno Unito. Questo sembra essere dovuto non solo a lacune nella normativa, ma anche alla minore propensione per gli investimenti rischiosi. Nonostante ciò l'UE si sta impegnando nella creazione di un quadro normativo comune e nella diffusione delle best practices.

Per quel che riguarda l'Italia a giugno 2016 sono 19 i portali autorizzati dalla CONSOB a svolgere operazioni di equity crowdfunding, i promotori di tali portali sono solitamente soggetti che già operano nell'ambito dell'intermediazione finanziaria (ad esempio il portale Unicaseed è gestito da Unicasim), ma in alcuni casi possono essere società indipendenti guidate da manager e professionisti con diverse esperienze in tema di finanza o startup.

⁶¹ La legislazione previgente permetteva infatti ai soli “accredited investors”, ossia persone fisiche con un patrimonio maggiore di 1 milione di dollari ed entrate non inferiori a 200.000 dollari di poter investire in equity crowdfunding.

Nella tabella sottostante vengono riportati tutti i portali autorizzati a proporre campagne di equity crowdfunding in Italia:

Tabella 2: Portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di equity crowdfunding in Italia

Sito web	Società gestore	Data autorizzazione
Unicaseed.it	Unica SIM	Sezione speciale
Starsup.it	Starsup Srl	18/10/2013
Assitecacrowd.com	Assiteca crowd Srl	26/2/2014
Smarthub.eu (inattivo)	Smarthub Srl	9/4/2014
Equity.tip.ventures	The Ing Project Srl	18/6/2014
Nextequity.it	Next equity crowdfunding marche Srl	16/7/2014
Crowdfundme.it	Crowdfundme Srl	30/7/2014
Muumlab.com	Muum lab Srl	6/8/2014
Mamacrowd.com	Siamosoci Srl	6/8/2014
Fundera.it	Fundera Srl	10/9/2014
Ecomill.it	Ecomill Srl	29/10/2014
Wearestarting.it	Wearestarting Srl	16/12/2014
Equinvest.it	Equinvest Srl	14/1/2015
Investi-re.it	Baldi Finance SpA	28/1/2015
Startzai.com	Startzai Srl	25/2/2015
Equitystartup.it	Ascomfidi Nord-Ovest Soc. coop.	26/8/2015
Crowd4capital.it	Roma Venture Consulting Srl	8/10/2015
Opstart.it	Opstart Srl	11/11/2015
Cofyp.com	Cofyp Srl	14/4/2016

Fonte: www.consob.it

Dal lato dei progetti, dal 2013 a metà 2016, sono stati lanciati 48 progetti, con la piattaforma Starsup a guidare la classifica sia in termini di campagne presentate (5) che di capitale raccolto (1,656 milioni di Euro). Guardando all'ammontare totale dei capitali, alla suddetta data è stata raccolta una somma pari a 5,565 milioni di Euro, di cui quasi la metà da fine 2015. Nell'analizzare le campagne due sono i parametri maggiormente significativi: il target di raccolta e la quota di capitale offerta ai sottoscrittori. In particolare il target di raccolta medio delle offerte di cui sopra è stato pari a 316.903 Euro, mentre il capitale offerto dall'imprenditore è di circa il 20%, dimostrando come questi siano contrari alla cessione di quote di capitale significative preferendo mantenere il controllo su ciò che hanno ideato. Delle 48 campagne lanciate 19 sono state chiuse con successo, 17 invece non hanno raggiunto il target necessario, mentre 12 sono ancora in corso sulla base dei dati analizzati. Il tasso di successo, considerando esclusivamente le campagne concluse, è del 52,7%, possiamo quindi dire che abbiamo poche campagne ma di successo.

Senza andare troppo nel dettaglio riportiamo alcune delle operazioni di equity crowdfunding chiuse con successo in Italia⁶²:

- *Diaman Tech (Unicaseed)*: è stata la prima campagna di equity crowdfunding chiusa con successo in Italia, nell'aprile 2014, avendo raccolto € 157.780 da 75 investitori. Diaman Tech nasce come spinoff delle attività tecnologiche e software di Diaman Holding con l'obiettivo di diventare una delle principali società fornitrici di applicativi software per la finanza che incorporano indicatori statistici rivoluzionari e di nuova generazione;
- *Cantiera Savona Srl (Starsup)*: Startup innovativa creata nel 2010 con l'obiettivo di ideare, progettare, produrre e diffondere una generazione innovativa di yacht, combinando tradizione e tecnologia e utilizzando anche la propulsione dell'energia solare. La raccolta da 44 investitori è stata pari a € 350.000;
- *Paulownia Social Project Srl (Assiteca Crowd)*: L'obiettivo principale della start-up è quello di sviluppare piantagioni di alberi di paulownia a rapido accrescimento al fine di destinare la materia prima ottenuta alla filiera nazionale ed internazionale del legno. La raccolta è stata pari a € 520.000 da 12 investitori⁶³.

Nel quarto capitolo verrà analizzata nel dettaglio l'operazione relativa a Diaman Tech S.r.l

⁶² Dati contenuti in: Pais I. (2015), Il crowdfunding in Italia. Report 2015, ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ottobre 2015.

CAPITOLO III - CREAZIONE DI VALORE E VALUTAZIONE DEL RISCHIO NELLE START-UP

PREMESSA

La creazione del valore rappresenta un obiettivo a cui il management deve puntare predisponendo un progetto i cui rendimenti eccedano le attese degli investitori, tenendo conto dei rischi che gli stessi sono disposti ad assumersi. Le organizzazioni imprenditoriali come gli organismi viventi sono esposti a rischi, che guidano il management nell'assunzione di scelte e decisioni.

3.1. IL CONCETTO DI RISCHIO E INCERTEZZA

Tutte le decisioni economiche sono assunte dagli operatori considerando due variabili, il rischio e l'incertezza. Rischio ed incertezza sono concetti strettamente correlati tra loro, anche se occasionalmente in contrapposizione, che costituiscono l'ossatura portante dell'intera teoria economica e della pratica finanziaria.

Sono state fornite diverse definizioni di rischio e incertezza, in linea teorica *"l'incertezza è definita come una situazione caratteristica di un ambiente stocastico, in cui ogni decisione conduce a risultati diversi associati ad una probabilità, invece, il "rischio" è un evento futuro dannoso al quale è possibile assegnare una probabilità"*.

Da un punto di vista economico la distinzione tra rischio ed incertezza viene fatta risalire all'economista americano *Frank Knight* ed alla sua opera *"Risk, Uncertainty and Profit"*⁶⁴. L'autore definisce il rischio come un concetto oggettivo quantificabile associato ad eventi futuri che possono essere classificabili ed in relazione ai quali può essere calcolata la probabilità oggettiva⁶⁵. Mentre il livello di rischio associato ad un evento può essere modificato unicamente mediante l'intervento su parametri empirici legati alla stessa operazione, alle sue modalità di gestione e all'ambiente economico

64 Knight, F. H. (1957). Risk, Uncertainty and Profit (Eighth Impression.). London School of Economics and Political Science.

65 La probabilità legata al verificarsi o meno di un determinato evento oggettivamente determinabile.

esterno, l'incertezza, invece, è maggiormente identificabile come una condizione soggettiva. L'incertezza è infatti determinata dall'insieme di tutti gli eventi che non sono ponderabili attraverso parametri probabilistici oggettivi, ma sono legati ad alee di carattere soggettivo. In relazione a quanto appena affermato, il ruolo dell'informazione si modifica a seconda che si parli di rischio (probabilità oggettiva) o di incertezza (probabilità soggettiva).

Ai fini dell'analisi del rischio è fondamentale fare una distinzione tra:

- il rischio non percepito, in cui le scelte vengono fatte in relazione ad aspettative adattive, ovvero in base alle conoscenze del soggetto presunte e non realistiche;
- il rischio percepito, in cui la risposta del soggetto agli eventi esterni non è suffragata da fatti oggettivi, ma dalla sua percezione rispetto ad essi. In questo caso, la percezione di individui eterogenei è determinante ai fini delle scelte degli stessi che possono quindi risultare più o meno propensi a rischiare.

In altri modelli, riferibili alla più classica concezione del mercato "perfetto", l'incertezza è invece un fattore oggettivo legato ad eventi esogeni ed al di fuori del controllo degli agenti del sistema, come affermato ad esempio dalla teoria walrasiana: l'incertezza in questa accezione risulta determinata dagli stati di natura, esogeni per definizione, ed è possibile dunque ricavare da questi modelli probabilità oggettive. La scelta di intervento dell'agente, in questo caso, può concretarsi nella stipula di un contratto di assicurazione o attraverso la massima diversificazione delle proprie scelte.

Al contrario, nei modelli non-walrasiani, l'incertezza è considerata un fattore endogeno, e quindi dipendente dalla scelta dei giocatori all'interno di un sistema; il rischio è previsto e la probabilità, associata al rischio è solamente stimata in base a parametri soggettivi. Di fatto, sotto questa ipotesi, non è più possibile calcolare un premio "equo" per la stipula di un contratto di assicurazione, ma l'unica soluzione rimane quella di accettare una "scommessa" in funzione della valutazione soggettiva dell'incertezza da parte di ognuno dei giocatori, tanto gli assicurati quanto gli assicuratori. Tra le diverse teorie, risulta interessante citare anche *"Lucas e Debreu, i quali, considerano l'incertezza e il rischio come oggettivamente calcolabili. L'incertezza è determinata per Debreu dall'ambiente e invece per Lucas dall'assetto dell'economia: questa viene*

trasformata in certezza attraverso l'introduzione rispettivamente dei mercati a termine e dell'ipotesi delle aspettative razionali⁶⁶”.

L'attività imprenditoriale, dalle decisioni di produzione alla realizzazione dei guadagni, presenta tante fasi in cui l'incertezza gioca un ruolo fondamentale.

È possibile considerare diverse tipologie di incertezza a seconda della caratteristica dello stato del mondo che si prende in esame. In particolare, si può operare una distinzione tra incertezza endogena ed esogena. L'incertezza endogena dipende dalle decisioni degli agenti economici, e può essere ridotta raggiungendo una più completa informazione sulle caratteristiche del mercato. L'incertezza esogena, al contrario, è propria di quegli aspetti non dipendenti dalle decisioni degli agenti, ma capaci di condizionare il rendimento di una determinata azione. Esempi classici sono: le condizioni atmosferiche, che condizionano la produzione agricola; le preferenze dei consumatori, che influiscono sul volume delle vendite dell'impresa; la tecnologia disponibile in un certo momento, in grado di determinare la produttività. L'incertezza esogena non può essere eliminata, ma è possibile realizzare contratti di assicurazione in modo da ridurre (o quanto meno spostare) il rischio sopportato dagli agenti economici.

3.2. IL RISCHIO E LA CREAZIONE DEL VALORE

Nell'attuale contesto economico i mercati finanziari svolgono un ruolo fondamentale in quanto detengono il potere di determinazione e di indirizzo delle principali politiche economiche tanto dei Paesi più avanzati, quanti di quelli con alti tassi di crescita. Conseguentemente, le stesse imprese hanno il compito di guardare all'evoluzione e alle tendenze di questo settore per non rimanere indietro rispetto all'evoluzione dell'intero contesto. La gestione di questa realtà risulta dunque fondamentale non solo a livello aggregato: i mercati dei capitali rappresentano un'opportunità per la singola impresa di interagire con altri soggetti tramite la formalizzazione di scelte di investimento caratterizzate da un alto valore attuale netto stimato. Con ciò si vuole intendere che l'impresa stessa, presentandosi nella veste di potenziale fonte di profitto per

⁶⁶ Imperato, A. (1997). *Informazione, aspettative ed incertezza*. Edizioni scientifiche italiane.

l'investitore, deve proporre le migliori condizioni per remunerare la fiducia dell'investimento attraverso la creazione di valore. Il rapporto con azionisti, creditori ed in generale le diverse categorie di stakeholder, del resto, è fondato sulla base di relazioni di convenienza reciproca, stabile ed evolutiva⁶⁷.

Il confronto tra gli obiettivi dell'imprenditore e le aspettative di mercato in termini di remunerazione, determina le strategie di attuazione della mission e le eventuali modifiche da apportare in corso d'opera. Il raggiungimento dei risultati economico-finanziari attesi secondo le aspettative degli interlocutori aziendali, in modo particolare dei finanziatori, determina in larga misura il successo o meno della linea gestionale intrapresa. È il mercato stesso che premierà la condotta di quelle imprese che soddisfano le aspettative degli stakeholders nel medio lungo termine. La strategia, dunque, in aggiunta agli aspetti qualitativi e di indirizzo, deve tenere in considerazione la componente quantitativa e l'incidenza su di essa della struttura di governance, dell'efficacia del business model, dei piani industriali e di sviluppo, dell'efficienza dell'*operation management* e delle risorse distintive materiali e immateriali.

Dal punto di vista finanziario, l'analisi delle performance aziendali consentono di quantificare: da un lato il costo del capitale, ovvero del rendimento atteso dagli investitori aziendali, dall'altro il valore economico dell'impresa che viene, stimato sulla base della capacità di quest'ultima di conseguire rendimenti finanziari superiori a quelli minimali attesi dai proprietari e dai creditori⁶⁸.

La creazione di valore è oramai ampiamente riconosciuta come l'obiettivo che il soggetto economico deve perseguire per assicurare all'impresa sopravvivenza e sviluppo, l'impresa deve creare valore tenendo conto della necessità di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio.

Il concetto di rischio è definito in via embrionale come l'esposizione da parte di un soggetto ad eventi, oppure al raggiungimento di obiettivi, a cui è legata un'alea di

67 Galeotti M., 2008, Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma.

68 Sancetta G., 2007, Gli intangibles e le performance dell'impresa. Verso nuovi modelli di valutazione e di comunicazione nella prospettiva sistemica, Cedam, Padova, p. 27 e segg.

incertezza. Nelle azioni di governo dell'impresa è importante quindi analizzare e definire il rischio a cui tale sistema è sottoposto, infatti, ogni decisione dell'impresa deve essere rapportata al relativo rischio che da esse scaturisce. È possibile definire diverse categorie di rischi:

- 1) Rischi di tipo finanziario, all'interno del quale si individuano:
 - a) il rischio di mercato;
 - b) il rischio di credito;
 - c) il rischio di liquidità;
- 2) Rischi non finanziari, all'interno del quale vi si collocano:
 - a) Rischi strategici;
 - b) Rischi operativi;
 - c) Rischio reputazionale;
 - d) Rischio di compliance;
 - e) Rischio di informazione e conoscenza.

Ogni tipologia di rischio dev'essere rapportata al contesto nel quale l'impresa opera, in ogni caso qualsiasi tipo di realtà imprenditoriale deve tener conto del risk management e quindi deve predisporre sistemi di reporting e controllo per ridurre l'impatto dell'alea sull'attività dell'impresa⁶⁹.

Nelle imprese l'attività organizzativa si basa sul concetto di rischio-rendimento, l'imprenditore infatti deve essere in grado di sopportare il rischio effettuando delle scelte di policy, scelte relative agli asset e delle scelte di governance, attraverso le quali l'impresa tende a limitare il proprio rischio e massimizzare il rendimento.

È fondamentale all'interno dell'impresa il controllo sull'equazione del valore, che avviene monitorando i principali indicatori di valore per il cliente, indicatori che possono essere di tipo finanziario, ovvero espressi in termini monetari, oppure non finanziari cioè espressi in termini di volume, risultato⁷⁰. Porre come obiettivo fondamentale la creazione di valore, risulta essere un utile espediente per razionalizzare e raggiungere tutte le proposizioni nei settori chiave dell'attività di impresa:

⁶⁹ Cfr. M. Douglas, Come percepiamo il pericolo antropologia del rischio, Feltrinelli 1991.

⁷⁰ Cfr. L. Selleri, L'impresa ed il rischio: introduzione all'enterprise wide management, pubblicazioni dell'università Cattolica, 2006.

- ✓ aiuta a focalizzare l'attenzione sull' accrescimento continuo della capacità competitiva e sulla corretta valutazione delle strategie adottate;
- ✓ funge da collante unitario dei diversi principi di *strategic management*;
- ✓ consente l'impostazione razionale e la soluzione di problemi sostanziali relativi alla gestione operativa aziendale⁷¹.

Il concetto di “impresa-valore” si è sviluppato negli anni grazie al contributo delle diverse scuole di pensiero che compongono la dottrina aziendale italiana, gli sforzi degli aziendalisti si sono concentrati sulla necessità di definire una *Value Creation Theory* ⁷² che fosse in grado di trovare soluzioni ottimali per le imprese grazie alle quali si individuano le variabili, sia endogene che esogene all'impresa, che possono condizionarne la capacità di creare valore ⁷³. Sono annoverate tra le componenti esogene non soltanto le premesse economico-ambientali non modificabili dall' imprenditore, ma anche le sovrastrutture logiche, normative e procedurali del macro-contesto in cui l'impresa esercita la propria attività. Come già affermato precedentemente, i comportamenti e l'organizzazione strutturale dei mercati finanziari contribuisce a discriminare organizzazioni in grado di generare valore da quelle che non hanno la medesima capacità.

L' influenza è tale che, in paesi mercato-centrici, come nei Paesi anglosassoni, l'organo di governo definisce le strategie prestando la massima attenzione alle ripercussioni che queste ultime avrebbero sul valore finanziario della società sul mercato del capitale, espresso tipicamente dalle quotazioni di borsa. La quotazione di borsa è ritenuto infatti un indice piuttosto corretto dell'effettivo potenziale di una società, data l'ipotesi efficienza dell'informazione. Sotto queste condizioni infatti i prezzi sono significativi in quanto incorporano i loro valori intrinseci, ossia le aspettative degli investitori⁷⁴.

71 Golinelli G.M., 2000, L'approccio sistemico al governo dell'impresa, vol. II, La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza, Cedam, Padova, p. XIII

72 Palomba G., 1996, Valore e Tempo, Strategie & Finanza, Aracne Roma, cap. VII.

73 Guatri L., 1991, La teoria di creazione del valore. Una via europea, Egea, Milano

74 Cfr. G.Palomba, op,cit

Al contrario, in paesi caratterizzati da sistemi banco-centrici, come l'Italia ed in generale i paesi dell'Europa continentale, si dà maggiore rilevanza al valore economico del capitale aziendale in quanto non si registra la medesima efficienza di informazione sui mercati finanziari, ancora fortemente distorti da asimmetria informativa⁷⁵. In presenza di mercati poco efficienti i prezzi dei titoli dovrebbero essere sensibili, prevalentemente, alle prospettive economico-finanziarie di medio-lungo termine e alle condizioni di rischiosità delle imprese. In tale ambito si fa riferimento agli stessi elementi che determinano il valore, in particolare si fa riferimento al rapporto che, in un dato periodo, intercorre tra variazioni dei prezzi e valore creato: tale indicatore prende il nome di coefficiente di diffusione del valore. Nella versione europea della *Value Creation Theory* vengono profondamente integrate tanto le fasi di creazione del valore quanto quelle di diffusione dello stesso, che vengono impostate come grandezze speculari della medesima strategia di *governance* dell'impresa. La "creazione di valore" rappresenta un obiettivo fondamentale per l'azione di governo e consente la sussistenza e l'ampliamento delle dimensioni dell'impresa. In tale contesto l'impresa deve essere capace di generare profitti e vantaggi concreti per il complesso degli agenti che, a vario titolo, sono coinvolti o interessati alle sue vicende. Non è comunque possibile tradurre il valore unicamente in termini economico-finanziari attesi, ma anche in funzione dell'acquisizione di potere competitivo e sociale, di cui beneficeranno positivamente diretti interessati e non.

Il focus rimane quindi su un obiettivo complessivo e non settoriale, che è quello della creazione di valore inteso a livello sistemico. Una struttura efficiente di *governance* risulta quindi preliminare e necessaria al raggiungimento di queste finalità. Avvalendosi di una metafora, se la strategia costituisce il quantico di potenziale in dotazione ad una qualsiasi impresa, la gestione ha il preciso compito di formalizzare da questa premessa il risultato migliore possibile. La ricerca della massimizzazione del valore avviene dunque attraverso una serie di scelte coerenti con il business dell'impresa e le sue risorse di partenza, scelte suffragate da successi e risultati positivi. Necessariamente poi, la creazione di valore per la proprietà genererà valore per l'intero contesto, in

75 COLOMBI F., 1989, *Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda*, Etas Libri, Milano; GUATRIL., 1991, op.

proporzione a quanto di buono costituito. Il valore è quindi il filo conduttore che tiene assieme l'aspetto economico e l'aspetto più prettamente finanziario della gestione. Si tratta del tramite tra produzione, investimenti e finanziamenti.

È conseguente dedurre che la sola gestione finanziaria, essendo principalmente legata alla definizione di una equilibrata struttura dei *cash flow* in entrata e in uscita, risulterebbe parziale ai fini macroeconomici e sostanziali dell'attività di impresa. Essa, in ogni caso, contribuisce alla coincidenza degli impegni in uscita e delle somme in entrata per fugare il rischio di liquidità a cui potrebbe andare incontro una società, specialmente nelle fasi iniziali della propria vita. Il mantenimento della corrispondenza tra impieghi ed adempimenti delle passività finanziarie fa quindi parte dei presupposti della creazione di valore economico, ma deve essere abilmente coordinata con la gestione industriale ed operativa, assicurando all'impresa il contestuale conseguimento e mantenimento dei mezzi di sussistenza, dei propri obiettivi e della visione di lungo termine. La corretta orchestrazione dei due aspetti fino a qui analizzati favorirà elevati livelli di redditività tali da permettere la congrua remunerazione delle fonti impiegate per la realizzazione dell'intero progetto.

In tale contesto assume un ruolo fondamentale il costo opportunità del capitale che, inserito come fattore di attualizzazione del modello noto come Metodo dei Tassi Attualizzati (META), consente di determinare il valore aziendale. Grazie all'utilizzo del META è possibile pervenire al calcolo dell'Eccedenza di Copertura Finanziaria (ECOF)⁷⁶, termine noto nella dottrina aziendale con il nome di avviamento. Per il calcolo del ECOF si fanno alcune considerazioni, in particolare che, in ipotesi di crescita regolare dei cash flow attesi, il tasso interno di rendimento è pari alla redditività immediata incrementata del tasso di crescita, mentre, invece una differenza positiva tra il ROIC, ovvero la redditività del capitale investito, e il costo del capitale, indicato con k , da origine all'ECOF, ovvero creazione di valore. Nuove strategie e politiche aziendali possono portare incrementi di valore economico soltanto se sono in grado di: difendere o consolidare il vantaggio competitivo, dal quale dipende l'entità del ROIC oppure possono incidere sulla riduzione della rischiosità aziendale che dipende, invece, dalla misura del costo del capitale.

⁷⁶ Palomba G., 2010, Finanza Condizionata e Teoria del Valore, vol. XV, Equilibrio e valore, Aracne, Roma

In presenza di ECOF positivo, il valore dell'impresa aumenterà proporzionalmente alla durata del vantaggio competitivo al tasso di sviluppo (g) e alla quantità di capitale investito (PN o CIN). Vantaggio competitivo e rischio sono, dunque, le variabili dalla cui interazione dipende la possibilità che l'azienda possa mantenere per un tempo più o meno lungo un ECOF positivo, accompagnandolo con prospettive di crescita più o meno sostenibili⁷⁷. L'obiettivo della massimizzazione del valore impone, quindi, che le opzioni strategiche siano vagliate dall'organo di governo considerandone congiuntamente gli effetti in termini di: possibili incrementi di eccedenza di copertura finanziaria, rispetto alle condizioni con cui l'impresa sta già operando; potenzialità di crescita nelle diverse aree di business nelle quali è già attiva o potrebbe attivarsi; probabilità di beneficiare di un periodo sufficientemente lungo in cui si avrà un'ECOF positiva⁷⁸.

3.3. RISCHIO E VOLATILITÀ

Il rischio, da un punto di vista finanziario, viene misurato dalla varianza che rappresenta una misura della variabilità del rendimento del titolo intorno alla sua media. Si stima un rendimento medio e si osserva come gli altri rendimenti oscillano attorno a quello medio, la varianza e nello specifico la deviazione standard è la misura del rischio complessivo di un titolo.

Il rischio può essere idealmente scomposto in due tipologie, rischio specifico che può essere eliminato mediante la diversificazione e rischio sistematico (o generico) che invece non è diversificabile. Il primo, definito anche come diversificabile, è quella parte di rischio legata alla specifica attività dell'impresa o dei suoi diretti concorrenti. Il secondo, noto anche come rischio non diversificabile, è invece un fattore di rischio associato all'andamento del mercato nel suo complesso. Se il rischio specifico può essere eliminato non c'è ragione per cui il mercato remunererà tale rischio, conseguentemente concentriamo la nostra attenzione sulla relazione fra titolo e rischio

⁷⁷ Colombi F., 2003, Finanza Condizionata e Teoria del Valore vol. I, Del merito e del metodo, Aracne, Roma, pp. 61

⁷⁸ https://www.researchgate.net/publication/299512949_Costo_del_capitale_e_governo_d'impresa_Fondamentali_aziendali_e_comunicazione_d'impresa_nella_prospettiva_rischio-rendimento

sistematico. Il CAPM⁷⁹ fornisce un modello che lega il rischio sistematico con il rendimento. Non si parlerà di rischio complessivo, ma solo di beta ovvero di rischio sistematico.

Un portafoglio è una combinazione di titoli, ciascuno dei quali ponderati per la rispettiva aliquota di investimento. Il portafoglio più semplice è quello composto da due soli titoli. Il rendimento del portafoglio composto da due soli titoli è dato dalla media ponderata (per le aliquote) dei rendimenti dei titoli che lo compongono. Il rischio e la varianza di un portafoglio però non sono calcolabili altrettanto facilmente. Si devono introdurre due concetti:

- covarianza: è definita come il valor medio del prodotto degli scarti e costituisce una misura di quanto i due titoli si muovono assieme; in particolare se i due titoli si muovono nella stessa direzione avranno covarianza positiva, viceversa qualora i muovano in direzioni opposte allora avranno covarianza negativa. Si riporta di seguito la formula per il calcolo della covarianza:

$$\begin{aligned} \text{cov}(R_1, R_2) &= E[[R_{1t} - E(R_1)][R_{2t} - E(R_2)]] = \\ &= \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n [R_{1t} - E(R_1)][R_{2t} - E(R_2)] \end{aligned}$$

- coefficiente di correlazione: esprime l'intensità della relazione tra due titoli, assume solamente valori fra -1 e 1. Se vale -1 indica correlazione perfetta negativa; = 0 sono indipendenti; = +1 correlazione perfetta positiva. Il coefficiente di correlazione è calcolato come segue:

$$-1 \leq \rho_{1,2} = \frac{\text{cov}(R_1, R_2)}{\sigma_1 \cdot \sigma_2} \leq 1$$

⁷⁹ Il CAPM è un modello matematico che determina la relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio sistematico detto beta. Cfr. www.borsaitaliana.it/CAPM

3.4. BUSINESS MODEL E BUSINESS PLAN

“Un buon modello di business risponde alle vecchie domande poste da Peter Drucker:

Chi è il cliente? A cosa il cliente attribuisce valore? Esso risponde alle domande fondamentali che ogni manager dovrebbe chiedersi: Come faremo profitto in questo business⁸⁰?”

Il business model è quindi il modo in cui un'impresa genera valore per i clienti e ne ricava conseguentemente un profitto, esso descrive quella che è la logica di creazione di valore per un'impresa e ne rappresenta in modo astratto la strategia.⁸¹

Grazie al business model infatti le imprese riescono ad essere competitive e ad offrire i propri prodotti con strategie diverse rispetto ai competitor, un business model innovativo può modificare gli scenari competitivi di un settore con conseguente redistribuzione delle quote di mercato. La progettazione del modello di business riveste un ruolo fondamentale nella scelta della strategia di posizionamento dell'impresa, nello specifico il modello di business è un insieme di scelte volte alla creazione congiunta di valore tra impresa e portatori di interessi che passa attraverso l'opportuna e coerente configurazione di tutte le attività e decisioni d'impresa⁸². Esso riguarda la logica dell'impresa, il modo in cui questa opera e crea valore per gli stakeholders.

Determinante ai fini del successo o dell'insuccesso di un progetto di business è l'abilità della componente manageriale di una società di creare, amministrare e conservare il valore creato per i propri clienti. La creazione di un modello di business è la chiave per incanalare le idee corrette all'interno di una *routine* che sia frutto di un approccio strategico ponderato. La costruzione di un *business model* performante è probabilmente la prima prova da superare, in ordine di tempo, per riprogettare, rafforzare un'azienda, per implementare al suo interno processi più evoluti, per costruire le premesse favorevoli al lancio di un nuovo prodotto/servizio, o per avviare una startup ad alto valore. Si tratta di un utile strumento per determinare una scala delle priorità dell'azienda, per definirne con precisione il target di clientela e quindi inquadrare il

80 A,Renzi, op.cit

81 Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita.

82 A,Renzi, G. Vagnani, op.cit

corretto significato di creazione di valore in quel contesto. Per la redazione di un nuovo progetto imprenditoriale si percorrono delle tappe fondamentali che sono rinvenibili nelle seguenti fasi:

- generazione dell'idea imprenditoriale;
- creazione delle pre-condizioni per l'avvio del nuovo progetto imprenditoriale (o presupposti dell'idea imprenditoriale);
- implementazione dell'idea imprenditoriale e scelta del modello di business;
- valutazione delle scelte di sviluppo della nuova impresa.

Tale processo prende avvio con la definizione dell'idea imprenditoriale sottostante alla value proposition della nascente impresa, ossia con l'analisi della configurazione dell'offerta e dei motivi per i quali essa dovrebbe creare valore per gli stakeholder. In corrispondenza di un dato segmento di mercato, ad esempio, la creazione di valore potrebbe consistere nel portare soluzione ad un problema esistente o nella proposta di soluzioni a problemi emergenti. Dopo l'idea imprenditoriale vi è analisi dei presupposti che concorrono a renderla concretamente fattibile, in questa fase prende vita il business model. L'ultima fase, invece, concerne, la valutazione delle condizioni che possano permettere alla nuova impresa di svilupparsi, mantenendo adeguate condizioni di competitività anche attraverso il ricorso all'innovazione del modello di business esistente.

Con riferimento alla prima fase del business model si fa riferimento alla generazione dell'idea imprenditoriale che corrisponde, dunque, al *“processo dal quale scaturiscono le decisioni di dare vita all'impresa e l'individuazione dei lineamenti distintivi che questa dovrà possedere per realizzare un sistema di offerta in grado di attrarre i potenziali consumatori e capace di garantire soddisfacenti ritorni economici”*⁸³. In generale è possibile affermare che l'idea imprenditoriale emerge in connessione a bisogni in tutto o in parte non soddisfatti da un'offerta esistente di beni e/o servizi e quindi ad una domanda emergente o latente ma insoddisfatta. Dopo aver definito l'idea, si passa alla scelta del modello di business che

83 Cfr. Golinelli, op.cit

concerne la valutazione delle condizioni necessarie alla realizzazione dell'idea stessa, queste fanno riferimento alla disponibilità di risorse materiali, umane e finanziarie e alle capacità di governo dell'imprenditore. Alla base del modello di business vi è la necessità di progettare tutti gli aspetti relativi all'impresa, quali l'organizzazione della produzione; il reclutamento del personale; le politiche distributive, di marketing e di comunicazione ed alla localizzazione dell'impresa. Questa complessa operazione di design costituisce la fase più importante del business model, in pratica per la nuova impresa è importante disporre di un'ottima struttura da presentare al mercato.

Successivamente deve essere valutata la fattibilità del progetto sotto diversi profili; prospettiva strategica, tecnologica, organizzativa, economica, finanziaria ecc. In altri termini, poiché l'opportunità di realizzare un nuovo business dipende da più fattori interrelati, si rende necessario rappresentare in un unico documento le diverse parti del progetto, evidenziandone tanto gli aspetti specifici quanto le relazioni (dirette o indirette) esistenti tra le stesse.

Il *Business Plan* è il documento pratico che contiene le indicazioni in termini di tempi, modi e costi per l'attuazione del Business Model. All'interno del Business Plan è poi contenuto il piano finanziario, ovvero un documento complesso, costituito da analisi e previsioni dei possibili scenari e che mira a fotografare la realtà futura dell'impresa per renderla appetibile agli occhi degli stakeholders, soprattutto finalizzato a fornire una buona immagine dell'impresa per ottenere finanziamenti. Il business plan è un documento utilissimo soprattutto per le nuove realtà imprenditoriali.

Il Business Plan contiene dunque al suo interno informazioni di carattere prospettico riguardo il progetto di sviluppo e accrescimento dell'idea imprenditoriale. La funzione rimane quella di valutare l'applicabilità dell'idea di impresa, calandola nella pratica della struttura aziendale, per evidenziarne i possibili punti di forza e debolezza e stimarne i risultati attesi da un punto di vista quantitativo. Pertanto, le informazioni contenute all'interno del business plan devono essere quanto più dettagliate e corrispondenti a realtà. In particolare sarà necessario conoscere: le caratteristiche dell'azienda di riferimento; i contenuti del progetto che si intende realizzare; la fattibilità, cioè l'effettiva probabilità di realizzo delle premesse poste in essere; le possibili ricadute negative sull'azienda a seguito di eventi sfavorevoli o non previsti. Un valido ed affidabile Business Plan deve contenere informazioni di diverso tipo che

permettano di comprendere le linee di azione da intraprendere e gli effetti economici e finanziari prodotti.

La logica prospettica a cui è improntato il documento non deve però far dimenticare il riferimento al presente e al passato dell'impresa stessa: la funzione di raccordo tra la gestione passata e quella futura è svolta dalla presentazione dei bilanci degli ultimi anni e delle linee di indirizzo perseguite, elementi fondamentali alla comprensione della compatibilità degli sviluppi prospettati dalla proprietà in sede di decisioni strategiche strutturali. Nonostante si ritenga di solito che il Business Plan sia uno strumento utile in occasione di richieste di finanziamento, tuttavia spesso tale documento, soprattutto se ben costruito e derivante da un processo strutturato di pianificazione e programmazione, può svolgere, in verità, più funzioni. La redazione di un Business Plan è utile, infatti, in primo luogo, all'imprenditore al fine di rendere più consapevole il vantaggio potenziale di un investimento, di un progetto o dell'implementazione di una linea strategica. La formalizzazione delle caratteristiche di una scelta su di un documento cartaceo o elettronico costringe, *de facto*, a porsi in una posizione critica nei confronti della fattibilità dello stesso, dovendone riportare materialmente le caratteristiche economiche, di mezzi e di tempo. Spesso è un utile "ponte" per trasformare un'idea solamente "abbozzata" in un'iniziativa dai confini decisamente più concreti e chiari. È importante sottolineare che un Business Plan, se redatto in maniera completa e rigorosa, può costituire anche un utile strumento per la valutazione "a posteriori" dei risultati raggiunti: una volta che il progetto ha preso avvio, il confronto tra i risultati effettivamente raggiunti con quelli previsti riportati nel Business Plan può certamente aiutare a valutare se si stia andando o meno nella giusta direzione ed eventualmente aggiornare, laddove necessario, le strategie aziendali. In questo ambito, il Business Plan è uno strumento che si lega in modo stringente al sistema di budget e reporting o, più in generale, al sistema di controllo di gestione.

Oltre a queste funzioni interne, il Business Plan svolge però anche un'importante funzione esterna in quanto può essere usato come mezzo di comunicazione nei confronti di investitori interessati a finanziare il progetto imprenditoriale. Venture capitalist, business angel e banche baseranno infatti la propria scelta, di investire o meno nel progetto imprenditoriale, proprio sulla base di questo documento. La funzione che un Business Plan è chiamato a svolgere obbliga, quindi, chi lo predispone ad adattarne i

contenuti enfatizzandone maggiormente una dimensione piuttosto che un'altra a seconda che si ricerchi un finanziamento da una banca, che enfatizzerà l'aspetto finanziario del progetto, piuttosto che da un business angel che invece porrà maggiore attenzione sulla figura dell'imprenditore⁸⁴. Un errore che si commette frequentemente nella redazione di un Business Plan consiste nel costruirlo ipotizzando che l'ambiente circostante e i comportamenti organizzativi possano essere puntualmente previsti e che le persone che operano all'interno dell'impresa abbiano la capacità e la possibilità di fare previsioni corrette. Inoltre, si tende frequentemente a non fornire adeguato supporto informativo in merito alle ipotesi alla base del piano, con l'effetto di non permettere al destinatario del documento di valutarne la concreta realizzabilità. Per poter essere considerato un documento affidabile, il Business Plan deve pertanto possedere due requisiti di base: coerenza e attendibilità⁸⁵.

Lo scopo del business plan è quello di valutare la fattibilità del progetto, in particolare :

- fattibilità imprenditoriale;
- fattibilità esterna;
- fattibilità tecnologica;
- fattibilità operativa;
- fattibilità economico-finanziaria.

La fattibilità imprenditoriale è legata alle capacità del soggetto che promuove il nuovo business e alla combinazione delle stesse con elementi intrinseci al progetto. Le capacità dell'imprenditore devono essere analizzate in termini di: visione e missione, conoscenze e competenze, equilibrio tra le diverse competenze, attitudine ad analizzare e risolvere situazioni problematiche (problem solving), propensione al rischio; disponibilità finanziaria; abilità relazionali. A tali elementi di natura soggettiva, vanno aggiunti quelli oggettivi, ossia relativi al progetto imprenditoriale e quindi: la business idea; le caratteristiche del prodotto/servizio che si intende collocare sul mercato; la struttura logica dello schema organizzativo necessario allo svolgimento dei processi aziendali; il

84 Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248.

85 Borello Kingsley A. Come pianificare una startup, sviluppare un'impresa e monitorare la performance

fabbisogno di risorse tangibili ed intangibili, reali e finanziarie; la rischiosità del progetto La fattibilità esterna dipende principalmente dal mercato di sbocco verso cui orientare il progetto imprenditoriale e dal mercato di approvvigionamento. Riguardo al mercato di sbocco, il successo del nuovo business è funzione, in primo luogo, della capacità del prodotto/servizio progettato di soddisfare i bisogni dei potenziali clienti; bisogni, che a seconda dei casi, possono avere natura esplicita o latente, oppure essere generati dal business stesso. In secondo luogo, assume rilevanza la dinamica attuale ed attesa del mercato di riferimento, in termini di domanda sia primaria che secondaria; la prima esprime la sommatoria dei volumi vendite dei competitor; la seconda si riferisce alla domanda attesa relativa al prodotto/servizio progettato.⁸⁶

In generale, la domanda primaria dipende da fattori di sistema e da fattori specifici relativi alla composizione quali/quantitativa dei clienti aggregati di un certo settore produttivo (o di un cluster comunque omogeneo di imprese). La domanda secondaria è funzione, invece, della quota di mercato attesa per la singola impresa. La fattibilità esterna è, quindi, tanto più elevata quanto maggiore è la capacità del progetto di assorbire e/o generare parti di domanda primaria. Detta capacità dipende da diversi elementi di natura sia esterna che interna, quali le condizioni generali del macro-ambiente, le strategie competitive e le politiche di marketing definite nel business plan, l'elasticità della domanda al prezzo. L'esistenza di buone opportunità di mercato e la definizione di appropriate politiche di marketing non sono sufficienti a determinare il successo dell'iniziativa oggetto di studio, se non si definiscono, in funzione del mercato stesso, le caratteristiche tecnico-produttive degli input del progetto. È necessario, pertanto, valutare l'intero "sistema mercato", dato dal mercato dei prodotti e dal mercato dei fattori produttivi, per individuare un ottimale rapporto tra input e output.

Inoltre, l'analisi della fattibilità esterna richiede un attento studio dell'ambiente competitivo considerato nel suo complesso. La fattibilità tecnologica va analizzata, invece, sotto diversi aspetti: in primo luogo, si deve verificare l'esistenza di input in grado di produrre, nei tempi e nei modi più convenienti, il prodotto/servizio ideato in sede di progettazione. In secondo luogo, il grado di innovazione tecnologica del progetto deve essere coerente con la durata dell'investimento, nel senso che tanto più protratto nel tempo è previsto il disinvestimento tanto più innovativi devono essere i

⁸⁶ G. Mariani "Conoscenza e Creazione di Valore: il ruolo del business plan", Franco Angeli, 2012

fattori produttivi, al fine di evitare che gli stessi diventino obsoleti, prima della conclusione del progetto. Infine, la scelta del tipo di tecnologia da utilizzare passa attraverso l'individuazione di input, la cui capacità produttiva sia equilibrata alle opportunità potenzialmente offerte dal mercato. La fattibilità operativa attiene alla operatività produttiva, commerciale ed organizzativa della futura impresa. Il ciclo produttivo connesso al progetto va studiato nelle sue diverse fasi, attraverso l'analisi delle interdipendenze funzionali esistenti tra gli input, allo scopo di determinare il layout più conveniente e di rapportare ad esso l'organizzazione del lavoro.

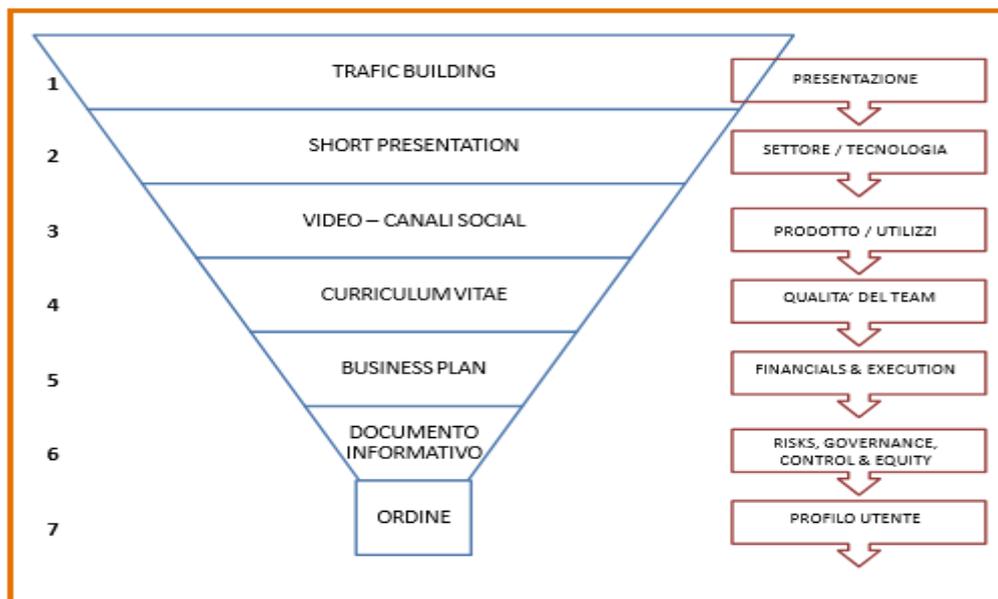
La fattibilità economico-finanziaria dipende da variabili di stock e di flusso. In termini di stock il progetto è fattibile allorché sia possibile reperire capitale di rischio e di credito quantitativamente e temporalmente adeguato alla copertura del fabbisogno di finanziario. Inoltre, sul piano statico la fattibilità di natura finanziaria deriva dall'adeguatezza della struttura del capitale rispetto alla rischiosità del progetto. In termini di variabili flusso, il progetto è economicamente e finanziariamente fattibile ove dalla trasformazione delle altre dimensioni della fattibilità, imprenditoriale, esterna, tecnologica, operativa in valori economici e monetari, emerga un andamento previsionale dei flussi economico-finanziari potenzialmente remunerativo del capitale investito. Fattibilità finanziaria ed economica del progetto sono, naturalmente, interdipendenti: la capacità economica, da una parte, agisce direttamente sull'entità e l'andamento degli stock patrimoniali, dall'altra, è indirettamente influenzata dalla disponibilità di risorse di capitale e dal processo di generazione della liquidità. Del resto è noto come profilo economico e finanziario d'impresa, anche se nel breve periodo possono assumere andamenti divergenti, nel tempo tendono a convergere. La fattibilità finanziaria è, quindi, influenzata da decisioni industriali di natura sia strategica che operativa efficaci ed efficienti sul piano economico; al contempo, tra i diversi fattori necessari alla massimizzazione del profitto vi è un'ottimale gestione della risorsa capitale che, al pari degli altri input dell'attività imprenditoriale, si presenta come scarsa ed onerosa.

3.5. IL RUOLO DEL BUSINESS PLAN NELL' EQUITY CROWDFUNDING

Nonostante le opinioni circa l'utilità del Business Plan non sono univoche, non può essere messa in dubbio la sua funzione di strumento comunicativo con gli investitori esterni, motivo per il quale tale documento riveste un'importanza fondamentale per le nuove realtà imprenditoriali. Come già visto, redigere un Business Plan è un'attività fortemente condizionata dall'obiettivo e dall'interlocutore a cui è rivolto. È chiamato a svolgere obbliga, quindi, chi lo predispone ad adattarne i contenuti enfatizzandone maggiormente una dimensione piuttosto che un'altra a seconda del "tipo" di finanziamento ricercato. Occorrerebbe quindi domandarsi quali sono i driver su cui un investitore in equity crowdfunding basa la propria decisione e se questi differiscono da quelli tradizionali di Venture Capitalist e Business Angel. Il ruolo "informativo" del Business Plan è riconosciuto dalla Consob stessa che, all'art.15 del suo regolamento, ne prevede l'obbligatorietà per tutte le società che intendano iniziare un'operazione di equity crowdfunding. Ai fini di un'analisi degli elementi che un business plan rivolto ad un'operazione di equity crowdfunding dovrebbe avere, si ritiene utile analizzare i vari step che, dalla semplice visita di un portale, portano l'investitore alla sottoscrizione dell'offerta. Questo percorso, prende il nome di "*funnel*" ed è rappresentato da un imbuto in quanto il numero di contatti/opportunità si assottiglia mano a mano che si approfondiscono i contenuti della proposta imprenditoriale. Tale processo viene raffigurato nella figura seguente con a fianco gli impulsi che spingono a procedere allo step successivo⁸⁷. È solo dopo aver ottenuto le informazioni di base sull'azienda, sul suo il prodotto o servizio proposto e valutato il team imprenditoriale che l'investitore normale può decidere di voler comprendere meglio i programmi di sviluppo dell'azienda, consultandone il Business Plan.

⁸⁷ L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi. Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa CONSOB - CNDCEC

Figura 11: Il "funnel" dell'equity crowdfunding



Fonte: L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi. Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa CONSOB – CNDCEC

Il Business Plan dovrebbe quindi riportare tutte le attività necessarie per lo sviluppo del progetto imprenditoriale, specificando per ognuna di esse anche le ipotesi/assunzioni sottostanti il piano, i tempi di esecuzione e la stima dei costi da sostenere, offrendo così un quadro il più possibile completo di tutti i rischi e le incertezze connesse all’iniziativa. Il contenuto di un buon Business Plan dovrebbe avere la forma della figura seguente:

Figura 12: Contenuto tipico di un Business plan

1		Copertina
2		Indice
3	Fattibilità IMPRENDITORIALE	Executive Summary Presentazione del business e del contesto di sviluppo
4	Fattibilità ESTERNA	Analisi del Mercato di riferimento
5	Fattibilità INTERNA	Piani Operativi Quantificazione dei costi (di struttura e di funzionamento)
6	Fattibilità ECONOMICO/ FINANZIARIA	Definizione del prezzo di vendita e stima del fatturato previsto Previsioni Economico-Finanziarie
7		Determinazione dell'enterprise value ed equity offerta
8		Appendici

Fonte 1 Fonte: L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi. Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa CONSOB – CNDCEC

Nonostante non sia espressamente richiesto dal regolamento CONSOB, quando il Business Plan è utilizzato nell'ambito di un'operazione di equity crowdfunding, risulta fondamentale prevedere una sezione riguardante le modalità con le quali si è provveduto a stimare il valore dell'equity in modo tale da confrontare la quota di partecipazione al capitale della società offerta agli investitori con l'apporto finanziario richiesto. Ad oggi non esiste un metodo di valutazione condiviso per la valutazione del capitale economico di una start-up, tuttavia nel caso in cui si abbia a disposizione una stima dei flussi di cassa futuri si potrebbe utilizzare, con i dovuti accorgimenti, il metodo del Discounted Cash Flow nella sua versione Unlevered. Le principali accortezze nell'utilizzo di tale metodo riguardano proprio la scelta del costo del capitale, che dovrebbe tenere conto del "rischio di fallimento" della start-up, e l'utilizzo di un tasso di un (g) pari a zero per la stima del Terminal Value. Il metodo del DCF sarà oggetto di analisi più approfondita nel prossimo paragrafo.

3.6. MODELLO DEL DCF⁸⁸

I processi di generazione e misurazione del valore per le start-up, pongono il problema della misurazione dello stesso e della necessità di identificare metodologie e strumenti di valutazione che siano coerenti con la tipologia di imprese analizzata. Il valore economico, infatti, esprime una grandezza attuale riferita a performance attese che per le start up è di difficile definizione. Il valore attuale di un investimento in una data attività economica è funzione della capacità della stessa di generare profitti futuri tenendo conto del rischio associato al progetto. Tale valore si basa su un processo di attualizzazione dei flussi economici o finanziari attesi che vengono scontati ad un determinato tasso di rendimento, il costo del capitale. Tale metodo di attualizzazione è noto nella pratica con l'acronimo di DCF e si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. Per l'applicazione di questo metodo è necessario definire,

- i flussi attesi;
- il binomio rischio-rendimento;

⁸⁸ Vulpiani, M. (2014). *Special Cases of Business Valuation*. McGraw Hill Education.

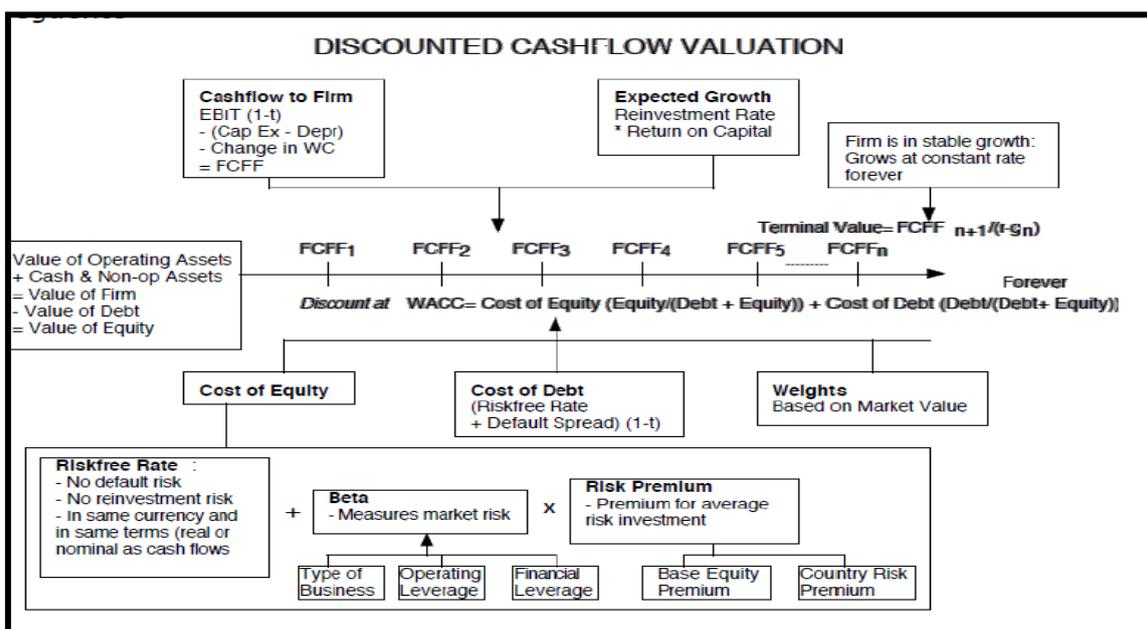
Il modello finanziario conosciuto come DCF Discounted Cash Flow è, quindi, un modello valutativo basato sull'attualizzazione dei flussi attesi che si distinguono a seconda degli approcci di base:

- approccio asset side o equity side;
- approccio sintetico o analitico con valore finale.

I flussi di cassa netti complessivi disponibili, equity side value approach, rappresentano le somme di denaro che sono disponibili per gli azionisti senza compromettere l'equilibrio finanziario della gestione e complessivamente generate dell'impresa.

Questi flussi sono di tipo levered ovvero al netto delle entrate e delle uscite per finanziamenti e per componenti reddituali di natura finanziaria, rappresentano quindi la liquidità disponibile per coloro che hanno investito nell'impresa a titolo di capitale di rischio.

L'altro approccio è tipo asset side basato sui flussi di cassa operativi e non considera la gestione finanziaria, sono dunque flussi unlevered. La configurazione unlevered di flusso finanziario, parte dal presupposto che il valore di un'azienda sia funzione del valore attuale dei flussi di cassa che essa è in grado di generare in favore di tutti i finanziatori. Nella prospettiva asset side, si determina il valore dell'impresa prendendo in considerazione i flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati a un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale proprio e di debito, noto con l'acronimo di WACC.



A seconda della prospettiva scelta, si determinano, quindi, due misure di flusso di cassa, uno disponibile per gli azionisti (Free Cash flow to equity, FCFE) ed uno operativo (Free Cash Flow to firm, FCFF o anche Free Cash Flow from operation FCFO). Il percorso che porta alla loro definizione parte dal reddito operativo che viene depurato di tutte le componenti figurative, fino a giungere alla definizione delle misure di flusso tramite una serie di operazioni che determinano il passaggio da una logica di competenza (che ispira la composizione del reddito) ad una logica di cassa (che interviene, invece, nella definizione dei flussi finanziari).

Il *free cash flow* operativo (FCFO)

FREE CASH FLOW OPERATIVO	
Ebit	
- Imposte sul risultato operativo	
= Nopat	
+ Ammortamenti	
+ Svalutazioni, accantonamenti ed altri costi non monetari	Compresi
= Autofinanziamento netto	Accantonamenti a fondi
± Variazione del Capitale circolante netto commerciali (CCNc)	
- Variazione dei fondi	Utilizzo dei fondi
= Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)	
- Investimenti riferibili all'area operativa	
+ Disinvestimenti riferibili all'area operativa	
= Free cash flow operativo	

Nella prospettiva equity l'obiettivo della valutazione è, appunto, il valore del patrimonio netto, per cui si calcola e sconta il flusso FCFE; ciò implica che nel calcolo del flusso di cassa si sottraggono gli interessi sul debito. Per questo motivo, questo approccio viene utilizzato maggiormente per quelle imprese che mantengono costante nel tempo il loro rapporto di indebitamento (capitale proprio/di terzi). Nella prospettiva asset, invece, si valuta l'impresa, nella prospettiva di tutti i soggetti che finanziano, con credito finanziario e/o mezzi propri la sua attività; pertanto si sconta il flusso FCFF e si ipotizza la irrilevanza della struttura finanziaria. In sostanza, nella logica asset side il valore viene ancorato ad una sommatoria di flussi monetari attesi connessi al ciclo operativo corrente. Per pervenire poi all'equity value basterà sottrarre all'Enterprise Value così ottenuto la posizione finanziaria netta (PFN). Per calcolare, invece, il costo medio ponderato del capitale si seguiranno i tre passaggi seguenti:

- determinazione della struttura finanziaria obiettivo nel periodo considerato;
- individuazione del costo di ogni singola fonte di finanziamento (capitale proprio e capitale di terzi);
- calcolo del costo del capitale come media ponderata del costo delle singole voci di finanziamento (ponderata per il peso di ciascuna fonte di finanziamento).

La misura del Wacc, pertanto, sarà la seguente

$$\text{Wacc} = k_{e_j} \left[\frac{S_j}{D_j + S_j} \right] + k_{i_j} \left[\frac{D_j}{D_j + S_j} \right] (1 - \tau) \quad [4]$$

dove:

k_{e_j} = *equity cost* del business j;

k_{i_j} = *debt cost* del business j;

S_j = *equity* del business j;

D_j = debiti finanziari del business j (considerati al netto delle disponibilità liquide).

Prospettiva *asset side* – Il valore ottenuto sarà dato dalla seguente formula:

$$\text{EV} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFO}_t}{(1 + \text{Wacc})^t} + \frac{\text{TV}_n}{(1 + \text{Wacc})^n} \quad [5]$$

dove:

EV = Enterprise Value

FCFO = Flussi di cassa operativi disponibili;

Wacc = Costo medio ponderato del capitale;

TV = *terminal value* o valore finale;

In tale formula, quindi, si attualizzano i flussi di cassa operativi (Free Cash Flow to Firm) scontati per il costo medio ponderato del capitale Weighted average cost of capital) ed a questi si somma algebricamente il valore dell'impresa alla fine dell'implementazione della strategia (Terminal Value o valore finale).

Prospettiva *equity side* - Il valore complessivo ottenuto ricorrendo a questo approccio sarà il seguente:

$$\text{EquityValue} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + ke_j)^t} + \frac{\text{TV}_n}{(1 + ke_j)^n} \quad [7]$$

dove:

FCFE = Flussi di cassa per gli azionisti;

ke_j = *cost of equity*;

TV = *terminal value* o valore finale.

3.7. IL METODO APV

Il metodo APV deriva da una particolare applicazione del DCF ed è finalizzato ad evidenziare il valore unlevered di una attività economica separatamente da quello levered: il primo si riferisce ad una iniziativa economica completamente finanziata con mezzi propri; il secondo esprime il valore economico in presenza di debiti finanziari. Da un punto di vista teorico, il metodo si rifà alle teorie di Modigliani e Miller sulla relazione tra struttura finanziaria e valore in assenza di imposte ed in presenza di imposte. Secondo l'APV, infatti, il maggior beneficio connesso all'indebitamento è di tipo fiscale, mentre il maggiore costo è il rischio di fallimento. Partendo da tali premesse, l'APV appare particolarmente adatto alla stima di attività caratterizzate da variabilità della struttura finanziaria e da una fase iniziale di perdite economiche che nel tempo genereranno credito d'imposta. Originariamente formulato da Stewart Myers questo metodo si articola in tre fasi: stima del valore dell'impresa unlevered, stima del valore attuale del beneficio fiscale connesso al debito, stima dei costi del fallimento connessi al debito. Pertanto, il valore dell'impresa si calcola come segue:

Valore attuale dell'impresa = Valore dell'impresa unlevered + (Valore attuale del beneficio fiscale – Costi attesi del fallimento derivanti dall'indebitamento). In pratica, questo metodo calcola in maniera separata la componente del valore derivante dal rapporto di indebitamento ed il beneficio fiscale del debito. Questo metodo è conosciuto

anche come metodo del VAM, valore attuale modificato, esso prevede che la determinazione del valore venga effettuata mediante due passaggi:

1. si stima il VAN del progetto con l'utilizzo del tasso unlevered come fattore di attualizzazione (k_u)
2. si procede alla stima valore attuale del beneficio fiscale, che verrà attualizzato al tasso k_d (costo del debito)
3. si stimano, infine, i costi del dissesto.

Il vantaggio principale di questo metodo, pertanto, è quello di scomporre gli effetti dell'indebitamento sul valore complessivo d'impresa, proponendo modalità di valutazione distinte per ciascuna delle componenti e rendendo, così, possibile la valutazione anche in caso di variazione del rapporto di indebitamento.

3.8. VALUTAZIONE RISCHIO E CROWDFUNDING

L'investimento in start-up innovative presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali, in particolare l'investimento in nuove attività di impresa è caratterizzato da una:

- **Regolamentazione troppo complessa**, infatti le nuove iniziative imprenditoriali sono regolate da norme volte a trovare un giusto equilibrio tra la tutela dell'investitore da una parte e gli oneri dei gestori delle piattaforme online dall'altra. L'investimento in nuove realtà di impresa presenta un elevato rischio finanziario, ed è proprio in tale ottica che è stato emanato il regolamento consob volto a tutelare i risparmiatori da una parte e cercando anche di abbassare il più possibile gli oneri per gli operatori dall'altra. La forte regolamentazione non ha tuttavia reso possibile che le decine di strumenti messi a disposizione dal Decreto Crescita 2.0 siano pienamente conosciuti ed utilizzati;
- **Elementi emozionali**, per le start up siamo in presenza di realtà in cui la mancanza gli elementi economici e razionali non consente la valutazione e

pertanto, la stima del progetto si basa su elementi emozionali. *“In una start-up, infatti, la decisione se investire oppure no, non si basa, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, sul modo di apprezzare, anche emotivamente, il progetto”*⁸⁹;

- **Il rischio di perdita del capitale**, la disciplina italiana sull’equity crowdfunding è volta unicamente alla regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi del capitale delle start-up innovative: questo comporta un’ elevata rischiosità intrinseca all’ investimento stesso in quanto, in aggiunta alla tipica alea dovuta al carattere imprenditoriale di un progetto, si sostiene anche il rischio associato alla natura stessa delle iniziative, caratterizzate da elevati livelli di innovatività;
- **Rischio per progetto imprenditoriale**, per le start up il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è più elevato rispetto a quello delle società già presenti sul mercato;
- **Mancanza di dividendi**, dal punto di vista patrimoniale si individuano ulteriori difficoltà all’ accesso di soci finanziatori dal momento che il “Decreto crescita bis” fa esplicito divieto di distribuzione di utili per tutto il periodo in cui la società emittente possiede i requisiti di start-up innovativa. Si tratta quindi di un vincolo all’ emissione di dividendi per un massimo di quattro anni a decorrere dall’ iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese. Nel caso di risultati positivi, infatti, l’unico impiego ammesso dell’utile conseguito è quello dell’autofinanziamento, che porterà quindi all’ accrescimento del valore della partecipazione di ogni azionista all’ interno del capitale sociale. Da ciò deriva anche la previsione di un trattamento fiscale e contributivo favorevole per coloro che decidono di finanziare progetti di questo tipo (art. 29 del “Decreto crescita bis” e regolamenti ministeriali di attuazione);
- **Il rischio di illiquidità**, la liquidità di uno strumento finanziario consiste in generale nella sua capacità a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore. Questa caratteristica non è ovviamente intrinseca al titolo stesso, ma deriva dall’ esistenza di un mercato secondario su cui il titolo possa essere scambiato senza elevati costi di transazione. In questo frangente, non è sempre

⁸⁹ https://www.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160620_384590

possibile far riferimento ad un mercato organizzato sul quale scambiare i titoli in questione, rendendo pertanto difficoltosa o addirittura impossibile la loro cessione;

- **Rischi connessi agli investimenti effettuati tramite portali on-line**, la dematerializzazione dell'investimento e l'impersonalità del proponente, caratteristiche legate all' utilizzo della rete per effettuare il proprio investimento, hanno di fatto favorito la diffusione di iniziative illecite o vere e proprie truffe, volte al rastrellamento di capitale per fini non preliminarmente palesati. Nella maggior parte dei casi, comunque, si tratta unicamente di comportamenti opportunistici attuati durante la fase di raccolta di capitale o successivamente, ma comunque dannosi per l'investitore. Tra le norme di buona condotta da applicare nel momento in cui si riceve una proposta di investimento via e-mail, o si voglia prendere in considerazione un'offerta per la sottoscrizione o l' acquisto di prodotti finanziari on-line, è possibile annoverare: “che il soggetto che propone l'investimento sia chiaramente identificabile; verificare che gli indirizzi forniti (telefono, fax e sede del soggetto) corrispondano effettivamente a quelli del soggetto, avvalendosi magari dei servizi “elenco abbonati telefonici”; verificare sempre direttamente presso la Consob che il gestore del portale sia iscritto al registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob. È bene inoltre sottolineare che anche qualora il soggetto dichiari (e lo sia effettivamente) di essere vigilato da un'autorità pubblica, ciò non comporta alcuna assunzione di responsabilità da parte di tale autorità né garantisce il contenuto delle proposte effettuate; verificare che l'indirizzo internet del portale cui si è connessi coincida con quello indicato nel registro dei gestori di portale presente sul sito della Consob; diffidare delle richieste di dati/informazioni personali; è sempre bene controllare la politica di trattamento dei dati personali che il portale deve mettere a disposizione degli investitori (al fine di accertare che i propri dati non siano trasmessi a terzi)”⁹⁰.

La presenza di queste caratteristiche rende difficile per le start up una determinazione del rischio⁹¹.

⁹⁰ Cfr. Bruno Pagamici (2015), Start-up innovativa, cit. pag. 140

⁹¹ <http://www.consob.it/crowdfunding>

CAPITOLO IV - IL CASO DIAMAN TECH: LA PRIMA START UP IN ITALIA AD EFFETTUARE UN'OPERAZIONE DI EQUITY CROWDFUNDING

4.1.Introduzione

Un fenomeno dalle enormi potenzialità, quale l'equity crowdfunding, come trattato nei precedenti capitoli, nonostante le diversità in termini normativi nei vari contesti mondiali, ha rappresentato e tutt'oggi rappresenta uno strumento dalle grandi potenzialità. Data la sua magnitudine in termini di coinvolgimento da parte di soggetti interessati a fornire un supporto finanziario alle realtà imprenditoriali, è opportuno ampliare ed approfondire l'analisi teorica proposta dal legislatore con un approccio di carattere più pratico, volto a cogliere i principali tratti caratterizzanti la fattiva implementazione dello strumento. Si procederà a tal proposito alla presentazione di un case study di una realtà imprenditoriale italiana e successivamente ne verranno evidenziati i caratteri legati all'offerta di capitale e i relativi rischi da parte di un investitore. L'operazione è stata gestita esclusivamente dal portale UNICASEED⁹² di cui procederemo a dare una breve trattazione per poi passare alla descrizione del Business plan di Diaman Tech evidenziandone le caratteristiche, la sua sostenibilità e le modalità di determinazione del tasso di attualizzazione.

4.2 IL CASO DIAMANTECH



Diaman Tech S.r.l. è una start-up innovativa facente parte del gruppo DIAMAN Holding S.r.l nata per aiutare promotori finanziari e gestori patrimoniali a realizzare

⁹² www.unicaseed.it

delle scelte di investimento che siano il più consapevoli possibile. Diaman Tech viene fondata il 3-10-2012 e come riportato nell'art. 2 del suo atto costitutivo ha come oggetto: *“la ricerca, lo sviluppo, la produzione e la distribuzione di prodotti software per l'industria finanziaria allo scopo di monitorare, rendicontare, analizzare e verificare investimenti e/o operazioni finanziarie”*.

Per la realizzazione di questo obiettivo la società ha sviluppato indicatori statistici e modelli probabilistici che sono racchiusi negli applicativi software sviluppati che avranno la finalità di selezionare le opportunità di investimento, monitorare i rischi e creare portafogli. I software sinora realizzati sono EXANTE e BondSelector, il primo si rivolge essenzialmente a private banker con l'obiettivo di aiutarli nella creazione dei loro portafogli di investimento, il secondo è invece finalizzato alla selezione e controllo del rischio di titoli Obbligazionari Corporate.

Oltre a tali piattaforme, Diaman Tech ha sviluppato, in collaborazione con Moody's Analytics, società leader nella fornitura di strumenti quantitativi per l'analisi dei rischi di credito, un Rating Implicito, denominato iRating, per la valutazione indipendente del merito di credito di un'emittente. Tale indicatore, oggetto di brevetto, incorpora delle caratteristiche uniche e peculiari che rivoluzionano il paradigma nel mondo dei Ratings.⁹³

Nel primo trimestre del 2014, Diaman Tech è stata la prima start up innovativa in Europa a riuscire a completare una operazione di Equity Crowdfunding sotto normativa CONSOB. Ad oggi Diaman Tech è partecipata da oltre 70 nuovi soci, composti da investitori istituzionali e professionali.

Corporate governance e membri del team

Come sottolineato nel primo capitolo, quando si investe in startup oltre che nell'idea l'investimento è fatto anche sull'imprenditore e sui suoi collaboratori. Per questo motivo si ritiene doveroso spendere qualche parola sulla composizione del team di Diaman Tech. La società è amministrata da Daniele Bernardi con l'incarico di

⁹³ Informazioni da “documento di offerta Diaman Tech” pubblicato da UNICASEED

amministratore unico, al momento Diaman Tech, anche al fine di contenere i costi operativi, non intende dotarsi di un consiglio di amministrazione né tantomeno di organi di controllo quali il collegio sindacale o il sindaco unico. Le altre persone che lavorano al progetto sono Michael Zanon, a cui è affidato lo sviluppo e la vendita dei software, e Francesco Cannella per la parte di modelli quantitativi. Il curriculum di ciascun membro del team di Diaman Tech è stato messo a disposizione degli investitori, per tutta la durata dell'offerta, sul portale Unicaseed.

Descrizione dell'operazione

L'Offerta di sottoscrizione di quote di Diaman Tech è stata riservata sia ad investitori privati che ad investitori professionali, la somma obiettivo della raccolta oggetto dell'offerta era di 147.000,00 Euro; l'offerta è stata realizzata con la formula "*all or nothing*" con uno scarto del 10% in positivo o in negativo. Questa modalità prevedeva quindi che il denaro raccolto venisse trasferito all'emittente solo qualora la raccolta avesse raggiunto almeno il 90% dei fondi richiesti (132.300,00 Euro), e che comunque non potesse andare oltre il 110% degli stessi (161.700,00 Euro). Ad operazione conclusa possiamo affermare che il target è stato raggiunto con una percentuale complessiva di adesioni pari al 107,3% ed un capitale raccolto pari a 157.780,00 Euro di cui il 13,3% proveniente da investitori istituzionali. L'offerta ha avuto inizio il 31/12/2013 e si è conclusa il 31/03/2014, prevedendo un aumento di capitale fino ad un massimo del 18,92% della società DIAMAN Tech S.r.l. pari a 21.000,00 euro di valore nominale e 126.000,00 euro di sovrapprezzo, mediante emissione di 300 pacchetti di quote, ciascuno dei quali con un valore corrispondente a 70,00 Euro di capitale sociale nominale e 420,00 Euro di sovrapprezzo, il lotto minimo di investimento era quindi pari a 490,00 Euro.

In base alle quote sottoscritte Diaman Tech riservava diversi tipi di privilegi:

- **Acquisto sino a due pacchetti di quote:** Quote privilegiate senza diritto di voto, 50% di sconto su acquisto di software Ex-ante e Bond Selector per tre anni;
- **Acquisto da tre a nove pacchetti di quote:** Quote privilegiate senza diritto di voto, 90% di sconto su acquisto di software Ex-ante e Bond Selector per tre anni;

- **Acquisto da dieci a diciannove pacchetti di quote (investitore istituzionale):** Quote privilegiate senza diritto di voto, 90% di sconto su acquisto di software Ex-ante e Bond Selector per tre anni
- **Acquisto oltre le venti pacchetti di quote:** Quote ordinarie con diritto di voto, 90% di sconto su acquisto di software Ex-ante e Bond Selector per tre anni.

Per gli investitori istituzionali che avessero voluto aderire all'offerta, veniva imposto un investimento minimo di 10 quote pari a 700,00 Euro di capitale sociale nominale e 4200,00 Euro di sovrapprezzo. Prima dell'operazione nessun investitore professionale partecipava al capitale sociale della società emittente, condizione necessaria per la positiva conclusione dell'offerta era che almeno il 5% del capitale venisse sottoscritto da investitori istituzionali. Al sottoscrittore veniva riconosciuto sia il diritto di recesso, entro sette giorni dall'ordine, che il diritto di revoca in caso di modifiche relative all'offerta che avessero potuto incidere in modo significativo sulla scelta del cliente di aderire all'offerta o meno. Qualora l'investitore avesse concretamente esercitato questi diritti previsti dalla normativa, sarebbe stata UNICASEED a provvedere alla restituzione dei fondi, riaccreditandole agli stessi dal c.c. vincolato che Diaman Tech aveva aperto presso Unicasim.

Il Business Plan e la stima del valore societario

Il Business Plan di Diaman Tech S.r.l, rappresenta uno strumento di simulazione della dinamica aziendale, che nel caso specifico fa riferimento ad un arco temporale di quattro anni a partire dal 2013. Nella figura sottostante si riporta il conto economico previsionale elaborato da Diaman Tech per gli il periodo 2013-2016.

BUSINESS PLAN	2013*	2014	2015	2016	
DESCRIZIONE RICAVI					
Vendita software EXANTE	13.606,00	67.320,00	114.444,00	161.568,00	
Vendita software iRating	-	60.000,00	144.000,00	244.800,00	
Commissioni da Negoziazione	-	15.750,00	126.000,00	189.000,00	
Commissioni da Collocamento	-	-	45.000,00	99.000,00	
Vendita servizi firma grafometrica	-	67.800,00	338.400,00	744.480,00	
TOTALE RICAVI	13.606,00	210.870,00	767.844,00	1.438.848,00	
DESCRIZIONE COSTI					
Costi di Direzione	-	30.000,00	42.000,00	75.000,00	
Amministratore unico					
Costi di Attivita' + personale	2.202,00	39.500,00	65.000,00	130.711,80	
Affitto, spese ufficio, noleggio PC			18.540,00	22.500,00	
Resp. Sviluppo software e processi			30.900,00	31.827,00	
Responsabile Database			24.720,00	25.461,60	
Assistenza Clienti			24.720,00	50.923,20	
Costi di Contabilita' e amministrazione	2.184,00	10.800,00	11.124,00	36.585,60	
Sharing contabilita'			6.180,00	25.461,60	
Commercialista			4.944,00		
Costi Commerciali e partner	3.679,00	98.266,00	321.493,20	629.822,40	
Commissione variabile al commerciale					
Commissioni ribaltate a partner firma			169.200,00	372.240,00	
Rimborso spese fisso al commerciale			24.000,00	24.000,00	
Costi ricerca e sviluppo (in ammortamento)		50.100,00	43.260,00	44.557,80	
Sviluppo nuove release					
Acquisto dilazionato licenze DIAMAN					
Software conferito		81950			
Costi varie (7%)	804,00	16.006,62	55.025,68	102.836,37	
TOTALE COSTI COMPLESSIVI	8.869,00	194.572,62	494.642,88	974.956,17	
EBITDA	4.737,00	16.297,38	273.201,12	463.891,83	
Ammortamenti	2.773,00	26.063,00	51.105,00	76.406,56	
Risultato gestione Operativa EBIT	1.964,00	9.765,62	222.096,12	387.485,27	
Imposte	729,58	2.033,65	72.004,48	125.114,12	
Recupero perdite pregresse					
Utile (perdita) di esercizio NOPAT	1.234,42	-11.799,97	150.091,64	262.371,15	
Ammortamenti	2.773,00	26.063,00	51.105,00	76.406,56	
Autofinanziamento netto	4.007,42	14.263,03	201.196,64	338.777,71	
CCNC (non rilevante) *	-	-	-	-	
Variazione dei fondi **	-	-	-	-	
					MEDIA
Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)	4.007,42	14.263,03	201.196,64	338.777,71	186.101,79
Investimenti		50.100,00	43.260,00	44.557,80	45.972,60
Disinvestimenti					
Free cash flow operativo	4.007,42	-38.836,97	157.936,64	294.219,91	140.129,19
Interessi passivi e altri oneri finanziari					
Pagamento dividendi					
Proventi finanziari					
Negoziazione nuovi debiti					
Rimborsi debiti in scadenza					
Aumenti di capitale sociale a pagamento ***		50.100,00	43.260,00	44.557,80	45.972,60
Rimborsi di capitale sociale					
Free cash flow to equity (FCFE)	4.007,42	14.263,03	201.196,64	338.776,91	186.101,79

*non rilevante in quanto la Società vende attraverso la sottoscrizione di contratti con pagamento anticipato;

**non sono presenti fondi in quanto la società in oggetto è una start-up;

***La Società ha deliberato un aumento di capitale Sociale a pagamento di Euro 175.000 comprensivo di sovrapprezzo.

Da un'analisi delle voci si evince una grossa crescita dei ricavi periodo considerato, dovuta sostanzialmente alle strategie di Diaman Tech che mira alla diffusione dei software EXANTE ed I Rating, e alla vendita di servizi relativi alla firma grafometrica. Anche l'EBITDA è atteso in forte crescita così come il NOPAT (nel caso specifico coincidente con l'utile netto) che si attendere crescere del 74,8% tra il 2015 ed il 2016. L'approccio utilizzato per la arrivare al valore del capitale economico è quello del Free Cash Flow from Equity (FCFE) in quanto considera non solo i flussi di cassa operativi, ma anche quelli relativi alle fonti di finanziamento ed i flussi relativi alle operazioni sul capitale (purché vi sia una movimentazione di denaro), tale flusso rappresenta quindi il flusso di cassa netto disponibile per l'investitore. Per la stima del costo del capitale è stato utilizzato il CAPM, di cui si è parlato nel capitolo precedente, ma trattandosi di una startup operante in un settore di nicchia non è stato possibile individuare un Ke settoriale. Per la stima del costo del capitale è stato assunto un beta pari a 1, un risk free rate pari al rendimento dei bund tedeschi a 10 anni pari 1,90% al momento dell'offerta ed un premio per il rischio di mercato pari a 6% ritenuto congruo per un investimento in capitale di una società operativa. Per arrivare alla stima del capitale economico si è quindi proceduto ad attualizzare i flussi di cassa del periodo esplicito al Ke e successivamente si è proceduto alla stima del TV. Per la determinazione del valore terminale il flusso di cassa è stato individuato quale valore medio dei FCFE del triennio analizzato, da questo procedimento si ottiene un W pari a 1.700.000,00 Euro.⁹⁴

⁹⁴ Relazione "Web Offer Diaman Tech srl" redatta dallo "Studio Magro" commercialisti associati

Criticità della valutazione e rischi dell'offerta

Il valore del Capitale Economico ottenuto a seguito dell'analisi sopra effettuata è il risultato del business plan fornito dalla società basato su stime e simulazioni operate dalla società emittente e quindi non esiste alcuna certezza in merito alla loro realizzazione effettiva. Nel valutare la sostenibilità di questo business plan, e la sua effettiva realizzazione, è necessario effettuare un'analisi dei rischi relativi al settore di operatività e al tipo di attività svolta. I rischi a cui la società ed il suo business plan sono esposti sono i seguenti:

- **Rischi connessi alle vendite:** Si ritiene ambiziosa la crescita dei ricavi prevista per i tre anni di piano. L'obiettivo di vendite ha però un razionale fondato: il mercato target di EXANTE è stimato in 30.000 persone circa. La società nel suo primo anno di attività senza un venditore full-time è riuscita a piazzare 50 licenze software, da qui la considerazione che aggiungendo tale risorsa si potranno raggiungere 600 licenze in tre anni. Va però chiarito che, se la società non riuscirà ad implementare la propria rete commerciale, non riuscirà a sviluppare le vendite previste dal business plan, rischiando così di compromettere il piano industriale;
- **Rischi connessi al contesto competitivo:** Diaman Tech opera in un mercato, quello sviluppo di applicativi software per l'industria finanziaria, da sempre competitivo. ed esposto potenzialmente all'ingresso di nuovi competitor in tempi molto brevi;
- **Rischi start-up:** Diaman Tech è una start-up e come tutte le società che si trovano nella fase Early-Stage è particolarmente soggetta al rischio imprenditoriale connesso alla capacità e alla possibilità di procedere concretamente all'effettivo sviluppo dei propri prodotti e dei propri servizi;
- **Rischi connessi all'attività di sviluppo:** una larga fetta del business della società ruota intorno allo sviluppo di software, conseguentemente ritardi nello sviluppo pianificato potrebbero portare alla compromissione del business plan.

4.3 Conclusioni

Diaman Tech è la prima realtà ad avere concluso con successo un'operazione di equity crowdfunding in Italia. Le motivazioni che hanno spinto la società a rivolgersi alla rete attraverso una campagna di equity, come dichiarato in un'intervista al Dott. Bernardi, risiedono nella volontà di creare un network che lo aiutasse a distribuire i suoi software piuttosto che nella raccolta di capitali stessa.⁹⁵ Si tratta di un'operazione particolare in quanto solo il 15% degli investitori non avevano contatti con Diaman, la parte rimanente era composta da operatori finanziari avvicinati tramite il meccanismo *reward-based*, consistente, nel caso specifico, nella possibilità di acquistare il software ad un prezzo scontato. Questo aspetto, unito alla detrazione fiscale (trattandosi di investimento in una startup innovativa) ha consentito di eliminare il problema dell'*exit strategy*, ossia dare ai sottoscrittori una prospettiva in cui monetizzare il proprio investimento. Questa prima esperienza di equity italiana rappresenta certamente uno stimolo all'utilizzo di tale strumento e dimostra come il canale si possa affiancare e quasi sovrapporre a quelli tradizionali, infatti pur assomigliando molto a prima vista ad una quotazione in borsa in realtà non è molto assimilabile a questa focalizzandosi maggiormente sullo sfruttamento delle potenzialità di internet.⁹⁶ La storia di Diaman Tech ha costituito il trampolino per il lancio di nuove campagne di equity crowdfunding che hanno avuto esito positivo. L'ultima operazione, in ordine temporale, ad entrare di diritto negli annali dell'*equity crowdfunding*, è quella della Pmi Keisdata, attiva nel settore del risk management, che ha chiuso la propria campagna sul portale Equinvest con una raccolta di 210.000 Euro, rispetto ai 100.000 inizialmente richiesti, ottenendo così un *overfunding* del 110%.

⁹⁵ www.startupitalia.it/diaman-tech

⁹⁶ [http://nova.ilsole24ore.com/Diaman Tech](http://nova.ilsole24ore.com/Diaman_Tech)

Conclusioni e prospettive future

Dal lavoro svolto emerge che, nonostante la legislazione italiana sia intervenuta a disciplinare il settore al fine di facilitarne la diffusione, il modello equity-based crowdfunding rappresenta ancora solo una piccola parte del più ampio mercato del crowdfunding. Questa lenta diffusione del crowdfunding è sicuramente legata agli elevati rischi che connotano questo tipo di operazione, uniti alla situazione non florida del sistema economico attuale. Infatti oltre al rischio di illiquidità⁹⁷, vi è l'incertezza in capo all'investitore, di una perdita totale della cifra immessa a titolo d'investimento: il sottoscrittore di partecipazioni crowdfunded, difatti, va inevitabilmente incontro al pericolo non solo di non percepire alcun ritorno in seguito all'operazione, ma, altresì, di dover rinunciare in toto al capitale inizialmente fornito.

Tale circostanza deriva, a livello intuitivo, dall'ingente aleatorietà legata alle società che usufruiscono di tale mezzo di finanziamento: trattandosi infatti di startup innovative (solo più recentemente anche di PMI innovative), le aspettative di vita di tali compagini sono minate tanto dal carattere di novità delle stesse sul mercato, quanto dall'incertezza insita nello stesso oggetto sociale, legato allo sviluppo di prodotti non collaudati nella folla dei potenziali acquirenti, e dunque soggetti ad elevate probabilità di insuccesso.

Il possessore di partecipazioni crowdfunded, infatti, che possono essere emesse solo da S.r.l. costituite in forma di start up innovative - si trova di fronte al pericolo di “restare prigioniero dell'investimento”⁹⁸.

L'illiquidità di tali strumenti, discende, in maniera determinante, dall'assenza di un mercato secondario dedicato alle stesse il che, rende difficile una concreta determinazione del loro valore.⁹⁹

In questo scenario, se da un lato l'estromissione alle negoziazioni delle partecipazioni crowdfunded trova giustificazione nella volontà del legislatore di tutelare l'investitore non professionale evitando collocare sul mercato secondario titoli di rischiosità elevata, dall'altro lato, la previsione costituisce un freno allo sviluppo di questo mercato e pare profilare una ingiusta forma di discriminazione in quanto sul mercato sono presenti prodotti finanziari diversi nel genere ma ugualmente rischiosi.

⁹⁷ Cfr. Art. 1, rubricato “Avvertenza”, dell'Allegato 3 al Regolamento Consob emanato con delibera del 26 giugno 2013, n. 18592.

⁹⁸ E. Fregonara, “Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative”

⁹⁹ Art. 25, secondo comma, della Legge 221, esclude esplicitamente le partecipazioni di start – up innovative dalla quotazione su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione.

Risulta però doveroso chiarire che, nonostante la disciplina dell'equity crowdfunding sia ancora carente sotto molteplici aspetti, si tratta di un tema nuovo, di crescente interesse nei vari ordinamenti giuridici. Si auspica che tale strumento venga perfezionato negli anni a seguire in quanto potrebbe restituire vivacità e dinamismo all'intero sistema economico. Il primo tema che sarà necessario affrontare riguarda la diffusione di prassi comuni finalizzate ad uniformare e a dare completezza all'informativa presente sulle diverse piattaforme. Molto frequentemente capita che informazioni essenziali, quali il business plan o la tipologia di quote offerte, non siano facilmente accessibili, o che addirittura siano presenti dati tra loro contraddittori, nei vari documenti sottoposti, rispetto al target di raccolta e ai piani futuri di investimento.¹⁰⁰

Altro tema critico, di carattere finanziario, riguarda invece la valutazione delle quote emesse dalle start-up innovative ed offerte in sottoscrizione tramite l'equity crowdfunding. Come emerso dal caso di studio analizzato, incentrato sulla valutazione del capitale economico di Diaman Tech prima del lancio dell'operazione, l'approccio utilizzato per la valutazione delle quote è quello basato sull'attualizzazione dei cash flows futuri che si attendono da ambiziosi business plan redatti dalla società. Tale approccio è tipico dell'industria dei Venture Capital ma con la differenza che quest'ultimi hanno a disposizione modelli di governance e controllo molto più strutturati che, attraverso *due diligence* scrupolose e patti complessi, gli assicurano la possibilità di incidere in maniera determinante nello sviluppo dell'impresa e la tutela dell'investimento effettuato. Viceversa questa ingerenza nella vita dell'impresa non è permessa a coloro che investono in equity crowdfunding, visto che le startup innovative e la stessa Diaman Tech nel caso analizzato, offrono solitamente quote senza diritto di voto. Una valutazione più prudentiale delle emittenti o una maggiore partecipazione al capitale sociale potrebbe quindi ampliare notevolmente la platea degli investitori in equity crowdfunding.

¹⁰⁰ 1° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING, Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

BIBLIOGRAFIA

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, Guida pratica al capitale di rischio, 2010.

Auricchio M., Cantamessa M., Colombelli A., Cullino R., Orame A., & Paolucci E., Gli incubatori d'impresa in Italia, Banca d'Italia, 2014.

Bartolomei G. & Marozzi A., Come finanziare una start-up innovativa, EpC editore, Roma, 2015.

Belleflamme, Paul, Lambert, Thomas and Schwienbacher, Armin, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Core Discussion Paper No. 2011/32, 2012.

Cantillon R., Essai sur la nature du commerce en général, 1952.

Colombi F., Strategie & Finanza. Modelli interpretativi e funzioni direzionali per i comportamenti finanziari d'azienda, Etas Libri, Milano, 1989

Commissione delle Comunità europee, Libro Verde sull'imprenditorialità in Europa, Documento compilato sulla base di COM 27, Bruxelles, 2003.

Di Lazzaro F. & Musco G., Analisi Aziendale. Metodi e strumenti, Giappichelli Editore, 2015.

Douglas M., Come percepiamo il pericolo antropologia del rischio, Feltrinelli, 1991.

Fregonara E., Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start-up innovative, in Orizzonti del Diritto Commerciale, 2014.

Frank H., Risk, Uncertainty and Profit (Eighth Impression.), London School of Economics and Political Science, 1957.

Fontana F., & Boccardelli P., Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita, Hoepli Editore, 2015.

Galeotti M., Le strategie competitive dell'azienda nei mercati finanziari, Aracne, Roma, 2008.

Giorgino M.C., Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile, Franco Angeli Editore, 2015.

Global Entrepreneurship Monitor (GEM), Summary Report (Relazione di sintesi 2002 del GEM, controllo globale dell'imprenditorialità), Reynolds, Bygrave, Autio e Hay, 2002.

Golinelli G.M., L'approccio sistemico al governo dell'impresa, vol. II, La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza, Cedam, Padova, 2000.

Guatri L., La teoria di creazione del valore. Una via europea, Egea, Milano, 1991.

Hébert R.F., Link A.N., In Search of the Meaning of Entrepreneurship , Small Business Economics, 1989.

Honjo Y., Kato M., Okamuro H., R&D investment of start-up firms: does founders' human capital matter? in Small Business Economics, Vol. 42, n. 2, 2014.

Imperato A., Informazione, aspettative ed incertezza. Edizioni scientifiche italiane, 1997.

Lazear E. P., Balanced skills and entrepreneurship, The American Economic Review, 2004.

Lerro A. M., Equity Crowdfunding, Gruppo 24 Ore, Milano, 2013.

Mason C., & Stark M., What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels, International small business journal, 2004.

Pais I. Il crowdfunding in Italia. Report 2015, ricerca dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, 2015.

Pagamici B., Start-up innovativa, Ipsoa Editore, 2015.

Palomba G., Valore e Tempo, Strategie & Finanza, Aracne, Roma, 1996.

Sancetta G., Gli intangibles e le performance dell'impresa. Verso nuovi modelli di valutazione e di comunicazione nella prospettiva sistemica, Cedam, Padova, 2007.

Sau L., Gli effetti del Venture Capital sulle gerarchie di finanziamento delle imprese innovative, Working Paper, Università del Piemonte Orientale, 2003.

Schilling M., & Izzo F., Gestione dell'innovazione, The McGraw-Hill Companies, 2012.

Schumpeter J.A., Capitalism, Socialism and Democracy, Harper & Row, New York, 1942.

Selleri L., L'impresa ed il rischio: introduzione all'enterprise wide management, pubblicazioni dell'università Cattolica, 2006.

Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, Start up innovative e nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding, 2016.

Vassallo W., Crowdfunding nell'era della conoscenza: chiunque può realizzare un progetto: il futuro è oggi. FrancoAngeli Editore, 2014.

Vulpiani M., Special Cases of Business Valuation, McGraw Hill Education, 2014.

SITOGRAFIA

<http://www.knos.it>

<http://www.edisonpulse.edison.it>

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

<http://www.mi.camcom.it/pmi-innovative>

<http://www.startup.it>

<http://nova.ilsole24ore.com/Diaman Tech>

https://www.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20160620_384590

<https://www.researchgate.net>

<https://luissenlabs.com>

<https://www.aifi.it>

<https://www.boomstarter.it>

<https://www.crowdcube.com>

<https://www.decreto2.0.it>

<https://www.economyup.it>

<https://www.eppela.com/it>

<https://www.indiegogo.com>

<https://www.kickstarter.com>

<https://www.kiva.org>

<https://www.siamosoci.com>

<https://www.smartika.it>

<https://www.starteed.com/it>

<https://www.startupitalia.it/diaman-tech>

<https://www.sviluppoeconomico.org>

<https://www.wcap.tim.it>

Ringraziamenti

Desidero ringraziare il Professor. Di Lazzaro, Relatore, per avermi dato la possibilità di svolgere la tesi magistrale su un argomento che unisce le mie due maggiori aree di interesse, il controllo di gestione e le start-up.

Desidero ringraziare mia Madre, mia Nonna e la mia ragazza Ludovica per il sostegno che mi danno ogni giorno e per credere in me qualsiasi cosa io faccia. Questo traguardo è soprattutto merito loro.

Desidero ringraziare Daniela, Carmen e Gnetti del mio Team di Roche S.p.A. per aver reso la mia prima esperienza lavoro indimenticabile ed avermi insegnato a credere nelle mie potenzialità.

Abstract

INTRODUZIONE

Il presente elaborato ha ad oggetto l'analisi e la valutazione di forme di finanziamento alternative a quelle tradizionali che si sono rapidamente diffuse nel corso dell'ultimo decennio. La recente crisi finanziaria, che ha colpito l'economia internazionale ed il nostro Paese, ha fatto venir meno la fiducia degli investitori nelle istituzioni creditizie tradizionali favorendo la nascita di nuovi strumenti di finanziamento più vicini alle istanze popolari, quali il crowdfunding e l'equity crowdfunding. Quest'ultimo rappresenta l'argomento principale del lavoro e, a differenza della maggior parte dei Paesi in cui sono attivi portali di crowdfunding, l'Italia è stato il primo Paese Europeo ad assoggettarlo ad una disciplina specifica con regolamento Consob adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013. L'equity crowdfunding fa sì che il canale di internet si sostituisca, ai fini del reperimento dei mezzi finanziari, ai tradizionali canali bancari, attraverso regole e modalità di finanziamento che siano in grado di sfruttare le potenzialità della nuova tecnologia WEB 2.0.

Ad oggi sebbene l'equity crowdfunding risulti ancora poco diffuso, ha già attirato su di sé l'attenzione dei legislatori nazionali che vedono in tale strumento la possibilità di creazione di un grande valore economico. Questo permetterebbe infatti il finanziamento di progetti che nel sistema tradizionale non verrebbero finanziati poiché non riuscirebbero a superare la valutazione di merito creditizio degli istituti di bancari.

Nel primo capitolo del presente lavoro si tratterà il tema delle start-up definendone i tratti salienti ed analizzando il percorso che dalla nascita della business idea le porta al reperimento delle fonti di finanziamento. Si passerà quindi a breve rassegna le forme di finanziamento tipiche della fase Early-stage quali: Venture Capital, Business Angel, Bootstrapping, Love Capital, Incubatori e percorsi di accelerazione.

Nel secondo capitolo verrà introdotto il concetto di crowdfunding analizzando la sua evoluzione nel corso del tempo, i modelli che lo contraddistinguono ed il volume d'affari che genera nel nostro paese. Il capitolo prosegue poi con un focus sul modello equity-based, dapprima esaminando il suddetto regolamento Consob e spiegando il

concetto di start-up innovativa, per poi concludersi dando una panoramica generale del fenomeno a livello di piattaforme attive e di progetti finanziati.

Il terzo capitolo tratterà invece delle problematiche relative alla creazione di valore e alla valutazione del rischio nelle start-up, sottolineando quanto, per questo tipo di imprese, sia fondamentale la redazione di un documento quale il Business Plan.

Infine nel capitolo quarto sarà presentato il caso Diamantech, la prima start up innovativa ad effettuare un'operazione di equity crowdfunding nel nostro Paese.

Capitolo 1: FASI DI SVILUPPO DELL'IMPRESA: DALL'IDEA AL FABBISOGNO FINANZIARIO

L'imprenditorialità rappresenta un tema che ancora oggi non ha una definizione univoca e condivisa, nonostante le sue origini letterarie risalgano ai primi anni del 400 a.C. È un concetto che non può essere assoggettato a nessuna disciplina accademica consolidata né tantomeno alla semplice attività che implica la scoperta, la valutazione e lo sfruttamento di opportunità di introduzione di nuovi beni e servizi, processi, materiali e modelli di business. La figura dell'imprenditore, nella concezione comune e nell'ambito della definizione economica, ha senz'altro generato uno dei più accesi ed intriganti dibattiti in merito alla propria natura, tanto in termini qualitativi quanto di applicazione pratica. Recentemente, la stessa Commissione Europea (2008) ha preso posizione rispetto alla caratteristica dell'imprenditorialità, definendola come *“la capacità di un individuo di trasformare idee in azioni”*. Tale formulazione implicitamente ricomprende al suo interno le doti di creatività, innovazione, assunzione del rischio di fallimento, pianificazione e gestione degli obiettivi prefissati. Fin dal XVIII sec. la letteratura economica riconosce l'importanza del fenomeno e ci offre un quadro abbastanza completo sulle diverse teorie imprenditoriali. La letteratura sul tema è molto ampia, volendo tracciare una linea del tempo “immaginaria” potremmo iniziare con le teorie di metà '700 di Richard Cantillon (1775), proseguire con quelle del '900 di Joseph Schumpeter (1912, 1934, 1942), per arrivare poi alle più recenti teorie degli anni 2000 di Lazear (2005). Le teorie finora enunciate rappresentano solo un breve accenno

alle teorie dell'imprenditorialità, essendo questa un fenomeno complesso che essere descritto in maniera univoca e comunemente accettata. Uno dei fenomeni economici più evidenti degli ultimi anni è senza dubbio la nascita di nuovo modello di business, quello delle start-up. Ovviamente non tutte le nuove imprese sono startup, queste hanno delle caratteristiche peculiari che le contraddistinguono tra cui prima tra tutte è sicuramente l'innovatività. A differenza delle altre aziende in fase di avvio, la start-up si trova a dover implementare un'organizzazione a fronte di un'incertezza maggiore rispetto ad aziende che si limitano a replicare o a modificare parzialmente un'offerta già esistente. Essendo prive di un track record che possa attenuare i problemi di opacità informativa, gli unici strumenti per poter sviluppare un progetto si riscontrano in elementi intangibili, difficilmente valutabili e fungibili da garanzia per gli investitori, come le capacità del team aziendale ed in uno strumento di pianificazione aziendale quale il Business Plan. Tale documento rappresenta l'unica base informativa di un'azienda in fase di costituzione ed è utile a valutare la fattibilità del progetto imprenditoriale da parte di soggetti esterni. Al pari di una qualsiasi impresa, anche la Startup necessita di capitali iniziali per finanziare lo sviluppo del prodotto, il personale che prende parte al progetto, le consulenze esterne, il marketing e la distribuzione. Nella fase di primo sviluppo della Startup è raro il ricorso al capitale di credito, comportando questo maggiori oneri e garanzie, mentre decisamente più probabile sarà il ricorso al capitale di rischio. L'attività dell'investitore di capitale di rischio è comunemente nota con i termini di Private Equity e Venture Capital. Le due tipologie di intervento anche se comunemente (ed erroneamente) vengono considerate simili, si distinguono in base alla fase del ciclo di vita dell'impresa in cui viene realizzato l'intervento, rispettivamente Late-Stage ed Early-Stage. In questo elaborato, parlando di Fundraising di Startup e quindi di finanziamento delle prime fasi dello sviluppo di un'impresa, i capitali coinvolti prenderanno quindi la connotazione di Venture Capital. Più precisamente risulta opportuno distinguere tra investitori formali e informali di capitale di rischio. Della prima categoria fanno parte gli investitori di *Love Capital*, tipicamente i familiari ed amici dell'imprenditore, che nella nella primissima fase del progetto, spesso quando la Startup non è ancora stata costituita. A questi si aggiungono i Business Angel, singoli individui che investono capitali in aziende in cambio di partecipazioni al capitale sociale di queste ultime. Nella maggior parte dei casi i Business Angel sono ex titolari

d'impresa, manager, docenti universitari, che dispongono di una preparazione approfondita sulla gestione d'impresa e di mezzi finanziari da investire sulle Startup. Questi soggetti sono particolarmente attivi nel primo round di investimento, la così detta fase Seed, mentre è più difficile che partecipino ai successivi round, quando generalmente entrano in gioco i Venture Capitalist. Quest'ultimi rientrano invece nella categoria degli investitori formali di capitale di rischio e, a differenza dei Business Angel, intervengono solo su realtà già avviate o quantomeno già strutturate e quindi nella fase di Start-up Financing e First-Stage Financing. Di questa seconda categoria fanno parte anche i così detti incubatori d'impresa, strutture all'interno delle quali un imprenditore ha la possibilità di accedere a risorse e servizi, al fine di trasformare la sua idea imprenditoriale in una Startup. Nel contesto dell'incubatore operano esperti nei vari settori che con le loro competenze completano quelle dell'imprenditore e consentono a quest'ultimo di affrontare in maniera più agevole la fase Seed dell'impresa, minimizzando l'altissimo rischio di insuccesso. Questi programmi permettono di "bypassare" i costi tipici della fase Seed perchè molti dei servizi necessari vengono internalizzati dall'incubatore. Nello specifico si risparmia sui costi di formulazione del Business Plan, sui costi per servizi professionali specialistici e sui costi di sviluppo del team imprenditoriale. Oltre a questo, l'imprenditore ha modo di sfruttare i rapporti privilegiati dell'incubatore per valutare l'originalità dell'idea ed effettuare test di mercato. Come nei casi precedenti, il prezzo da pagare per queste agevolazioni è costituito da una percentuale di equity. Sempre in tema di finanziamento di start-up, nell'ultimo decennio, ha trovato larga diffusione una fonte di finanziamento alternativa, il *crowdfunding*, la cui trattazione sarà oggetto del secondo capitolo.

CAPITOLO 2 – IL CROWDFUNDING COME ALTERNATIVA AI CLASSICI METODI DI FINANZIAMENTO: L'EQUITY CROWDFUNDING

Il termine *Crowdfunding*, il cui significato letterale è quello di "raccolgimento di fondi dalla folla", rappresenta un fenomeno di carattere globale che permette, tramite piattaforme online, il finanziamento di progetti di carattere imprenditoriale e non solo. Attraverso la rete è possibile infatti sottoporre la propria idea ad un amplissimo *pool* di potenziali investitori, presentandone *vision*, *mission* e componente strategico-gestionale, con lo scopo di raccogliere il capitale necessario ad attuare il progetto. Nonostante

venga considerato un fenomeno del XXI secolo, esso ha radici anteriori rispetto alla nascita di internet, basti pensare che anche l'editore del New York World, Joseph Pulitzer si mosse in questa direzione quando, nel 1885, organizzò un piano di donazioni per terminare il progetto della Statua della Libertà, dichiarando che avrebbe stampato sul giornale il nome di chiunque avesse donato fondi, e ciò a prescindere dall'importo donato. Questo esperimento di *Crowdfunding* ebbe un successo clamoroso per l'epoca, riuscendo a raccogliere una folla di più di 120.000 volontari, molti dei quali offrirono meno di un dollaro. Nella sua concezione più moderna, il termine crowdfunding è stato coniato da Michael Sullivan con il lancio di *Fundavlog* nel 2006, che si è rivelato un tentativo fallimentare di incubatore di progetti di videoblog che prevedeva una semplice funzionalità per effettuare donazioni online. È possibile individuare alcune caratteristiche chiave che definiscono i tratti essenziali del fenomeno:

- La folla di investitori;
- Il funding;
- L'uso di Internet.

L'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa e lo sviluppo del Web 2.0, hanno permesso ai due fattori chiave, la folla e l'attività di funding, di giungere con più rapidità a conoscenza del progetto, facilitando dunque l'incontro tra domanda e offerta che virtualmente avviene su una piattaforma di crowdfunding mediante sistemi elettronici di pagamento online. Il crowdfunding non è solo uno strumento finanziario innovativo ma rappresenta anche un importante strumento di marketing che consente di studiare il mercato nella fase che precede il lancio di un prodotto, per valutarne il gradimento e le sue possibilità di successo. Infatti, con il crowdfunding si riesce a promuovere un prodotto nella fase di funding, prima ancora che esso sia sul mercato, accelerandone poi l'adozione e riducendo il rischio di mercato. La pratica del crowdfunding e le sue evoluzioni costanti hanno portato all'individuazione, generalmente accettata, di quattro categorie o modelli di crowdfunding, distinti sulla base del meccanismo di ricompense previsto dal proponente: *lending-based*, *donation-based*, *reward-based*, *equity-based*. I dati registrati da Massolution, su oltre 1250 piattaforme di crowdfunding attive, evidenziano un'ampia prevalenza quantitativa, per la raccolta fondi, da parte del modello *lending based*, seguito dal modello di donazione. Il *lending-based crowdfunding* è un modello con cui si realizza un prestito tra privati

senza l'ausilio, in alcuni casi, di intermediari finanziari. Il lending ha dato origine a due sottocategorie del modello: il *microlending* e il *peer-to-peer*. Il primo si avvale del coinvolgimento di un intermediario finanziario locale, che gestisce finanziariamente i rapporti tra soggetti con basso profilo reddituale, volti a intraprendere iniziative di modesto impegno finanziario. La seconda modalità invece prevede l'incontro diretto sulla piattaforma, tra il soggetto che necessita di denaro e chi intende investire i propri risparmi. Il Donation e Reward based si discostano dal precedente in termini di controprestazione a carattere non economico per l'investitore. Nel primo caso si tratta di finanziare iniziative a scopo prevalentemente sociale (si parla anche di *social crowdfunding*). Il finanziatore, che in questo caso assume le caratteristiche proprie di un donatore, è spinto da un movente caritatevole e la propria soddisfazione è di tipo morale ed è legata alla partecipazione stessa al progetto ed alla sua realizzazione. La raccolta che viene effettuata secondo la logica del reward-based, pur non riconoscendo un compenso monetario al finanziatore, offre un "premio" che è proporzionato al valore della donazione e può presentarsi in differenti modalità; alcuni progetti contemplano uno sconto o una prelazione per l'acquisto di un bene oppure la possibilità di usufruire gratuitamente di un servizio. Le piattaforme che operano secondo tale modello possono essere distinte sulla base del modello di raccolta utilizzato, a seconda che questo sia "All-or-nothing" o "Take it all". Il primo prevede che la somma target da raggiungere deve essere ottenuta in un intervallo di tempo definito, fissato dall'imprenditore o dalla piattaforma stessa, e qualora questa non sia raggiunta non è possibile per l'imprenditore ritirare i capitali parziali ottenuti. Nel modello "Take it all" invece l'imprenditore può beneficiare dei capitali versati a favore del suo progetto anche se questi non raggiungono il target alla data di scadenza prefissata. La piattaforma di crowdfunding Reward-based di maggior successo al mondo è l'americana Kickstarter, una piattaforma generalista di ricerca fondi che fino ad oggi ha raccolto oltre 3 miliardi di dollari da oltre 10 milioni di investitori nel mondo. I progetti che hanno avuto maggior successo sono stati lo smartwatch Pebble, per il quale sono stati raccolti oltre 20 milioni di euro ed il Coolest Cooler, un frigorifero portatile "full-optional" per il quale sono stati raccolti 13 milioni di dollari. Per quel che riguarda il nostro Paese, il crowdfunding sbarca in Italia nell'ormai lontano 2005, con la piattaforma "Produzioni dal Basso" nata per autofinanziare produzioni artistiche. A distanza di più di 10 anni in Italia si

contano attualmente 82 piattaforme di crowdfunding, di cui 69 attive e 13 in fase di lancio. Accanto ai modelli tradizionali, descritti sopra, sono presenti piattaforme che offrono più di un modello e che possiamo definire ibride. Il modello misto più diffuso è quello basato su ricompense e donazioni. Interessante è anche il tema dei fondatori di tali portali, diversi studi hanno evidenziato che due fondatori su tre sono imprenditori uomini, sotto i 40 anni, con una formazione economico-ingegneristica. Dallo studio emerge inoltre che per i fondatori non si tratta della loro prima esperienza lavorativa, ma si tratta di soggetti che svolgono attività ulteriori, tipicamente docenti, consulenti o manager. I portali non sono gli unici attori dell'industria del crowdfunding Italiana. L'intero processo ha infatti le sue fondamenta su una molteplicità di soggetti che operano al fine di efficientarne la filiera. L'architettura informatica della piattaforma viene spesso sviluppata da cosiddetti *web service provider* esterni, che si occupano di curarne gli aspetti grafici e di implementare il sistema di gestione degli ordini da parte dei finanziatori (che tipicamente avviene tramite sistemi di *gateway* come Paypal, o con carta di credito o con bonifico bancario). Altro tema centrale, che diventa cruciale nel *crowdinvesting*, è quello della gestione dei pagamenti. Nell'*equity crowdfunding*, ad esempio, i fondi non possono essere raccolti direttamente dalle piattaforme, ma queste devono avvalersi di soggetti autorizzati quali banche e SIM. Completano la filiera gli advisor legali ed i consulenti di progetto, i primi focalizzati sull'assistenza contro gli eventuali rischi e responsabilità derivanti dal lancio di una campagna di crowdfunding, i secondi volti a supportare la redazione del business plan e del marketing plan.

Il quarto ed ultimo modello di crowdfunding, sviluppatosi nella pratica e comunemente accettato, è quello *equity-based*. L'*Equity crowdfunding* offre all'investitore in cambio dell'investimento, quote di proprietà di una società, nello specifico di una Startup. La differenza fondamentale tra questa tipologia di richiesta fondi e quella *Reward-based* è che in questo caso l'investitore non investe soltanto perché conquistato dall'idea, ma perché vuole avere in cambio una partecipazione al capitale sociale dell'impresa e quindi diventare proprietario del progetto finanziato. Negli Stati Uniti l'*equity crowdfunding* è stato disciplinato per la prima volta dal "*Jumpstart Our Business Startups Act*" del 5 aprile 2012, più comunemente noto come Jobs Act. Tale legge ha istituito questa tipologia di raccolta fondi, permettendo ad una massa importante di piccoli investitori di adottare questa tecnica di finanziamento, subordinando l'efficacia

dell'operazione alla presenza di un intermediario e imponendo un limite di raccolta per le aziende pari a un milione di dollari. L'Italia è stata il primo paese in Europa a regolamentare l'Equity-crowdfunding, la disciplina è contenuta nel regolamento Consob, emesso il 26 giugno 2013, a seguito del “*Decreto Crescita Bis*” del dicembre 2012; quest'ultimo ha introdotto la definizione di start-up innovativa, riservando esclusivamente a questo tipo di imprese la possibilità offrire strumenti finanziari attraverso appositi portali on-line iscritti al registro Consob. L'art.25 del decreto la definisce come “*una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione*”. I principali requisiti che la start-up innovativa deve possedere sono:

- ✓ *è costituita ed opera da non più di 60 mesi;*
- ✓ *è residente in Italia o in uno degli stati membri dell'Unione Europea, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia;*
- ✓ *presentano un valore annuo della produzione inferiore a 5 milioni di Euro;*
- ✓ *non distribuiscono e non hanno distribuito utili;*
- ✓ *deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;*
- ✓ *non deve essere stata costituita per effetto di una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda*

Inoltre, la start-up per essere innovativa deve possedere almeno uno dei seguenti criteri:

- ✓ *deve sostenere spese in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 15% per cento del maggiore importo tra il costo e il valore della produzione;*
- ✓ *deve impiegare per almeno 1/3 dottorandi, dottorati o ricercatori oppure una percentuale uguale o superiore a 2/3 della forza lavoro deve possedere una laurea magistrale;*
- ✓ *sia titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato*

Nonostante la finalità del “Decreto crescita bis” fosse quella di promuovere lo sviluppo tecnologico e l’occupazione giovanile, il fatto che l’equity crowdfunding fosse limitato alle sole start-up innovative aveva generato dubbi riguardo alla effettiva efficacia della disciplina. Per questo motivo ad inizio del 2015 il Decreto legge 3/2015, noto anche con il nome di “*Investment Compact*”, ha esteso la possibilità di effettuare operazioni di equity crowdfunding a tutte le PMI innovative, ovvero a tutte quelle piccole e medie imprese operanti nell’innovazione tecnologica a prescindere dall’oggetto sociale e dalla data di costituzione. Passando il lato portali, le piattaforme che possono gestire operazioni di equity crowdfunding sono di due tipi:

- ✓ piattaforme web ordinarie;
- ✓ piattaforme web gestite da banche e società di investimento.

Diverso è il trattamento per le due tipologie di piattaforme dal punto di vista della pubblicità e dei requisiti. Nel primo caso, se rispettati i requisiti di onorabilità e professionalità, le piattaforme web ordinarie sono soggette all’obbligo di registrazione nell’apposito Registro tenuto dalla CONSOB (sezione ordinaria). Per quanto riguarda invece le piattaforme web gestite da intermediari finanziari, queste vengono semplicemente annotate in una sezione speciale del registro, in quanto controllate da enti già abilitati a svolgere in via ordinaria attività di sollecitazione di pubblico risparmio. Alle piattaforme web ordinarie si applica una disciplina “meno restrittiva”, ma come contropartita è previsto che queste non possano detenere somme di denaro né eseguire direttamente gli ordini, dovendo trasmetterli a banche o SIM. Naturalmente, lo stesso obbligo non si applicherà alle piattaforme già controllate da Banche o società di investimento che potranno invece gestire in autonomia anche l’intero processo. Quest’ultime, di contro, non sono esenti dall’applicazione della disciplina sui servizi di investimento (di derivazione MIFID) nel caso di ordini al di sotto delle soglie previste dal regolamento Consob, 500 Euro per persone fisiche e 5.000 Euro per quelle giuridiche. Gli investitori che aderiscono ad un’offerta on-line non acquisiscono immediatamente lo status di socio, la campagna ha infatti una durata temporale ed una somma target generalmente definite dall’imprenditore. Se entro il tempo prestabilito si raggiunge la somma obiettivo, ed almeno il 5% di tale capitale è sottoscritto da un investitore professionale, si diventa soci a tutti gli effetti della società emittente. Se

L'offerta non si perfeziona i capitali versati su un conto indisponibile tornano nella disponibilità degli investitori, come nella modalità “All-or-nothing”. Entro 7 giorni dall'adesione viene comunque riconosciuta all'investitore retail la possibilità di esercitare il diritto di recesso, senza alcuna spesa, con un'apposita comunicazione al portale.

A livello di numeri, in Italia a giugno 2016 erano 19 i portali autorizzati dalla CONSOB a svolgere operazioni di equity crowdfunding con 48 progetti lanciati ed una raccolta di capitali di 5,565 milioni di Euro, di cui quasi la metà da fine 2015. Si tratta di un dato che, se paragonato con il volume d'affari totale generato dal fenomeno (oltre 2,5 miliardi di dollari), evidenzia come nel nostro Paese la raccolta faticò a decollare a causa delle stringenti normative in tema di offerta di titoli mobiliari. In realtà il lento sviluppo dell'equity crowdfunding in Italia deriva da un errato posizionamento della normativa nazionale: inizialmente si era pensato all'equity crowdfunding come ad una variante del crowdfunding reward-based, immaginando una massiccia presenza di investitori retail impegnati con piccole somme, invece, confrontando le medie di investimento pro capite di CrowdCube, leader del mercato inglese, che sono di circa 3.500 euro, con la media italiana di 10.250 euro, emerge come l'equity crowdfunding si sta dimostrando uno strumento per investitori sofisticati, se non proprio per *Angel investors*.

CAPITOLO 3 - CREAZIONE DI VALORE E VALUTAZIONE DEL RISCHIO NELLE START-UP

Nel processo di nascita di una start-up la costruzione di un *business model* performante è probabilmente la prima prova da superare per avviare una start-up di successo. Esso può essere definito come “*la descrizione del modo in cui un'impresa crea valore per i clienti e ne ricava conseguentemente un profitto*”. Dopo aver definito il proprio modello di business, il passo successivo, per una nuova realtà imprenditoriale, è quello di andare a valutare la realizzabilità del progetto, analizzando tipicamente quattro aspetti fondamentali per una valutazione del progetto:

- ✓ fattibilità imprenditoriale;
- ✓ fattibilità esterna;
- ✓ fattibilità operativa (o interna);
- ✓ fattibilità economico-finanziaria.

Occorre quindi procedere alla redazione di quel documento che nella dottrina aziendalistica è noto con il termine di Business Plan.

Si tratta di due concetti tra loro vicini ma distinti, il Business Plan può essere definito come quel documento pratico che contiene le indicazioni in termini di tempi, modi, costi, ricavi e flussi di cassa per l'attuazione del Business Model. Il Business Plan contiene dunque al suo interno informazioni di carattere prospettico riguardo il progetto di sviluppo e accrescimento dell'idea imprenditoriale. Nonostante le opinioni circa l'utilità del Business Plan non sono univoche, non può essere messa in dubbio la sua funzione di strumento comunicativo con gli investitori esterni, motivo per il quale tale documento riveste un'importanza fondamentale per le nuove realtà imprenditoriali. Venture Capitalist, Business Angel e banche baseranno infatti la propria scelta, di investire o meno nel progetto imprenditoriale, in larga parte proprio sulla base di questo documento. La funzione che un Business Plan è chiamato a svolgere obbliga, quindi, chi lo predispone ad adattarne i contenuti enfatizzandone maggiormente una dimensione piuttosto che un'altra a seconda del "tipo" di finanziamento ricercato. Occorrerebbe quindi domandarsi quali sono i driver su cui un investitore in equity crowdfunding basa la propria decisione e se questi differiscono da quelli tradizionali di Venture Capitalist e Business Angel. Il ruolo "informativo" del Business Plan è riconosciuto dalla Consob stessa che, all'art.15 del suo regolamento, ne prevede l'obbligatorietà per tutte le società che intendano iniziare un'operazione di equity crowdfunding. Nonostante non sia espressamente richiesto dal regolamento CONSOB, quando il Business Plan è utilizzato nell'ambito di un'operazione di equity crowdfunding, risulta fondamentale prevedere una sezione riguardante le modalità con le quali si è provveduto a stimare il valore dell'equity in modo tale da confrontare la quota di partecipazione al capitale della società offerta agli investitori con l'apporto finanziario richiesto. Ad oggi non esiste un metodo di valutazione condiviso per la valutazione del capitale economico di una start-up, tuttavia nel caso in cui si abbia a disposizione una stima dei flussi di cassa futuri si

potrebbe utilizzare, con i dovuti accorgimenti, il metodo del Discounted Cash Flow nella sua versione Unlevered. Tale approccio si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi dalla gestione operativa ad un determinato tasso di rendimento il costo del capitale. Le principali accortezze nell'utilizzo di tale metodo riguardano proprio la scelta del costo del capitale, che dovrebbe tenere conto del "rischio di fallimento" della start-up, e l'utilizzo di un tasso di un (g) pari a zero per la stima del Terminal Value. Un Business Plan ben strutturato ed una valutazione dell'equity ridurrebbero sicuramente quelli che sono i principali rischi di un'operazione di equity crowdfunding, di seguito se ne riportano i principali:

- ✓ Il rischio di perdita del capitale, in quanto si diventando soci della start-up si partecipa interamente al rischio d'impresa;
- ✓ Mancanza di dividendi per tutto il periodo in cui l'emittente mantiene i requisiti di start-up innovativa,
- ✓ Rischio di illiquidità, a causa del divieto di negoziazione nei mercati organizzati per tutto il periodo in cui l'emittente è considerata una start-up innovativa;
- ✓ Rischi connessi agli investimenti effettuati tramite portali on-line.

CAPITOLO 4 – IL CASO DIAMAN TECH: LA PRIMA START-UP IN ITALIA AD EFFETTUARE UN'OPERAZIONE DI EQUITY CROWDFUNDING

Diaman Tech S.r.l. è una start-up innovativa facente parte del gruppo DIAMAN Holding S.r.l. nata per aiutare promotori finanziari e gestori patrimoniali a realizzare delle scelte di investimento che siano il più consapevoli possibile. La società viene fondata il 3-10-2012 e come riportato nell'art. 2 del suo atto costitutivo ha come oggetto: *“la ricerca, lo sviluppo, la produzione e la distribuzione di prodotti software per l'industria finanziaria allo scopo di monitorare, rendicontare, analizzare e verificare investimenti e/o operazioni finanziarie”*.

I software sinora realizzati sono EXANTE e BondSelector, il primo si rivolge essenzialmente a private banker con l'obiettivo di aiutarli nella creazione dei loro portafogli di investimento, il secondo è invece finalizzato alla selezione e controllo del rischio di titoli Obbligazionari Corporate. Oltre a tali piattaforme, Diaman Tech ha

sviluppato, in collaborazione con Moody's Analytics, un Rating Implicito, denominato iRating, per la valutazione indipendente del merito di credito di un'emittente. Nel primo trimestre del 2014, Diaman Tech è stata la prima start up innovativa in Europa a riuscire a completare una operazione di Equity Crowdfunding sotto normativa CONSOB. Ad oggi Diaman Tech è partecipata da oltre 70 nuovi soci, tra cui investitori istituzionali e professionali. L'Offerta di sottoscrizione di quote di Diaman Tech è stata riservata sia ad investitori privati che ad investitori professionali, la somma obiettivo della raccolta oggetto dell'offerta era di 147.000,00 Euro; l'offerta è stata realizzata con la formula "all or nothing" con uno scarto del 10% in positivo o in negativo. Questa modalità prevedeva quindi che il denaro raccolto venisse trasferito all'emittente solo qualora la raccolta avesse raggiunto almeno il 90% dei fondi richiesti (132.300,00 Euro), e che comunque non potesse andare oltre il 110% degli stessi (161.700,00 Euro). Ad operazione conclusa possiamo affermare che il target è stato raggiunto con una percentuale complessiva di adesioni pari al 107,3% ed un capitale raccolto pari a 157.780,00 Euro di cui il 13,3% proveniente da investitori istituzionali. L'offerta ha avuto inizio il 31/12/2013 e si è conclusa il 31/03/2014, prevedendo un aumento di capitale fino ad un massimo del 18,92% della società DIAMAN Tech S.r.l. pari a 21.000,00 euro di valore nominale e 126.000,00 euro di sovrapprezzo, mediante emissione di 300 pacchetti di quote, ciascuno dei quali con un valore corrispondente a 70,00 Euro di capitale sociale nominale e 420,00 Euro di sovrapprezzo, il lotto minimo di investimento era quindi pari a 490,00 Euro. Il successo dell'operazione è dovuto anche al meccanismo di reward che in base alle quote sottoscritte riservava diversi tipi di sconti sull'acquisto dei software.

Sulla base del Business Plan fornito da Diaman Tech per il periodo 2013-2016 si è provveduto ad una stima del capitale economico. L'approccio utilizzato è quello del Free Cash Flow from Equity (FCFE), in quanto considera non solo i flussi di cassa operativi, ma anche quelli relativi alle fonti di finanziamento ed i flussi relativi alle operazioni sul capitale (purché vi sia una movimentazione di denaro). Per la stima del costo del capitale è stato utilizzato il CAPM utilizzando un risk free rate dell'1.9%, pari al rendimento dei bund tedeschi a 10 anni al momento dell'offerta, ed un premio per il rischio di mercato pari al 6%, ritenuto congruo per un investimento in capitale di una società operativa. Il risultato dell'applicazione del DCF nelle sue componenti di "stima

del periodo esplicito” e TV ha portato ad una valutazione del capitale economico di 1.700.000 Euro. Il valore del Capitale Economico ottenuto a seguito dell’analisi sopra effettuata è il risultato del business plan fornito dalla società basato su stime e simulazioni operate dalla società emittente e quindi non esiste alcuna certezza in merito alla loro realizzazione effettiva. Nel valutare la sostenibilità di questo business plan, e la sua effettiva realizzazione, è necessario effettuare un’analisi dei rischi relativi al settore di operatività e al tipo di attività svolta. I rischi a cui la società ed il suo business plan sono esposti sono i seguenti:

- ✓ Rischi connessi alle vendite: si ritiene ambiziosa la crescita dei ricavi prevista nel periodo di piano che qualora non venisse raggiunta rischierebbe di compromettere l’intero piano di sviluppo;
- ✓ Rischi connessi al contesto competitivo: Diaman Tech opera in un mercato, quello sviluppo di applicativi software per l’industria finanziaria, da sempre competitivo. ed esposto potenzialmente all’ingresso di nuovi competitor in tempi molto brevi;
- ✓ Rischi start-up: Diaman Tech è una start-up e come tutte le società che si trovano nella fase Early-Stage è particolarmente soggetta al rischio imprenditoriale connesso alla capacità e alla possibilità di procedere concretamente all’effettivo sviluppo dei propri prodotti e dei propri servizi;
- ✓ Rischi connessi all’attività di sviluppo: una larga fetta del business della società ruota intorno allo sviluppo di software, conseguentemente ritardi nello sviluppo pianificato potrebbero portare alla compromissione del business plan.

Conclusioni e prospettive future

Dal lavoro svolto emerge che, nonostante la legislazione italiana sia intervenuta a disciplinare il settore al fine di facilitarne la diffusione, il modello equity-based crowdfunding rappresenta ancora solo una piccola parte del più ampio mercato del crowdfunding. Questa lenta diffusione del crowdfunding è sicuramente legata agli elevati rischi che connotano questo tipo di operazione, uniti alla situazione non florida del sistema economico attuale. Tale circostanza deriva, a livello intuitivo, sia dall’ingente aleatorietà legata alle società che usufruiscono di tale mezzo di

finanziamento, start-up e PMI innovative, ma anche dalla mancanza di un mercato secondario che dia liquidità a tali strumenti. Risulta però doveroso chiarire che, nonostante la disciplina dell'equity crowdfunding sia ancora carente sotto molteplici aspetti, si tratta di un tema nuovo, di crescente interesse nei vari ordinamenti giuridici. Si auspica che tale strumento venga perfezionato negli anni a seguire in quanto potrebbe restituire vivacità e dinamismo all'intero sistema economico. Due sono i principali temi che andranno affrontati. Il primo riguarda la diffusione di prassi comuni finalizzate ad uniformare e a dare completezza all'informativa presente sulle diverse piattaforme. Molto frequentemente capita che informazioni essenziali, quali il business plan o la tipologia di quote offerte, non siano facilmente accessibili, o che addirittura siano presenti dati tra loro contraddittori, nei vari documenti. Il secondo riguarda invece la valutazione delle quote emesse dalle start-up innovative ed offerte in sottoscrizione tramite l'equity crowdfunding. Come emerso dal caso di studio analizzato, incentrato sulla valutazione del capitale economico di Diaman Tech, l'approccio utilizzato per la valutazione delle quote è quello basato sull'attualizzazione dei cash flow futuri che si attendono da ambiziosi business plan redatti dalla società. Tale approccio è tipico dell'industria dei Venture Capital ma con la differenza che quest'ultimi hanno a disposizione modelli di governance e controllo molto più strutturati che, attraverso *due diligence* scrupolose e patti complessi, gli assicurano la possibilità di incidere in maniera determinante nello sviluppo dell'impresa e la tutela dell'investimento effettuato. Viceversa questa ingerenza nella vita dell'impresa non è permessa a coloro che investono in equity crowdfunding, visto che le start-up innovative e la stessa Diaman Tech nel caso analizzato, offrono solitamente quote senza diritto di voto. Una valutazione più prudente delle emittenti o una maggiore partecipazione al capitale sociale potrebbe quindi ampliare notevolmente la platea degli investitori in equity crowdfunding.