

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

“LUISS - GUIDO CARLI”

---



---

FACOLTÀ DI ECONOMIA

Corso di laurea in Economia e Finanza

**BANCHE E CROWDFUNDING:  
UNA NUOVA OPPORTUNITÀ**

RELATORE:  
CHIARISSIMA PROF. MIRELLA PELLEGRINI.

LAUREANDO:  
MARIA CONCETTA MASTROGIULIO

CORRELATORE:  
CHIARISSIMA PROF. PAOLA LUCANTONI.

---

ANNO ACCADEMICO 2018-19

---



# INDICE

## 1. IL CROWDFUNDING

- 1.1 Nascita ed evoluzione.....
- 1.2 Le diverse tipologie di crowdfunding.....
  - 1.2.1 Il modello donation-based.....
  - 1.2.2 Il modello reward-based.....
  - 1.2.3 Il modello lending-based.....
  - 1.2.4 Il modello equity-based.....
    - 1.2.4.1 Caratteristiche delle operazioni.....
    - 1.2.4.2 I portali di equity-based crowdfunding.....
    - 1.2.4.3 Rischi e opportunità.....
    - 1.2.4.4 Caratteristiche e confronto con altri modelli di finanziamento.....
  - 1.2.5 Real estate crowdfunding.....

## 2. L'EVOLUZIONE DEL CROWDINVESTING

- 2.1 La Regolamentazione.....
  - 2.1.1 Il quadro giuridico italiano, nascita ed evoluzione della normativa.....
    - 2.1.1.1 Genesi, il “Decreto Crescita 2.0”.....
    - 2.1.1.2 Il Regolamento Consob.....
    - 2.1.1.3 Sviluppo, da Start-up a PMI innovative.....
    - 2.1.1.4 Crescita, la Legge di Stabilità 2017 e l'estensione a tutte le PMI.....
    - 2.1.1.5 Espansione, le ultime modifiche del Regolamento Consob.....
- 2.2 Analisi dei dati.....

2.2.1 L'equity crowdfunding.....	
2.2.2 Il lending crowdfunding.....	
2.2.3 Il real estate crowdfunding.....	

### **3. IL CONNUBIO BANCHE-CROWDFUNDING**

3.1 Il crowdfunding come finanziamento in sinergia col canale bancario.....	
3.2 Rischi ed opportunità per il settore bancario.....	
3.3 I principali portali di raccolta bancari.....	
3.4 Programmi di finanziamento.....	
3.5 Altre tipologie di collaborazioni.....	

**CONCLUSIONI**

**BIBLIOGRAFIA**

**SITOGRAFIA**

## INTRODUZIONE

Il crowdfunding è visto come una rivoluzionaria forma di finanziamento dal basso. In particolare, l'equity crowdfunding è considerato da molti come una possibile soluzione alle difficoltà riscontrate dalle piccole medie imprese nel reperire le risorse finanziarie necessarie per la crescita. Nonostante si sia sviluppato come contrapposizione alla tradizionale erogazione di credito da parte delle banche, oggi esse stesse guardano al crowdfunding come soluzione alla grande sfida della disintermediazione dell'industria finanziaria.

Il presente lavoro si pone innanzitutto l'obiettivo di introdurre il fenomeno del crowdfunding. A questo si unisce una considerazione di quali sia stata l'evoluzione regolamentare che ha condotto allo scenario attuale.

Lo studio mira a individuare i risultati ottenuti da questa forma di finanziamento. Il quesito finale al quale si cerca di dare una risposta, è l'appurare il ruolo delle banche nell'innovativo *match online*<sup>1</sup> tra il bisogno di denaro e l'eccedenza di liquidità.

O in altri termini, il crowdfunding può fare a meno delle banche o ha bisogno di una "banca nuova"?

L'elaborato si articola in 3 parti.

Nel primo capitolo viene presentato lo strumento, fornendo una descrizione di quelle che sono le principali caratteristiche e soffermandosi sui diversi modelli di raccolta. In particolare, nei modelli come il *donation* e il *reward*, a differenza dei modelli di *crowdinvesting*, non c'è una ricompensa in denaro.

Verranno così analizzati nello specifico il modello *lending based*, il modello *equity based* e il più recente modello *real estate*. Nel primo caso si parla di crowdfunding basato sui prestiti, nell'equity crowdfunding è previsto che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale. Il *real estate crowdfunding* si definisce quale innovazione finanziaria per gli investimenti immobiliari.

---

<sup>1</sup> J.Moules, Financial Times, 29/11/2013.

Il secondo capitolo si compone di due sezioni. La prima verterà sulla normativa di riferimento, ponendo così particolare attenzione all'equity crowdfunding. Tenendo conto dell'*excursus* cronologico, si procederà all'analisi del "Decreto Crescita 2.0", d.lgs. n. 83/2012 convertito in legge n. 134/2012 operando particolare attenzione su determinati articoli.

Indi si proseguirà con l'esame del Regolamento CONSOB n. 18592 del 26/06/2013, nonché delle successive modifiche.

Infine si evidenzieranno i passaggi normativi che hanno ampliato la platea delle società autorizzate a offrire i propri capitali tramite portali equity based. In particolare è stato attraverso l'art. 4 del D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015, poi convertito nella Legge 24 marzo 2015, n. 33, che tale possibilità è stata estesa alle Pmi innovative. Il legislatore, con la Legge di Stabilità 2017, Legge 11 dicembre 2016, n. 232, permette l'apertura dell'equity crowdfunding a tutte le Pmi. Ma, solo a gennaio 2018, con l'introduzione del nuovo Regolamento Consob sull'equity crowdfunding, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017, avviene l'effettiva entrata in vigore del provvedimento su citato.

Più di recente, sulla scorta della Legge di Bilancio 2019, la delibera n. 21110/2019 del 10 ottobre 2019 della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 251 del 25 ottobre 2019<sup>2</sup>, ha indotto importanti revisioni al Regolamento dell'equity crowdfunding, rivoluzionarie per lo sviluppo del settore.

Nella seconda sezione verrà analizzato un numero consistente di dati al fine di capire l'implementazione del crowdfunding dalla nascita ad oggi.

Si terrà conto delle varie tipologie di crowdfunding, per poi focalizzare l'attenzione sul crowdfunding.<sup>3</sup>

Il terzo capitolo mette in evidenza il ruolo della banca rispetto al crowdfunding, tenendo nel debito conto le eventuali negatività che esso comporta e quali invece i campi più forieri di sviluppo.

---

<sup>2</sup> Delibera avente ad oggetto "Modifiche al regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e successive modifiche e integrazioni (Regolamento Crowdfunding) per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019. (Delibera n. 21110/2019)".

<sup>3</sup> I dati disponibili più recenti sono quelli riportati nel "4° Report italiano sul Crowdfunding", realizzato dall'Osservatorio Crowdfunding della School of Management del Politecnico di Milano.

È stata fatta una rassegna non solo delle pioniere ma anche delle più importanti banche che, fin qui, hanno intrapreso le iniziative di crowdfunding facendo un distinguo fra banche che:

- hanno creato un proprio portale;
- utilizzano programmi di finanziamento;
- adottano tipologie di collaborazioni diverse.

Il lavoro è stato chiuso con riferimento a quello che potrà essere, a mio avviso, la position della banca nel futuro.

# CAPITOLO 1

## IL CROWDFUNDING

### 1.1 Nascita ed evoluzione

Il *crowdfunding* è un fenomeno che si riferisce agli sforzi degli individui e dei gruppi imprenditoriali, culturali, sociali e a scopo di lucro che, per finanziare le loro iniziative attingono, attraverso il Web, a contributi relativamente piccoli di una platea di milioni di persone, senza dover così ricorrere agli intermediari finanziari standard.

Il termine, letteralmente “finanziamento proveniente dalla folla”, deriva proprio dall'unione delle parole inglesi "*crowd*", folla, e "*funding*", finanziamento, indicando una modalità di micro-finanziamento che si avvale dell'aiuto di investitori che scelgono di investire liberamente, ispirati dal progetto e dall'idea proposta.

Il termine fu usato per la prima volta nel 2006 da un imprenditore in cerca di finanziamenti popolari (Michael Sullivan, Mamacrowd.com, 2016) che, in un incubatore<sup>4</sup> di progetti ed eventi legati al video blogging aveva previsto anche la possibilità di effettuare una donazione online; ma la sua storia è molto più antica e nobile.

Il primo vero tentativo relativo al *crowdfunding* è rappresentato nel finanziamento del piedistallo della Statua della Libertà nel 1885: F. A. Bartholdi, patriota e scultore francese, ebbe l'idea di una statua chiamata "*Liberty Enlightening the World*" che doveva essere conferita dal popolo francese agli americani nel centesimo anniversario. La statua doveva essere donata dai francesi, mentre gli americani dovevano provvedere alla costruzione del piedistallo. Poiché l'Unione americana non aveva approvato il finanziamento relativo, J. Pulitzer ebbe l'idea di sollecitare l'orgoglio degli americani e chiese loro piccole donazioni per aumentare l'importo necessario per la costruzione del piedistallo: riuscì a raccogliere \$100.000 in soli sei mesi coinvolgendo 125.000 persone.

---

<sup>4</sup> Si tratta del Fundavlog, un portale per la raccolta di denaro, fondato da Michael Sullivan, a cui si attribuisce il termine crowdfunding.



L'autorevole quotidiano *Financial Times*, in un articolo di Jonathan Moules del 29 novembre 2013, ebbe a definire il fenomeno come l'innovativo match on line tra il bisogno di denaro e l'eccedenza di liquidità.

Il *crowdfunding* rappresenta infatti una delle piattaforme *offering-to-demanding* più interessanti del XXI secolo. Si tratta di una forma di finanziamento alternativo che può definirsi la raccolta fondi del nuovo millennio e che rappresenta uno dei tanti ritrovati della *sharing economy* che per funzionare si avvale del mezzo più efficiente a disposizione nell'era 2.0, il web, dove le idee scorrono veloci, l'informazione si diffonde in tempi rapidi e gli strumenti messi a disposizione per "farsi pubblicità" sono i più disparati.

Il crowdfunding trae ispirazione<sup>5</sup> da concetti come la micro-finanza<sup>6</sup> e il *crowdsourcing*<sup>7</sup>, ma rappresenta una categoria a sé di raccolta fondi, facilitata da un numero crescente di siti internet dedicati. Internet, portale di facile accessibilità, è oggi il luogo più diffuso per promuovere idee innovative.

Nel mondo virtuale le idee possono raggiungere un numero enorme di potenziali sponsor e il denaro raccolto può essere utilizzato per finanziare un portafoglio di vari progetti, ad esempio di beneficenza, quelli relativi all'ambito sociale, culturale, commerciale etc.

Negli ultimi anni, il *crowdfunding* è stato ampiamente adottato da una varietà di settori, come quello del venture capital, immobili, prestiti personali. Le nuove imprese richiedono risorse per attuare i loro piani con successo e uno dei punti critici è proprio il finanziamento<sup>8</sup>.

Di recente, il *crowdfunding* si è imposto ed è emerso come un modo innovativo per iniziative imprenditoriali per garantire fondi senza dover cercare capitale di rischio o altre fonti tradizionali di investimento d'impresa. In effetti, nelle sue

---

<sup>5</sup> J.Morduch, The Microfinance Promise, Journal of Economic Literature, 1999.

M.K.Poetz, M.Schreier, The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas?, The Journal of Product Innovation Management, 2012.

<sup>6</sup> Con il termine micro-finanza (o finanza inclusiva) si intende l'offerta di prodotti e servizi finanziari forniti da alcuni istituti bancari a clienti che, per la loro condizione economico sociale, hanno difficoltà di accesso al settore finanziario tradizionale. Si tratta di piccole attività individuali o familiari, prive di garanzie e stabilità, considerate non solvibili e pertanto rifiutate dai comuni canali creditizi. In tal modo, la micro-finanza permette alle fasce più povere della popolazione di accedere al credito, al risparmio, all'assicurazione e ad altri prodotti finanziari.

<sup>7</sup> È l'espressione nata dall'unione dei termini inglesi crowd (folla, calca) e source (sorgente, origine), indica la pratica sociale di collaborazione di massa a progetti o processi complessi attraverso internet.

<sup>8</sup> S.Mariotti, Internazionalizzazione innovazione e crescita dell'industria italiana, Franco Angeli, 2006.

osservazioni del 2012 Jobs Act per legalizzare il *crowdfunding* azionario, il Presidente Barak Obama ha affermato che "*Per le start-up e le piccole imprese, questa proposta di legge rappresenta un potenziale punto di svolta*"<sup>9</sup>. Nonostante tale entusiasmo da parte delle più alte autorità, non è chiaro in che modo, esattamente, il *crowdfunding* potrebbe cambiare il gioco per le nuove imprese in cerca di finanziamenti.

La novità, infatti, è rappresentata proprio dal modo di utilizzazione di tali mezzi per raggiungere svariate comunità di imprenditori, persone comuni, artigiani, artisti, permettendo alla propria iniziativa di raggiungere una platea sostanzialmente illimitata a cui chiedere sostegno economico.

Ci sono diversi fattori determinanti nella nascita e nell'evoluzione del fenomeno. Ad esempio il ricercatore A. K. Agrawal e i professori Christian Catalini & Avi Goldfarb individuano tre fattori scatenanti della nascita del *crowdfunding*<sup>10</sup>:

1. La crisi globale finanziaria;
2. Lo sviluppo del web 2.0;
3. La nascita e lo sviluppo del *crowdsourcing*.

Le prime increspature della crisi finanziaria globale hanno iniziato a diffondersi nel mondo a partire dal 2008. Quello che inizialmente sembrava un problema in gran parte limitato al Nord America al settore dei mutui *subprime* ha presto interessato le economie più avanzate dell'emisfero occidentale, influenzando irreversibilmente la propensione al prestito degli istituti bancari: piccole e medie imprese, progetti rischiosi e iniziative economiche nei primi anni di vita non trovavano più fondi presso le banche.

In particolare in Europa, le incertezze risultanti da una stretta generale sul credito al dettaglio sono state acuite ricorrendo a minacce di perturbazioni sistemiche nella sfera finanziaria e monetaria.

Mentre la strategia per la ripresa economica si è concentrata sulla politica fiscale e sul sistema bancario, il peso dell'onere finanziario è a carico delle piccole imprese e degli imprenditori. Questi gruppi sono rimasti privi di finanziamenti per le loro attività, senza la sicurezza di un prestito bancario e con il diniego all'accesso a linee di credito del settore dei servizi finanziari.

---

<sup>9</sup> P. Piantavigna, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, Giuffrè Editore, 2014.

<sup>10</sup> A.K.Agrawal, C.Catalini, A.Goldfarb, *The Geography of Crowdfunding*, 2011.

Per le PMI e gli imprenditori, il *crowdfunding* non solo può fornire capitale di avviamento, ma associa anche diversi vantaggi: convalida delle caratteristiche del prodotto, segmentazione del mercato, prezzo e domanda, pre-vendita e feedback dei clienti, marketing, passaparola e struttura azionaria stabile e impegnata.

L'influente potenza del web, nei primi anni del XXI secolo, si prestò a diventare piattaforma di scambio proattivo di idee, suggerimenti ed iniziative.

La ridotta disponibilità liquida delle banche, ha incentivato il sorgere del fenomeno.

Il *crowdsourcing*, in ultimo, ha legittimato un modello basato sulla partecipazione di esterni alla visione imprenditoriale anticipando e giustificando l'intervento di una community nella realizzazione di una start-up.

Il fenomeno più importante nel suo sviluppo è stato sicuramente l'uso di Internet. Il sistema, infatti, sfrutta la potenza virale del web per raccogliere fondi e attrarre finanziamenti che altrimenti sarebbero di difficile reperimento. Le piattaforme di crowdfunding semplificano l'incontro tra la domanda di finanziamenti e l'offerta di denaro, mediante la riduzione di costi e lo snellimento di procedure. Dalla data di nascita della prima piattaforma di crowdfunding in Italia, nel 2005, ad oggi sono più di 40 le realtà attive regolarmente iscritte al Registro<sup>11</sup> degli operatori della Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) e il valore complessivo dei progetti finanziati supera i 30 milioni di euro.

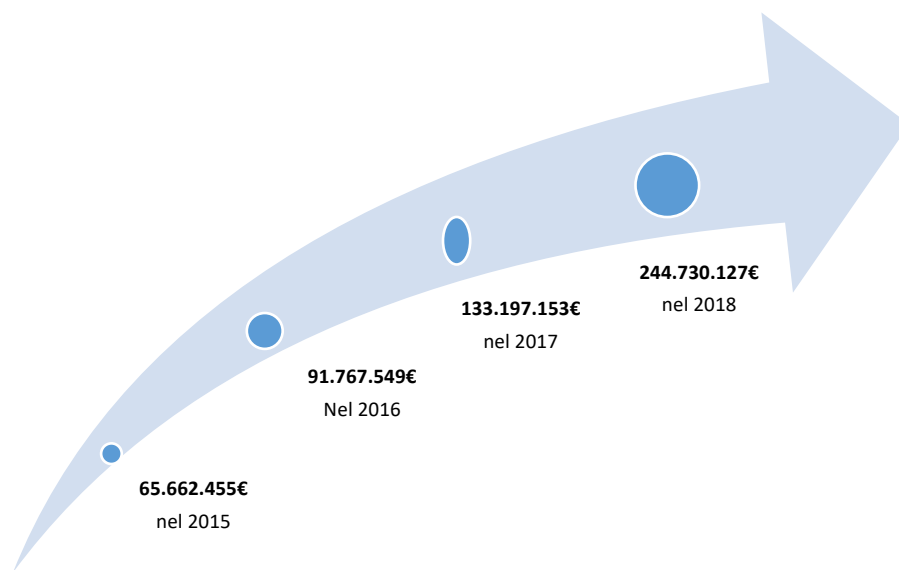
Alla fine del 2011, c'erano circa 200 piattaforme di crowdfunding attive in Europa, per poi aumentare del 50% alla fine del 2012. Al primo posto dei settori finanziati per mezzo del *crowdfunding* in Italia è l'imprenditoria (63%), seguita dalla creatività (23%) e dal sociale (14%).

Come si evince nel grafico seguente, la crescita maggiore è stata tra il 2017 e il 2018, registrando in un solo anno un risultato equivalente agli ultimi tre anni.

---

<sup>11</sup> Il Registro dei gestori di portali per la raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e i provvedimenti che integrano o modificano le informazioni in esso contenute sono pubblicate nel Bollettino della Consob. Il Registro è previsto dall'art. 50-quinquies del d.lgs.n. 58/1998 e contiene:

- una sezione ordinaria in cui sono iscritti i gestori di portali che sono autorizzati dalla Consob in seguito alla positiva verifica della sussistenza dei requisiti richiesti dal Tuf e dal Regolamento adottato dalla Consob con delibera 26 giugno 2013 n. 18592.
- una sezione speciale in cui sono annotate le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale.



**Grafico 1.1: Crescita dal 2015 al 2018. Starteed, Il Crowdfunding in Italia, Report 2018**

Disponibile su: <https://www.crowdfundingreport.it/>

Nell'aprile 2019 la rivista Economy Up censiva in Italia ben 95 portali di *crowdfunding*.

La raccolta fondi nell'era digitale si è diffusa a macchia d'olio, con un aumento esponenziale negli ultimi anni. Una crescita resa possibile proprio grazie alla metamorfosi geopolitica globale che si è avuta negli ultimi anni, dove l'utilizzo di Internet, ambiente virtuale, consente di mettere in contatto idee e progetti, persone o gruppi di persone e capitale, sfruttando strumenti informatici quali social media e social network.

## 1.2 Le diverse tipologie di *crowdfunding*

Tipicamente i portali di *crowdfunding* si differenziano rispetto alle tipologie di progetto al cui finanziamento siano dirette.

La classificazione più utilizzata a livello internazionale distingue i seguenti modelli di crowdfunding<sup>12</sup>:

- *donation-based crowdfunding*: si tratta di campagne di raccolta in cui non viene offerta alcuna ricompensa particolare, e quindi tipicamente mirate a obiettivi di solidarietà, cultura, mecenatismo, volontariato, sport;

<sup>12</sup> Le definizioni dei quattro tipi di crowdfunding sono state inserite consultando sia il sito della Consob <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding-approfondimento-1> sia <https://www.crowd-funding.cloud/it/modelli-classici-140.asp>

- *reward-based crowdfunding*: i privati fanno una donazione per un progetto o un'attività imprenditoriale attendendosi di ricevere in cambio del loro contributo una ricompensa di carattere non finanziario come beni o servizi in una fase successiva;
- *lending-based crowdfunding*: consiste nel prestare denaro a persone o imprese in cerca di fondi destinati a progetti di crescita personale o professionale, a fronte di un interesse e del rimborso del capitale;
- *equity-based crowdfunding*: il modello che prevede la cessione di quote societarie proporzionali all'investimento coinvolto. È una situazione simile a quella in cui ci si trova quando si acquistano o vendono azioni ordinarie in borsa o a quella del capitale di rischio.



**Figura 1.1: I quattro principali modelli di crowdfunding, Progetto di Vita “CATTOLICA per i Giovani”**

Un'altra classificazione<sup>13</sup> tra modelli di *crowdfunding* prende in considerazione due dimensioni:

<sup>13</sup> Tale classificazione è stata proposta dall'Osservatorio sul Crowdfunding, istituito nel 2014 presso la School of management del Politecnico di Milano, con l'obiettivo di analizzare ed interpretare in modo esaustivo l'impatto che la nuova raccolta di capitale può determinare nel sistema economico.

1. L'obiettivo primario del promotore del progetto, che può essere: o personale, ovvero mirato ad un beneficio esclusivo; o sociale, ovvero mirato ad un beneficio collettivo;
2. La ricompensa offerta al finanziatore che può essere: o monetaria (remunerazione o compartecipazione agli utili); o se non monetaria altrimenti soddisfacente.



Figura 1.2 Fonte: V° rapporto RITA (2013)

Dall'incrocio di queste dimensioni, sono state definite le seguenti 4 classi di progetti<sup>14</sup>:

- *business*: progetti orientati al profitto, di cui beneficiano sia il proponente sia il finanziatore a vario titolo. Vi rientrano i progetti equity-based, lending-based in cui il proponente chiede il prestito al fine di produrre ricchezza;
- *cooperazione*: si inscrivono quei progetti a scopo sociale o filantropico, ma che tuttavia incoraggiano gli investimenti proponendo un ritorno economico;
- *mecenatismo*: appartengono i progetti (in gran parte reward-based) pur sempre orientati al profitto ma per i quali non sia previsto un ritorno monetario ai crowdfunders;

<sup>14</sup> Ibidem.

- *donazione/beneficenza*: progetti di utilità sociale, senza scopo di lucro né ricompense monetarie. Si tratta dei progetti a scopo sociale che fanno parte della classe donation-based.

È ben possibile classificare le piattaforme online seguendo un'ultima catalogazione che tiene conto delle modalità di raccolta del capitale.

Le piattaforme online possono ispirarsi al principio *all or nothing* (tutto o niente) dove il progetto viene finanziato solo se riceve l'importo minimo, "somma target", previsto ad una data prefissata, sicché in caso contrario, i fondi rientrano nella disponibilità dei finanziatori senza che questi sopportino alcun esborso. Generalmente a tale principio si ispirano le raccolte fondi riguardanti quei progetti per cui è fondamentale raggiungere l'obiettivo economico prefissato.

Diversamente, le piattaforme possono applicare il principio *take it all* (prendi il tutto) non fissando un limite alla raccolta.<sup>15</sup>

### 1.2.1 *Il modello donation-based*

Il *donation-based crowdfunding* è una forma di finanziamento solidale, non essendo prevista alcun tipo di remunerazione per l'investitore, né economica né in beni o servizi. Onlus (Organizzazioni non lucrative di utilità sociale) e organizzazioni non profit utilizzano tale modello per raccogliere fondi connessi al finanziamento di progetti umanitari, caritatevoli o con risvolti sociali. Talvolta finanziano attività for profit, ma come il titolo suggerisce, non remunerano gli investitori in alcuna maniera.

Poiché i finanziatori sanno che il loro denaro sarà utilizzato su un progetto specifico, sono più disposti a donare importi più elevati e tendono ad essere più leali a lungo termine perché aggiornati sui progressi del progetto.

Giova ricordare che, a partire dal 2018, anche in Italia, è stato lanciato il cd. crowdfunding ricorrente<sup>16</sup> per le donazioni. In questo modo il progetto non ha scadenza e i sostenitori possono rinnovare la donazione ogni trenta giorni.

---

<sup>15</sup> I.Pais, P.Peretti, C.Spinelli, La via collaborativa all'imprenditorialità, Egea, 2014.

<sup>16</sup> Il crowdfunding ricorrente è una tipologia di raccolta fondi donation-based o reward-based continua che non ha scadenza, a differenza delle normali campagne di finanziamento dal basso. In Italia questo servizio è stato lanciato, per la prima volta, il 6 marzo 2018 da Produzioni dal Basso (pioniere del crowdfunding e tra i primi al mondo a lanciare il finanziamento collettivo online). Come viene descritto sul sito di Produzioni dal Basso, il crowdfunding ricorrente è una modalità di raccolta fondi «pensata per tutti quei progetti che hanno bisogno di raccogliere fondi in modo periodico e continuato».

Il *donation crowdfunding* si può anche declinare nella modalità del *personal fundraising* che consente, a chiunque sostenga una “buona causa”, di attivare una campagna personale di raccolta fondi per supportarla. Sono individui che "ci mettono la faccia", facendosi ambasciatori di una buona causa e invitando amici e parenti a donare loro stessi tempo, risorse, relazioni.

Il *donation-based crowdfunding* è la prima forma classica di *crowdfunding* e il suo processo è piuttosto semplice. Su specifiche piattaforme online (i cosiddetti portali di *donation crowdfunding*) i donatori – in gergo backers – possono visualizzare le campagne di raccolta fondi al fine di realizzare uno specifico progetto.

La disciplina giuridica delle elargizioni tramite *donation crowdfunding* fa riferimento al Codice Civile italiano, al cui interno le *donazioni*<sup>17</sup> sono definite come “*contratti attraverso i quali, per spirito di liberalità, una parte arricchisce un'altra andando a disporre a favore di questa di un suo diritto oppure andando ad assumere una obbligazione verso la stessa*”.

I benefattori offrono, quindi, le somme necessarie spinti da motivazioni filantropiche e non ricevendo, in cambio, alcuna ricompensa o, al massimo, un riconoscimento simbolico, spesso intangibile. Dal momento che, di fatto, anche per l'ordinamento giuridico italiano, si verificano vere e proprie donazioni, non è possibile prevedere la presenza dell'Imposta sul Valore Aggiunto: è la stessa Direttiva Europea sull'IVA<sup>18</sup> ad escluderne l'applicazione in questo particolare ambito.

### 1.2.2 Il modello *reward-based*

Il secondo modello, il *reward-based crowdfunding*<sup>19</sup>, prevede che il proponente, a fronte del finanziamento, riconosca all'investitore una ricompensa (appunto *reward*), non legata ai profitti o risultati derivanti dal progetto.

Tale premio, non in denaro, sarà funzione dell'apporto che gli offerenti dell'iniziativa riceveranno dai sostenitori. Di solito la ricompensa è molto

---

<sup>17</sup> Art. 769 c.c.

<sup>18</sup> Commissione Europea, Direttiva IVA, Unione Europea, 2006/112/CE.

<sup>19</sup> Tale metodologia di finanziamento è stata ad esempio utilizzata per raccogliere fondi durante la campagna elettorale che ha condotto alla prima elezione del Presidente degli Stati Uniti d'America, Barack Obama.



inferiore rispetto all'importo della donazione per garantire che ci sia abbastanza denaro per il progetto, tuttavia, la percezione del valore può essere molto più alta.

Per incentivare ulteriormente i diversi investitori ad offrire più somme di denaro, inoltre, si ricorre nella prassi ad una differenziazione dei *rewards*, alimentando così nei *crowdfunders* il desiderio di elargire più contributi in modo da collezionarli tutti.

Generalmente si ricorre a questa tipologia di *crowdfunding* per il finanziamento di progetti di tipo creativo (ad esempio la produzione di un libro, un film). A riguardo, eventuali ricompense potrebbero essere la menzione del ringraziamento nei titoli di coda del film o la consegna del libro una volta terminato.

Questa forma di *crowdfunding*, peraltro, per alcuni progetti si è sviluppata come prevendita del prodotto protagonista della campagna di raccolta fondi (cd. *pre-order crowdfunding*): gli investitori sono indicati come i primi clienti (o pre-acquirenti) acquistando i prodotti nella fase prototipo, prima della loro effettiva commercializzazione. In questo modo sostengono lo sviluppo della merce e l'introduzione sul mercato. Basate su questa logica, una moltitudine di sviluppi online, invenzioni, nuovi software, hardware, giochi per computer e creazioni di opere artistico-culturali hanno trovato milioni di sostenitori. In pratica, il finanziatore, interessato all'acquisto del prodotto o servizio, anticipa la somma che dovrebbe pagare per detto acquisto, finanziando così il progetto per la realizzazione dello stesso. In questo modo non soltanto l'investitore si assicura di essere tra i primi acquirenti del nuovo prodotto, ma soprattutto ne aumenta la reale possibilità di creazione<sup>20</sup>.

A livello giuridico si è di fronte ad una compravendita futura che si perfeziona con la realizzazione del prodotto (l'erogazione del servizio), per la quale si emette fattura e si applica l'IVA, che diventerà esigibile nel momento in cui il progettista riceverà effettivamente i pagamenti dei backers. L'importo, che dovrà essere considerato imponibile ai fini IVA, sarà quello totale raccolto e, dunque, inclusivo dell'eventuale commissione da pagarsi alla piattaforma sulla quale si è lanciata la campagna.

---

<sup>20</sup> I.Pais, P.Peretti, C.Spinelli, La via collaborativa all'imprenditorialità, Egea, 2014.

L’Agenzia delle Entrate con la risposta a interpello n. 137 del 27 dicembre 2018<sup>21</sup> ha fornito precisazioni in merito alle citate operazioni. I finanziamenti ricevuti tramite il *reward based crowdfunding*, nonché i proventi derivanti dalla commercializzazione del prodotto realizzato, saranno assoggettati alla disciplina fiscale del lavoro autonomo o del reddito di impresa a seconda della tipologia scelta per lo svolgimento dell’attività. Qualora non venga invece raggiunta entro il termine stabilito la soglia minima del finanziamento prevista, non assumerà alcuna rilevanza fiscale il finanziamento ricevuto e successivamente restituito ai contribuenti.

### 1.2.3 *Il modello lending-based*

Il *social lending crowdfunding* o, più semplicemente, il *lending-based crowdfunding* è una delle principali ipotesi di *financial crowdfunding*. Se un finanziatore ama l’idea del *crowdfunding*, ma vuole anche un certo ritorno finanziario, può investire tramite prestito o *equity-based crowdfunding*. A differenza del classico finanziamento, qui il rischio è solitamente diversificato tra motivazioni finanziarie e sociali.

Nella **Delibera n. 586 del 2016 di Banca d’Italia**<sup>22</sup>, il *lending crowdfunding* viene definito *social lending*, vale a dire **“uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”**.

Il *crowdfunding* basato sui prestiti individua una forma di finanziamento mediante sottoscrizione di titoli di debito emessi dall’impresa finanziata a nome del soggetto finanziatore, al quale, dunque, si assicura un ritorno economico mediante interessi e restituzione del capitale alla data pattuita tra le parti. I progetti di questa fattispecie, a loro volta, si suddividono in due sottoclassi:

- il micro-prestito, la fattispecie marginale, cioè la fornitura di servizi finanziari a soggetti a basso reddito o che difficilmente reperirebbero un investimento secondo i canali tradizionali del credito. In questo caso il prestito

---

<sup>21</sup>[https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/307263/Interpello+137+2018\\_Ri+sposta+n.+137\\_2018.pdf/12b69147-2905-c3eb-5eef-cc99de04bbec](https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/307263/Interpello+137+2018_Ri+sposta+n.+137_2018.pdf/12b69147-2905-c3eb-5eef-cc99de04bbec)

<sup>22</sup><https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>

viene raccolto da un gruppo di *crowdfunders* e gestito da un intermediario, normalmente nominato dalla piattaforma di raccolta fondi;

○ i prestiti Peer to Peer (P2P), la tipologia principale, vale a dire finanziamenti senza alcuna intermediazione di istituzioni finanziarie ma attraverso un rapporto diretto tra proponente e pluralità di investitori.

Anche se il Peer-to-Peer Lending non è una pura tipologia di *crowdfunding* e non è necessariamente basato sulla buona volontà, è un interessante nuovo modello di finanziamento per i prestiti. La differenza principale è che i creditori e i mutuatari di solito non si conoscono.

Con il prestito P2P, la motivazione principale per il finanziatore è un più alto rendimento finanziario. I tassi di interesse in generale sono basati sul fattore di rischio. Il fattore di rischio è calcolato da piattaforme P2P, sulla base dei dati finanziari e dei titoli personali.

Ci sono anche modelli innovativi in cui il rischio è a carico dei fondi di previdenza e non dei singoli prestatori. Questo modello è utilizzato dai mutuatari che sono alla ricerca di un prestito con un tasso di interesse inferiore a quello che possono ottenere da una banca. I dati esistenti mostrano che i tassi di default per il prestito P2P in media sono molto bassi, anche al di sotto dell'1%<sup>23</sup>.

Questo sottoinsieme di *crowdfunding* è molto redditizio e in continua crescita. Nei P2P solo il denaro fornito dai finanziatori è in prestito, pertanto non vi è alcuna creazione di denaro all'interno delle piattaforme, a differenza delle banche tradizionali. Di conseguenza, non vi è alcun rischio sistemico legato al prestito P2P<sup>24</sup>. Oggi le piattaforme possono operare se sono istituto di

---

<sup>23</sup> R.DeLuca, N.Lucido, Il peer to peer lending. Aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

<sup>24</sup> Giova ricordare che a partire dal 2018 vi è la possibilità, per gli enti di previdenza e i fondi pensione, di collocare all'interno dei PIR (*Piani Individuali di Risparmio*) quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati e/o originati tramite piattaforme P2P, usufruendo dei relativi incentivi fiscali. Questo seconda norma assomiglia a quanto implementato dal legislatore del Regno Unito circa due anni fa con l'introduzione degli Innovative Finance ISAs (*Individual Savings Accounts*), una forma innovativa di ISA, l'equivalente dei nostri PIR. Il potenziale inserimento nei PIR richiederà approfondimenti e organizzazione di prodotti ad hoc, quindi non poco tempo. Nello stesso Regno Unito ancora non si sono visti effetti materiali, pur essendo gli "IFISA" stati approvati nell'Aprile del 2016.

pagamento<sup>25</sup>, ex art. 114 TUB, intermediario finanziario<sup>26</sup>, ex art. 106 TUB o istituto di credito<sup>27</sup>; e possono fare da intermediari nelle trattative personalizzate tra imprenditori e singoli finanziatori.

I siti più noti, tra le piattaforme P2P lending, che remunerano l'investimento più gli interessi, sono Prosper<sup>28</sup> e Lending Club<sup>29</sup>. Il processo di prestito è organizzato attraverso l'esplicitazione del range di finanziamento necessario per il crowdfunding entro il quale i *lenders* scelgono l'ammontare più confacente alle loro disponibilità economiche. È possibile comprare frazioni (*notes*) di investimento attraverso la creazione di un account sul quale vengono automaticamente caricati gli interessi attivi.

A differenza delle convenzionali operazioni bancarie, i vantaggi dei “prestiti su Internet” possono essere così riassunti<sup>30</sup>:

- il mutuante è in grado di generare rendimenti più elevati con tariffe inferiori a quelle, ad esempio, di investire denaro in depositi bancari;

---

<sup>25</sup> **Articolo 114-bis TUB** (2) (Emissione di moneta elettronica) 1. L'emissione di moneta elettronica è riservata alle banche e agli istituti di moneta elettronica. 2. Possono emettere moneta elettronica, nel rispetto delle disposizioni ad essi applicabili, la Banca centrale europea, le banche centrali comunitarie, lo Stato italiano e gli altri Stati comunitari, le pubbliche amministrazioni statali, regionali e locali, nonché Poste Italiane. 3. L'emittente di moneta elettronica non concede interessi o qualsiasi altro beneficio commisurato alla giacenza della moneta elettronica.

<sup>26</sup> **Articolo 106 TUB** (2) (Albo degli intermediari finanziari) 1. L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. 2. Oltre alle attività di cui al comma 1 gli intermediari finanziari possono: a) emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114-quinquies, comma 4, e iscritti nel relativo albo, oppure prestare solo servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo 114-novies, comma 4, e iscritti nel relativo albo; b) prestare servizi di investimento se autorizzati ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; c) esercitare le altre attività a loro eventualmente consentite dalla legge nonché attività connesse o strumentali, nel rispetto delle disposizioni dettate dalla Banca d'Italia (3).3. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico.

<sup>27</sup> Organismo che svolge simultaneamente l'attività di raccolta di risorse finanziarie e di concessione del credito per proprio conto. L'istituto di credito acquisisce per mezzo di operazioni di provvista, dette anche passive, fondi con l'obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma, e provvede all'esercizio del credito attraverso le operazioni attive o di impiego. Tali attività, secondo quanto stabilito dal legislatore, rappresentano attività riservate.

<sup>28</sup> [https://www.prosper.com/?\\_\\_cf\\_chl\\_jschl\\_tk\\_\\_=1a2283e309bf3a9587da058f2c0818900fe488ad-1580140426-0-](https://www.prosper.com/?__cf_chl_jschl_tk__=1a2283e309bf3a9587da058f2c0818900fe488ad-1580140426-0-)

[AeXelhf1bkfkcZJ\\_h2tVA0w\\_IlhoY8TgY4M\\_nTLZTREH8qFyl5g9sLsE2g-YIEeVW6wGL3DIg7aqOtiPW1uyfOZ1i0LGcZ6ma7U6A7HYzGEstJ51Mq66qo-aUHfjzwcBf3mHFJ6u-wCCXNTFiiG-LprzgWMUOZ1MPB5XWGVUHpH7g5SB78fA81s--w7kdMuqpvO9Qf90xDiNXu1qkbaDspD5pvFwzaPqGw24r3b8\\_2\\_lbLcCeXXHY8JVEwC11bQaMQ63x86QUXT55jYty8mWgdazS5mBw6fkd8IS\\_pI2ih-MoASkTgq3kVmkR80kKHd-HKQ](https://www.lendingclub.com)

<sup>29</sup> <https://www.lendingclub.com>

<sup>30</sup> R.DeLuca, N.Lucido. Il peer to peer lending. Aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

- la valutazione del merito creditizio è spesso più indulgente;
- la creazione di valore sociale è potenzialmente realizzata durante le operazioni, il processo ha anche elementi personali;
- l'innovazione tecnologica migliora la qualità e rapidità della gestione, risultando in un servizio più conveniente sia per il prestatore che per il beneficiario.

A causa della rivoluzione digitale, applicazioni che offrono servizi finanziari stanno conquistando sempre più utenti e grazie al loro modello di funzionamento flessibile, sono più efficienti nel monitoraggio dei processi di mercato rispetto alle banche tradizionali.

Nel modello lending based l'investimento avviene attraverso la *sottoscrizione di un prestito, con un contratto che prevede le modalità di rimborso e remunerazione del capitale attraverso il riconoscimento di un tasso di interesse*. Di conseguenza la norma alla base del modello è il **contratto di mutuo**<sup>31</sup>, **art. 1813 c.c.**

La tassazione del social lending crowdfunding, è stata rivista alla fine del 2017. Il legislatore italiano ha decretato che dal 1° gennaio 2018 *sarà applicata un'aliquota al 26% sugli interessi percepiti da chi presta denaro attraverso piattaforme digitali*. Operativamente il nuovo emendamento prevede la stessa tassazione applicata oggi ai redditi degli strumenti finanziari, anziché l'aliquota marginale applicata ai redditi personali IRPEF.

Le piattaforme *devono operare una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta sui redditi da capitale*<sup>32</sup>.

#### 1.2.4 Il modello equity-based

Come precedentemente enunciato, il *crowdfunding* si colloca nel filone della economia collaborativa, c.d. *sharing economy*<sup>33</sup>, mettendo in dubbio i tradizionali sistemi di produzione e consumo.

---

<sup>31</sup>**Art. 1813 c.c.** Il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità.

<sup>32</sup> <https://www.crowd-funding.cloud/it/la-tassazione-del-social-lending-crowdfunding-991.asp>

<sup>33</sup> DonTapscott, A.D.Williams, Wikinomics. How Mass Collaboration Changes, Everything, Rizzoli-Etas, 2007.

Tra le forme possibili, quella più recente e più interessante per le sue implicazioni economiche e giuridiche è *l'equity crowdfunding*.

Per *equity crowdfunding* si intende, dunque, una modalità di finanziamento di società non quotate in cui la formazione di capitale si realizza tramite l'acquisto di azioni o quote societarie da parte di una massa indistinta di soggetti. In altre parole, il *crowdfunding* è definito "*equity-based*" proprio perché prevede, in particolare, che il finanziamento avvenga tramite la sottoscrizione di capitale di rischio, ottenendo in cambio quote di partecipazione della società con diritti patrimoniali e amministrativi.

La definizione più accreditata in letteratura è quella che definisce l'*equity crowdfunding* «*a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms*»<sup>34</sup>.

In base alla definizione resa dalla Commissione UE nella Comunicazione "*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*"<sup>35</sup> il *crowdfunding* costituirebbe "*un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico*" e, come specifica la Consob «*si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa*»<sup>36</sup>.

Tale forma di finanziamento permette di sostenere lo sviluppo di start up innovative e PMI che non possono usufruire dell'indebitamento bancario perché prive di un elevato standing creditizio o comunque non in grado di offrire delle garanzie adeguate.

Tale strumento di finanziamento presenta alcuni elementi fortemente caratterizzanti<sup>37</sup>, quali:

- la possibilità per le imprese di raggiungere un vasto numero di investitori;
- il superamento del "sistema delle garanzie";

---

<sup>34</sup> K.C.Gerrit, e al., Signaling in Equity Crowdfunding, 2013.

<sup>35</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>

<sup>36</sup> Consob, Equity crowdfunding : cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una startup innovativa tramite portali on line  
<http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

<sup>37</sup> A.Scutti, La raccolta on line di capitale di rischio. Equity crowdfunding: uno strumento all'avanguardia per la crescita delle PMI, ANDAF magazine, 2017.

- le risorse finanziarie costituite prevalentemente da mezzi propri;
- la celerità (in media i tempi sono di 6/7 mesi) e la scarsa onerosità dell'operazione (servizi professionali, tenuta del c/c vincolato e spese della piattaforma);
- visibilità internazionale dell'azienda;
- creazione di relazioni “forti” che contribuiscono alla formazione del “valore” dell'impresa;
- possibilità per gli investitori di valutare numerose iniziative imprenditoriali (anche al di fuori del proprio ambito territoriale e socio-economico) e di diversificare consapevolmente i propri investimenti;
- modifiche dei diritti patrimoniali e amministrativi, della governance e della cultura aziendale.

Per quanto riguarda la qualità dei soggetti coinvolti, l'*equity crowdfunding* si presenta come il modello maggiormente strutturato.

Il proponente e gli investitori non si configurano come semplici imprenditori e sostenitori che liberamente scelgono di ricorrere al finanziamento della folla, ma si assiste alla qualificazione di soggetti privati come investitori, seppur non professionali.

Il proponente o *creator* è un imprenditore che sfrutta l'opportunità dell'*equity crowdfunding* per finanziare la sua idea di business.

Le motivazioni alla base del ricorso al metodo di finanziamento di cui si tratta sono molteplici.

La prima ragione è ovviamente economica, l'*equity crowdfunding* è un metodo facile, efficiente e organizzato per sollecitare e raccogliere capitale. In secondo luogo, attraverso tale modello, i proponenti trovano un modo per far conoscere il proprio progetto, far crescere la propria reputazione e popolarità nel grande pubblico attraverso i social media e la stampa. In aggiunta, la possibilità di mantenersi in contatto con i supporters consente al proponente di costruire relazioni durature, che si estendono al di là della singola transazione finanziaria. Pubblicando i progetti sul web, le piattaforme garantiscono visibilità ai proponenti, consentendo loro di incrementare il bacino d'utenza e stabilire un dialogo diretto con gli investitori.

Al contrario delle tradizionali strategie di marketing, il *crowdfunding*, quindi, fornisce un rapido modo per fare pubblicità ad un prodotto e costruire una base di fans.

Tre sono i possibili modelli operativi dell'*equity-based crowdfunding*:

- ◇ *club model*: viene costituito un club privato. In questo modo l'offerta non è più al "pubblico", ma esclusivamente agli iscritti al club;
- ◇ *holding model*: i finanziatori diventano soci di una holding strumentale, che poi effettuerà gli investimenti;
- ◇ *raccolta di sottoscrizioni*: i finanziatori sottoscrivono online le quote/azioni offerte diventando a tutti gli effetti soci della società emittente il progetto. Essendo il modello meno rischioso è adottato sia in Italia che negli Stati Uniti.<sup>38</sup>

#### 1.2.4.1 *Caratteristiche delle operazioni*

Anzitutto, prima di ricorrere all'*equity crowdfunding*, l'imprenditore deve avere un chiaro piano finanziario. Il progetto va tradotto in grandezze economico-finanziarie prospettiche che ne esplicitino i futuri flussi di cassa e di reddito. La logica di modellizzazione è quella del business plan. Quando il piano economico sarà completo, lo si potrà impiegare per decidere il contributo standard, stimare il numero di partecipanti al *crowdfunding* e fissare la quota di profitti da destinare loro.

Il business plan, tuttavia, non serve solo all'imprenditore, ma anche alla popolazione di utenti di un portale di *equity-crowdfunding*. Nessuno investe il proprio denaro in una società, soprattutto se di recente costituzione, se prima non ne ha compreso il settore di operatività, i punti di forza, gli obiettivi, la reputazione del promotore, etc. Il progetto dovrebbe, infatti, consentire la formazione di una decisione finanziaria di investimento basata su un set di informazioni sufficienti ad apprezzare il rischio di fattibilità tecnica, di mercato, finanziario ed economico del progetto.

---

<sup>38</sup> Ibidem.



Ovviamente, rispetto ad un business plan tradizionale, quello del *crowdfunding* presenta forti peculiarità dovute al fatto che il finanziamento degli investitori avvenga on line.

Quando viene pubblicizzata l'idea, spesso il prodotto/servizio non è ancora sul mercato. Il business model di queste aziende, quindi, viene sviluppato tramite la digital economy, cioè attraverso un confronto continuo con i potenziali investitori.

Non è sufficiente pubblicare la proposta sul portale. Teoricamente esso è in grado di raggiungere qualsiasi internauta, ma è necessario altresì che la proposta venga indirizzata dal proponente direttamente ai suoi contatti che potrebbero essere minimamente liquidi o avere un interesse profondo per il progetto. La proposta deve essere attraente, ma al tempo stesso chiara e franca.

Gli investitori, cd. *crowdfunders*, rappresentano la community on-line nell'ambito della quale avviene la raccolta fondi. Si tratta di investitori in genere non professionali, legati o meno da interessi comuni, cosa che sostanzialmente varia a seconda del modello di business della piattaforma e dal suo grado di specializzazione.

Attraverso vari canali, dal semplice passaparola alla condivisione del link sui social media e vari siti, i possibili investitori vengono direzionati sulle piattaforme. La loro adesione è abbastanza semplice e intuitiva. Possono, infatti, accedere liberamente alle community online e tramite registrazione valutare i progetti pubblicati. La transazione finanziaria seguirà le modalità definite dalla piattaforma, sia rispetto al gestore di pagamento on-line, sia rispetto al trasferimento delle stesse al proponente.

Le motivazioni degli investitori sono le più varie, vi è senz'altro quella economica, ma a ciò si aggiunge il desiderio di appartenere ad un gruppo, sostenere un'idea o un progetto ideale.

#### *1.2.4.2 I portali di equity-based crowdfunding*

Il portale si identifica nel sito internet di cui il proponente si avvale per offrire i propri strumenti finanziari al pubblico rendendo più facile il rapporto tra imprenditore e investitori. Il portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è una piattaforma on line che ha come

finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese<sup>39</sup>.

I portali si differenziano tra loro a seconda che consentano l'accesso dell'offerta a chiunque o soltanto a determinate classi di investitori (modello club). Queste ultime possono essere on line o off line. In quest'ultimo caso, il portale si limita solo allo svolgimento dell'attività di back office e non del trasferimento dei fondi.

I portali forniscono agli investitori le informazioni sulle start-up e sulle singole offerte attraverso apposite schede, redatte secondo il modello standard allegato al Regolamento<sup>40</sup>, che possono essere presentate anche con strumenti multimediali tramite immagini, video o "pitch" (le presentazioni, normalmente in formato Microsoft PowerPoint, con cui si descrivono l'azienda, la sua idea di business, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire con l'investimento cercato).

L'obiettivo fondamentale è quello di aiutare l'investitore ad adottare decisioni consapevoli d'investimento, evidenziando caratteristiche e rischi.

In altre parole cercano di far incontrare la domanda di denaro dei *fundraisers* e l'offerta di fondi da parte della folla di investitori.

In particolare sulla piattaforma si deve specificare chi è il gestore e da chi è controllato, le modalità con cui vengono selezionate le offerte, i costi a carico dell'investitore, le misure volte a gestire rischi di frode, conflitti di interesse e reclami, il trattamento di dati personali, i risultati raggiunti, la normativa di riferimento, i provvedimenti sanzionatori o cautelari predisposti dalla CONSOB, le procedure adottate nel caso di mancanza di rispetto delle regole di funzionamento.

Per quanto riguarda la gestione delle piattaforme, questa è rimessa a due categorie di soggetti che sono quelli autorizzati dalla CONSOB e iscritti in un apposito registro elaborato dalla stessa e i cosiddetti "gestori di diritto", quali banche e SIM.

---

<sup>39</sup> [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

<sup>40</sup> Si rimanda al cap.2.

Mentre i primi non possono detenere somme di denaro degli investitori ed eseguire direttamente gli ordini o offrire consulenza finanziaria, i secondi non hanno bisogno di alcuna autorizzazione e possono gestire integralmente la raccolta di capitali. Inoltre i primi, a differenza dei secondi, godono dell'esenzione dell'applicazione della direttiva MIFID.

Il registro dei portali risulta quindi diviso in due sezioni contrapposte, una ordinaria, nella quale risultano iscritti i portali dotati dei requisiti predisposti dalla stessa CONSOB, e una speciale, dove vengono annotati i gestori di diritto. Affinché l'iscrizione nel registro sia possibile è necessario il ricorrere dei seguenti requisiti<sup>41</sup>:

- forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
- sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica Italiana;
- oggetto sociale consistente nella gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative;
- possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo, dei requisiti di onorabilità stabilita dalla CONSOB;
- possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla CONSOB.

Il procedimento amministrativo dell'iscrizione inizia con la presentazione della domanda e prevede due fasi, una istruttoria, che ha per oggetto la verifica dei requisiti, e una valutativa, nella quale si verifica la capacità del soggetto di gestire correttamente la piattaforma, tramite la valutazione della documentazione prodotta.

Per quanto riguarda invece la cancellazione dal registro, questa può avvenire:

- per richiesta del gestore, quindi “volontaria”;
- per il venir meno dei requisiti richiesti, e quindi “decadenziale”;
- per radiazione da parte della CONSOB, e quindi “sanzionatoria”.

In merito all'attività<sup>42</sup> che intende svolgere, il gestore deve specificare:

- le modalità di selezione delle offerte;

---

<sup>41</sup> Cfr. Art. 50, quinquies, TUF.

<sup>42</sup> Cfr. Allegato 2, Regolamento CONSOB n. 18592 del 26/06/2013.

- la consulenza strategica e finanziaria eventualmente fornita;
- la volontà di pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi;
- l'eventuale ricorso a meccanismi facilitanti il flusso di informazioni;
- l'eventuale predisposizione di meccanismi di valorizzazione periodiche degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale;
- la descrizione delle procedure interne volte a verificare che il cliente sia in grado di comprendere le caratteristiche principali e i rischi che l'investimento comporta;
- altre attività.

Invece per quanto concerne la struttura organizzativa<sup>43</sup>, devono essere date informazioni su:

- struttura aziendale (organigramma, funzionigramma ecc.);
- piano di assunzione del personale;
- sistemi di gestione e trasmissione degli ordini raccolti;
- luogo e modalità di conservazione dei documenti;
- politica per la gestione del conflitto di interessi, per la prevenzione delle frodi e per la tutela della privacy;
- eventuale affidamento a terzi della selezione delle offerte sul portale o di altre attività;
- commissioni previste per i servizi offerti

Chiaramente al portale va corrisposto il costo del servizio, che può determinarsi anche in percentuale rispetto alla raccolta fondi. Per la sua naturale posizione, il portale contribuisce ad abbattere i costi di transazione e ridurre le asimmetrie informative tra investitori e proponenti.

Nella maggior parte dei casi il finanziamento è subordinato al raggiungimento di un obiettivo, cosiddetto sistema “all or nothing”, che potrebbe facilmente prestarsi ad abusi. A titolo di esempio: se l'obiettivo è pari a €200.000 e le offerte arrivano a €150.000, il proponente potrebbe versare la differenza. Per evitare ciò in alcuni casi vengono fissati dei limiti di apporto o vengono imposte delle clausole ai sottoscrittori.

Per quanto attiene alla concreta attuazione del finanziamento, questa avviene tramite il supporto di una banca o società di investimento, a meno che l'investimento non sia inferiore a degli importi minimi, di €500,00 e di €1000,00

---

<sup>43</sup> Ibidem.

per le persone fisiche e di €5000,00 e €10000,00 per le persone giuridiche. In tali casi l'investimento può essere gestito in maniera autonoma dalla piattaforma.

Il reperimento di finanziamenti potrebbe risultare compromesso da:

- difficoltà nel convincere gli investitori;
- scarso controvalore a garanzia dell'investimento;
- progetto di piccole dimensioni.

#### 1.2.4.3 *Rischi e opportunità*

L'*equity-based crowdfunding* presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali.

Gli ultimi interventi normativi<sup>44</sup> hanno ridisegnato ed esteso il perimetro di applicazione della normativa in materia di *equity crowdfunding*, rendendo tale strumento maggiormente appetibile per gli investitori.

Tra i principali rischi cui vanno incontro gli investitori vi è senz'altro quello della perdita del capitale.

Ciò dipende dal fatto che le società neo costituite, specie se in settori innovativi, rispetto alle aziende già avviate e consolidate, hanno una maggiore percentuale di rischio di fallimento, il che ovviamente incide sulle probabilità di perdita del capitale dei supporters.

Connesso al primo, altro rischio è quello dovuto alla mancanza di dividendi. Di fatti, non necessariamente una start up, o una PMI<sup>45</sup>, nei suoi primi anni di vita produrrà utili.

Va annoverato anche il rischio di liquidità<sup>46</sup>. La liquidità di uno strumento finanziario è rappresentata dalla sua capacità di essere prontamente ed economicamente smobilizzato e trasformato in denaro liquido. Presupposto essenziale, affinché uno strumento sia liquido, è la presenza di un mercato organizzato, dove si concretizza, attraverso regole ben precise, l'incontro della

---

<sup>44</sup> Si rimanda al cap. 2.

<sup>45</sup> D.l. n. 50 del 24 aprile 2017, «Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo». Per ciò che riguarda la materia in oggetto, tale Decreto estende la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le P.M.I., comprese quelle costituite in forma di S.r.l. ovvero la gran parte delle imprese che costituiscono il tessuto italiano della piccola e media impresa.

<sup>46</sup> Gruppo di lavoro Equity Crowdfunding, L'*equity crowdfunding* alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.

domanda e dell'offerta. Contrariamente, uno strumento finanziario è illiquido quando la mancanza di un mercato dove svolgere la negoziazione rende difficoltoso, sia in termini temporali che economici, tramutare quel titolo in moneta.

Gli strumenti finanziari emessi tramite portali di *equity crowdfunding* appartengono per lo più alla seconda tipologia di titoli, in quanto, ad esempio, non è consentita la negoziazione in mercati organizzati per il periodo in cui l'impresa può essere considerata *start up* innovativa.

Infine il rischio di truffa, che è strettamente connesso all'utilizzo del canale internet per effettuare le transazioni. A tal proposito molti regolatori hanno imposto l'obbligo di gestione dei pagamenti da parte di banche o imprese di investimento per cui le somme investite possono essere versate solo ed esclusivamente su conto intestato all'emittente, acceso presso una banca o una società di intermediazione mobiliare.

Il regolatore, quindi, nella definizione del quadro normativo deve operare in modo da limitare il più possibile queste tipologie di rischio.

Accanto a tali rischi si accostano, però, i benefici di questa forma di finanziamento.

Al momento di vagliare l'opportunità di investire, i *crowdfunders*, devono tener conto della convenienza economica, ovvero la capacità del progetto di creare reddito, tenendo conto del capitale investito al livello di rischio insito al progetto, e della convenienza finanziaria, cioè la capacità dell'idea di business di generare flussi monetari adeguati a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati e, altresì, un'adeguata remunerazione degli investitori privati.

Il ritorno economico può essere molto conveniente nel caso in cui il progetto abbia successo, in termini di distribuzione di utili.

A ciò si aggiunge la possibilità di rivendere le quote che si possiedono ad un valore più elevato rispetto a quello corrisposto.

È determinante anche il ritorno morale che gli investitori possono ottenere dal progetto finanziato, il quale può essere soddisfatto da diversi elementi, quali l'associare il proprio nome a persone o progetti di elevato standing etico, tecnologico, scientifico e culturale.

Ma ancora, giocano un ruolo importante anche la possibilità di apportare la propria esperienza, competenza e network di relazioni, anche entrando

direttamente nella governance o il convincimento di avere fatto qualcosa di utile per il Paese, partecipando ad un movimento di innovazione e di intraprendenza.<sup>47</sup>

#### 1.2.4.4 *Caratteristiche e confronto con altri modelli di finanziamento*

L'*equity crowdfunding* gode di tutte le caratteristiche tipiche del *crowdfunding*. I tratti in comune con le altre opzioni di *crowdfunding* sono, evidentemente, il numero elevato e sostanzialmente indifferenziato di una pluralità di investitori cui l'imprenditore può rivolgersi, da un lato, la circostanza che il capitale viene raccolto attraverso l'utilizzo di una piattaforma web, dall'altro lato.

Dal modello generale, tuttavia, si distingue sia per il fine, ovvero quello di finanziare un progetto imprenditoriale, che per il trattamento dell'investitore, il quale comporta, a fronte dell'investimento, l'attribuzione di una partecipazione al capitale della società e la conseguente attribuzione della qualifica di socio<sup>48</sup>.

Si tratta di un significativo "*cambio di paradigma nella fase d'avvio e di sviluppo di un'impresa*", tanto che il premio Nobel dell'Economia 2013 Robert Shiller in un famoso articolo<sup>49</sup> ha paragonato il fenomeno del crowdfunding alla nascita dei mercati finanziari<sup>50</sup>.

I metodi tradizionali di finanziamento non sempre sono accessibili alle start up o alle piccole e medie imprese, per l'impossibilità di accedere al prestito bancario, non potendo fornire adeguate garanzie e per il carattere rischioso dell'impresa.

Più in generale, nel valutare tale tecnica operativa, si è ravvisato nella fattispecie una possibile soluzione alla crisi economica che ha causato uno stallo degli ordinari meccanismi di intermediazione bancaria, situazione alla quale ha fatto seguito una riduzione dell'offerta creditizia e dunque, una diffusa mancanza di liquidità<sup>51</sup>.

Persino l'accesso ai contributi pubblici non costituisce un'alternativa per queste imprese, che non avrebbero la garanzia circa i tempi di erogazione, né la

---

<sup>47</sup> Ibidem.

<sup>48</sup> M.L. Vitali, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, Il Mulino, 2015.

<sup>49</sup> Pubblicato nel 2012 sul New York Times "Democratize Wall Street, for Social Good".

<sup>50</sup> New York bill, 1911.

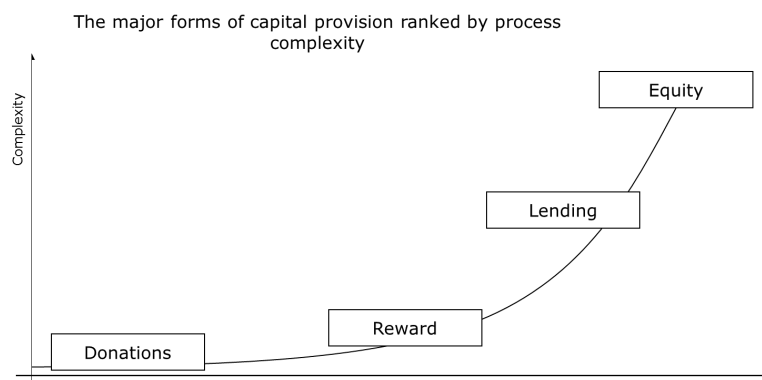
<sup>51</sup> F. Troisi, A. Giusti, *Crowdfunding. Dai sogni ai soldi. Come finanziare i tuoi progetti evitando le banche*, Anteprema, 2014.

possibilità di anticipare le spese necessarie per avviare l'attività prima di percepire il contributo.

Secondo lo studio del Gruppo di Lavoro sulla Finanza Innovativa<sup>52</sup>, l'*equity crowdfunding* costituisce un valido strumento di meritocrazia: chi è in possesso di un'idea convincente, può rivolgersi direttamente al pubblico che, se ne condivide l'iniziativa, lo finanzia. Non solo, ma una folla numerosa può costituire una garanzia di successo del progetto potendo dunque assurgere a rating utilizzabile dalle banche per concedere affidamenti a realtà che altrimenti difficilmente finanzierebbe.

La differenza tra questa forma di *crowdfunding* e le altre si rinviene anche nel processo di finanziamento. HEMER (2011) offre una classificazione delle tipologie di *crowdfunding* a seconda della complessità del processo e della ricompensa offerta.

Analizzando la Figura 1.3, notiamo chiaramente il fenomeno.



**Figura 1.3 Fonte: Hemer (2011)**

L'*equity crowdfunding* presenta analogie e differenze anche con altre forme di investimento private non istituzionali, quali il *Business Angel* e *Venture capital*. Secondo la definizione fornita da IBA (Italian Business Angel Network), i *Business Angel*<sup>53</sup> sono ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di

---

<sup>52</sup> Creato dal Consiglio Nazionale dei Commercialisti e dalla Consob con l'obiettivo di avviare attività di studio e di education su temi quali equity-crowdfunding, minibond, cambiali finanziarie, etc.

<sup>53</sup> Essi possono essere anche tra gli investitori nell'*equity crowdfunding*.



conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze. Hanno il gusto di gestire un business, il desiderio di acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e l'interesse a monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita; l'obiettivo dei Business Angels è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione.

Il *Venture Capital* è, invece, “*a type of private equity focused on start-up companies. Venture capital funds often back entrepreneurs who have just the germ of a business idea*”<sup>54</sup>.

In tutte queste forme di finanziamento, vi è sicuramente il dato comune della volontà di ottenere il capitale da una vendita futura della partecipazione, senza che vi sia alcun interesse a mantenerne il controllo, ma anche significative differenze.

*Business Angel* e *Venture Capital*, una volta effettuato l'investimento, partecipano attivamente all'attività di gestione dell'impresa attraverso l'apporto di competenze tecniche e manageriali. I *crowdfunders*, a differenza, potrebbero non avere alcuna competenza specifica nel settore, nella tecnologia e soprattutto nella gestione d'impresa.

Un'altra significativa differenza è relativa al fatto che mentre nell'equity crowdfunding i contratti tra proponente e crowdfunders sono standardizzati e disponibili sulla piattaforma on line, quelli del Business Angel e del Venture Capital sono, al contrario, altamente personalizzati e spesso oggetto di lunghe trattative con l'imprenditore e il suo staff.

### 1.2.6 *Real estate crowdfunding*

Il *real estate crowdfunding* si definisce quale innovazione finanziaria per gli investimenti immobiliari. Esso appartiene al modello debt-based, per via della forma debitoria nella quale si manifesta. Il *real estate crowdfunding* consiste nella raccolta di fondi destinati a un progetto immobiliare attraverso un elevato numero di investitori (“folla”).

Il settore immobiliare, sebbene sia un bene tradizionalmente importante per la ricchezza edilizia, è stato storicamente inaccessibile per molti investitori

---

<sup>54</sup> European Private Equity and Venture Capital Association.

individuali a causa delle elevate barriere all'ingresso, come alti costi di partenza e impegni di tempo per il mantenimento delle proprietà. L'accesso agli investimenti privati è spesso anche una questione di avere le giuste connessioni e una notevole quantità di capitale prontamente disponibile. Inoltre, gli investimenti diretti richiedono competenze gestionali specifiche ed esperienza. Allo stesso modo, i mutuatari hanno dovuto affrontare la propria serie di ostacoli quando hanno cercato di ottenere finanziamenti. I prestiti bancari tradizionali per gli investimenti immobiliari sono diventati più difficili da ottenere per gli sponsor, poiché le restrizioni alla concessione di prestiti sono state comprensibilmente inasprite dopo la Grande Recessione. I prestiti a tasso fisso sono stati a lungo un'alternativa, anche se costosa, a causa dei tassi di interesse intrinsecamente più elevati che questi prestiti comportano.

Sembra che il *crowdfunding* immobiliare abbia colmato il divario lasciato dalle banche e ad un costo inferiore rispetto al denaro pesante. Di conseguenza, esso ha permesso di stabilire un rapporto simbiotico tra investitori e sponsor offrendo generalmente una maggiore efficienza, accessibilità e trasparenza per entrambe le parti rispetto alle alternative esistenti.

Il *crowdfunding* immobiliare ha aperto la porta agli investitori che desiderano vedere rendimenti significativi da investimenti in centri di vendita al dettaglio, edifici per uffici, centri di stoccaggio e magazzini.

Per gli sponsor, il *crowdfunding* immobiliare offre il vantaggio della velocità, spesso ad un costo inferiore rispetto ad altre opzioni. Nel settore immobiliare, non c'è spazio per i ritardi, e essere in grado di attingere al capitale in modo rapido e affidabile è vitale. Il *crowdfunding* consente agli sponsor di accedere ai fondi di cui hanno bisogno in meno tempo, evitando di perdere opportunità di finanziamento. Spesso, uno sponsor può raccogliere capitali in appena una settimana. La tecnologia è il motore principale dietro i tempi di finanziamento più veloci, ed è anche responsabile della creazione di un processo più snello nel complesso.

Inoltre, le piattaforme di *crowdfunding* immobiliare possono offrire agli sponsor, non solo capitale di debito ma anche capitale, un tipo di finanziamento che le banche non ha mai affrontato. Di conseguenza, gli sponsor possono soddisfare tutte le loro esigenze di finanziamento attraverso un'unica piattaforma. Ciò

aumenta la visibilità, rendendo più facile per gli sponsor attrarre nuovi investitori e gestire le relazioni con la loro base di investitori esistenti<sup>55</sup>.

Successivamente alla classificazione generale del *crowdfunding* presentata nei paragrafi precedenti, si passa ora alla descrizione della sua applicazione nel settore immobiliare, dove il *crowdfunding* può essere sia *equity based* che *lending based*.

Nell'*equity based real estate crowdfunding* (RECF) gli investitori ricevono una quota di partecipazione quando finanziano un progetto in immobili commerciali o residenziali. I rendimenti sono una quota del reddito da locazione generato dalla proprietà o dei guadagni per una plusvalenza. In pratica, il capitale da finanziarsi viene suddiviso in due componenti: *equity* e *debt*. L'*equity*, ossia l'acquisto di titoli di capitale proprio (azioni), viene così ripartito: il 30% in capo all'imprenditore e il 40% disponibile per la 'folla' online; esso pesa circa il 70% all'interno dell'investimento. Il restante 30% dell'importo da raccogliere viene erogato da una banca (*debt*) sotto forma di prestito, il che consente di ridurre il rischio complessivo dell'operazione.

Gli investitori, in genere, ricevono pagamenti su base trimestrale nel caso degli immobili locati o con altra frequenza nelle operazioni di sviluppo.

Nel *lending based real estate crowdfunding* (RECF) gli investitori investono nel prestito ipotecario associato a una proprietà.

I prestiti sono rimborsati mensilmente o trimestralmente con anche il pagamento degli interessi in proporzione al capitale finanziato da ogni investitore. Come per ogni investimento, la differenza tra i due risiede nel maggiore rendimento potenziale per gli investimenti azionari, a causa del maggiore rischio, a fronte invece di un rendimento limitato al tasso d'interesse fisso e non legato al risultato economico del progetto finanziato per gli investimenti in debito, i quali hanno un livello di rischio più contenuto.

Un gran numero di piattaforme sono nate nel corso dell'ultimo anno per la forte domanda legata alla possibilità di risolvere alcune delle problematiche tipiche dell'investimento immobiliare: importi di denaro bassi che sostanzialmente si traduce nella possibilità di diversificare il proprio investimento, la delega della gestione dell'immobile agli enti promotori, la possibilità di partecipazione anche per gli investitori non accreditati. Per un investitore è molto importante

---

<sup>55</sup> School of Management del Politecnico di Milano, 4° Report Italiano sul Crowdfunding.

comprendere la tipologia di investimento, oltre che la coerenza con l'orizzonte temporale della transazione; infine, è strettamente importante la qualità dei servizi offerti dalla piattaforma.

In Italia, il “mercato del mattone”, è iniziato soltanto nel 2017, ma è in notevole crescita. Esso attira soprattutto il capitale estero, che rappresenta l'80% degli investimenti totali.

Walliance<sup>56</sup> è stata la prima piattaforma italiana a concretizzare la possibilità di investire e raccogliere fondi nel settore del Real Estate attraverso il crowdfunding, autorizzata dalla Consob nel 2017. Oggi, come Walliance, sono numerose le piattaforme RECF in via di sviluppo, con un giro d'affari di poco inferiore a 3 milioni. Nel mondo l'Osservatorio ha censito 100 piattaforme attive: il mercato di gran lunga più importante è quello americano, dove sono stati raccolti 5,8 miliardi di euro, mentre l'Europa è ferma a 2,1 miliardi di euro<sup>57</sup>.

---

<sup>56</sup> <https://www.walliance.eu>

<sup>57</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

## CAPITOLO 2

### L'EVOLUZIONE DEL CROWDINVESTING

#### 2.1 La regolamentazione

Lo sviluppo del crowdfunding in Europa è avvenuto in modo disomogeneo, portando a molteplici regimi regolatori, spesso divergenti tra di loro.

Attualmente solo 11<sup>1</sup> dei 28 stati membri dell'UE regolano il crowdfunding, i restanti 17 Paesi, sprovvisti di una normativa nazionale, sono però disponibili e pronti a interventi legislativi comunitari.

A Bruxelles nel 2012 è stato organizzato un workshop, "Crowdfunding: State of Play"<sup>2</sup>, dove per la prima volta, si è posta attenzione al fenomeno a livello comunitario.

Sin d'allora, le Autorità di Vigilanza hanno dato il via alla pubblicazione di documenti che esplicavano le potenzialità, i rischi e le possibili politiche da applicare per sfruttare il potenziale di questa nuova forma di finanziamento.

L'assenza di una regolamentazione esaustiva ed armonizzata non permise lo sviluppo di un mercato unico e transnazionale del fenomeno, anzi, portò alla creazione di una vera e propria barriera normativa.

Nello stesso anno, l'ESMA<sup>3</sup>, nel superare questo ostacolo, pubblicò l'Investor Warning, un documento cautelativo per gli investitori indicante le insidie dell'investimento online.

Nel 2013 la Commissione Europea, nel tutelare sempre più l'investitore, avviò una consultazione pubblica<sup>4</sup>, sottoponendo ai cittadini, alle imprese e agli altri stakeholders un questionario sul crowdfunding affinché condividessero il loro punto di vista in merito a rischi e benefici di questa nuova forma di finanziamento.

---

<sup>1</sup> I Paesi che hanno una propria regolamentazione sono: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Lituania, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna.

<sup>2</sup> Il workshop è stato organizzato dalle direzioni generali Connect e Enterprise & Industry della Commissione Europea.

<sup>3</sup> ESMA, European and Market Securities Authority.

<sup>4</sup> Commissione Europea, consultazione sul crowdfunding in UE, 2013, [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm)

Nonostante l'interesse mostrato, soltanto nel marzo 2018 la Commissione Europea ha presentato una bozza di regolamento<sup>5</sup>, riguardante esclusivamente il crowdfunding<sup>6</sup>.

Tale documento<sup>7</sup> ha l'obiettivo di agevolare l'ampliamento dei servizi di crowdfunding nel mercato interno aumentando così l'accesso ai finanziamenti. Il "passaporto europeo" per le piattaforme di crowdfunding venne accolto positivamente, ciò nonostante ha ottenuto numerose critiche<sup>8</sup> che hanno portato, nell'agosto 2018, alla pubblicazione di una nuova versione del testo che ha tenuto conto delle osservazioni mosse nei feedback ricevuti, ed ha introdotto importanti novità.

Il Regolamento UE troverà poi applicazione solo dopo 12 mesi dall'entrata in vigore. Nel frattempo, l'ECN<sup>9</sup>, ha pubblicato un *position paper* su ciò che si aspetta dalla Commissione Europea.

L'ECN ha accolto con favore l'imminente regolamento ritenendo che potrà avere un impatto positivo sulle start-up e sulle PMI europee, nonché sugli investitori: *"Un regime armonizzato consentirà finalmente alle piattaforme di fornire i loro servizi su una base completamente transfrontaliera in Europa, e con ciò arriverà un aumento dei volumi, della qualità e della professionalità del crowdfunding in tutto il continente"*<sup>10</sup>.

### *2.1.1 Il quadro giuridico italiano: nascita ed evoluzione della normativa*

Le origini della normativa italiana in materia di *crowdfunding* risalgono al 2012 quando l'Italia ha introdotto, prima nazione in Europa e fra le prime al mondo, una disciplina per regolamentarla.

---

<sup>5</sup> Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese - Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business

<sup>6</sup> Vale a dire l'equity crowdfunding ed il social lending, con l'esclusione dei prestiti P2P, già regolamentati dalla Direttiva Europea per il credito al consumo.

<sup>7</sup> Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (ECSP) <https://www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-del-parlamento-europeo-e-del-consiglio-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-ecsp-1127.asp>

<sup>9</sup> European Crowdfunding Network, l'associazione dei portali.

<sup>10</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/entro-anno-regolamento-europeo-crowdfunding-posizione-portali-europei/>

Spesse volte sentiamo parlare, con faciloneria, di arretratezza generale del nostro Paese. I numeri scoraggianti che popolano le statistiche su scala internazionale che pongono l'Italia tra i ripetenti quanto a investimenti in ricerca e sviluppo devono però essere messi da parte: necessita ricordare che è nostra la prima legislazione al mondo dedicata alle start up innovative.

Tale primato, se da un lato ci rende orgogliosi, dall'altro deve farci riflettere su come mai gli Stati Uniti, Paese in cui il fenomeno si è evoluto maggiormente, è andato a rilento con il regolamento? Il farlo in quattro e quattr'otto è stato un bene?

Nello specifico il legislatore ha realizzato una normativa dedicata unicamente all'*equity based crowdfunding*, rinviando gli altri modelli all'uso della regolamentazione già esistente per modalità di finanziamento simili.

Unica eccezione è il *lending based model* che è stato, anche se solo in minima parte, regolamentato all'interno delle nuove disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

La sola normativa che regola il settore è la Sezione IX delle nuove norme sulla *raccolta del risparmio da parte dei soggetti non bancari*, contenute nella Delibera n. 586 del 2016 di Banca d'Italia<sup>11</sup>, dove il *lending crowdfunding* viene definito "*social lending*", vale a dire «*uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto*»<sup>12</sup>.

L'evoluzione legislativa dell'*equity crowdfunding* è suddivisibile in quattro principali momenti<sup>13</sup>: genesi, sviluppo, crescita ed espansione.

#### 2.1.1.1 Genesi, il "Decreto Crescita 2.0"

Nel 2012 il legislatore italiano, a fronte dell'imperante crisi finanziaria ed economica che ha colpito gran parte dei Paesi sviluppati su scala mondiale, tra cui l'Italia, ha cercato di offrire nuove soluzioni per la ripresa dell'imprenditoria

---

<sup>11</sup> M.Marangoni, Banca d'Italia, [https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Delibera-5842016-Bankitalia/Delibera-5842016-di-Banca-dItalia.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Delibera-5842016-Bankitalia/Delibera-5842016-di-Banca-dItalia.pdf)

<sup>12</sup> La citazione fa riferimento alla Delibera 584/2016 di Banca d'Italia.

<sup>13</sup> G.Quaranta, Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano, Diritto ed Economia dell'Impresa, Fascicolo, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018.

italiana. Il riferimento è, anzitutto, al Decreto Sviluppo, d.lgs. n. 83/2012 convertito in legge n. 134/2012<sup>14</sup>, volto a promuovere nuove forme di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale che potessero agevolare le piccole e medie imprese. Il decreto si colloca all'interno di un percorso di leggi e provvedimenti previsti dall' "agenda per la crescita sostenibile"<sup>15</sup> dell'allora Governo Monti. *"Nel 2012 l'Italia, al fine di favorire la nascita di nuove idee imprenditoriali, sempre più difficili da realizzare a causa della crisi economica e della scarsità di capitali da investire, decide di iniziare un nuovo percorso sulla spinta dello JobsAct adottato dagli Stati Uniti già nell'aprile del 2011"<sup>16</sup>. La normativa è frutto di una pronta ricezione dell'Americano *Jobs Act (Jumpstart Our Business Startups Acts)*, il quale si distingue tuttavia in quanto dedicato agli investitori professionali anziché al pubblico<sup>17</sup>.*

Corrado Passera, l'allora ministro dello Sviluppo economico, istituisce una vera e propria "task force" con lo scopo di proporre misure che favoriscano la crescita economica, ma anche di approfondire il modello del crowdfunding e la sua conseguente applicazione in Italia. Dal gruppo nasce il rapporto *"Restart, Italia!"*<sup>18</sup> alla cui base c'è la consapevolezza che per realizzare il crowdfunding in Italia è necessaria una procedura veloce e snella, senza tanta burocrazia, con poche e chiare garanzie da parte del gestore della piattaforma, in modo tale che al cittadino intenzionato a sostenere economicamente le nuove idee imprenditoriali sia offerta un'informazione trasparente.

I metodi utilizzati sono decisamente innovativi, infatti chiunque fosse stato interessato poteva fornire commenti o opinioni.

È chiaro che, non essendo l'equity crowdfunding uno strumento creato dagli istituti bancari, non poteva far riferimento al TUB<sup>19</sup>. La soluzione migliore per colmare questo vuoto normativo è stata quella di regolare la materia a livello di fonte primaria.

---

<sup>14</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>

<sup>15</sup> Redazione Altalex, <https://www.altalex.com/documents/news/2012/08/28/governo-monti-l-agenda-per-il-piano-di-crescita>

<sup>16</sup> Redazione The Italian Times, [https://www.theitaliantimes.it/economia/crowdfunding-italia-piattaforme-raccolta-fondi-normativa-legge\\_090120/](https://www.theitaliantimes.it/economia/crowdfunding-italia-piattaforme-raccolta-fondi-normativa-legge_090120/)

<sup>17</sup> M.L. Passador, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, Il Mulino, 2015.

<sup>18</sup> Rapporto della Task Force sulle Startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico, [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup\\_low\\_small.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup_low_small.pdf)

<sup>19</sup> Queste fonti normative recepiscono più genericamente le norme europee di Basilea 2.



Il “*Decreto Crescita 2.0*”, detto anche “*Decreto Crescita Bis*” tratta, in particolare:

- della raccolta di finanziamenti attraverso l’emissione delle c.d. “cambiali finanziarie” mediante offerte indirizzate esclusivamente a investitori istituzionali;
- dell’emissione di prestiti obbligazionari su mercati regolamentati o alternativi da parte di società non quotate, definiti c.d. mini-bonds<sup>20</sup>;
- della raccolta di fondi per le *start-up* innovative attraverso lo sviluppo dell’*equity based crowdfunding*.

All’interno del decreto è contenuta una sezione sulle “Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up* innovative” ed in particolare l’art. 30 tratta della “Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e altri interventi di sostegno per le *start-up* innovative” introducendo per l’appunto un’apposita disciplina sull’*equity crowdfunding*.

La suddetta normativa di primo grado delega poi la CONSOB ad emanare un apposito Regolamento, adottato con delibera n. 18592 del 26/06/2013<sup>21</sup>. Ad essa viene affidato il compito di emanare una disciplina secondaria al fine di tutelare gli investitori non professionali e quindi di esercitare la vigilanza sugli operatori (le piattaforme) presenti sul mercato.

Con tale Regolamento l’Italia stabilisce un primato a livello internazionale, muovendosi strategicamente in materia di *equity-based crowdfunding*.

Di seguito riportiamo un quadro sintetico del decreto, ponendo l’accento sulle principali tematiche contenute nella sezione riguardante il *crowdfunding* ed esponendo i punti cardine del regolamento emanato da Consob.

Il decreto si divide in dieci sezioni e trentanove articoli, di cui otto, dall’art. 25 all’art. 32, ricompresi nella sezione IX (“Misure per la nascita e lo sviluppo di *Start-up* innovative”), introducono nell’ordinamento italiano disposizioni in materia di giovani, innovazione e nuova impresa.

Negli otto articoli citati vengono<sup>22</sup>:

---

<sup>20</sup> Opera in tal senso la deroga ex art.2412 co.5° codice civile ai sensi del quale “I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che hanno il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni”.

<sup>21</sup> [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

<sup>22</sup> G.Lombardi, Decreto Sviluppo 2.0: *start-up*, *crowdfunding* e Sir John Hawkwood, Il Sole 24 ore, articolo del 22/10/2019.

- indicati i principi programmatici delle nuove disposizioni, nonché fissate le definizioni di Start-up “innovativa” e di incubatore di Start-up innovative certificato (art.25);
- introdotte deroghe alle norme ordinarie di diritto societario (stabilite dal cod. civ.), anche al fine di ridurre gli oneri di avvio delle attività delle nuove imprese (art. 26);
- consentite e incentivate forme di remunerazione agli amministratori, dipendenti e collaboratori con strumenti finanziari dell’impresa stessa (art.27), stabilendosi che tale forma di remunerazione non concorre alla formazione del reddito imponibile (sia ai fini fiscali sia ai fini contributivi);
- stabilite speciali discipline per i rapporti di lavoro subordinato in tali imprese (art.28);
- previsti incentivi fiscali (attraverso detrazioni) all’investimento in start up innovative (art. 29);
- modificate le disposizioni del TUF al fine di consentire modalità di raccolta di capitale di rischio tramite portali on line, demandandone la regolamentazione in dettaglio al regolamento CONSOB (art.30)<sup>23</sup>;
- consentiti interventi a favore di start up innovative, concessi gratuitamente da parte del fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese (art. 30, comma 6);
- stabilite specifiche disposizioni per la composizione e gestione della crisi nell’impresa start up innovativa (art. 31), ai sensi della quale una start up innovativa non è soggetta a procedure concorsuali, ma unicamente alla procedura di composizione della crisi da “sovra-indebitamento” di cui alla legge n. 3 del 2012;
- introdotti meccanismi di pubblicità, verifica e monitoraggio dell’efficacia delle nuove norme, per valutarne l’impatto sulla crescita,

---

<sup>23</sup> “Il tema è nuovo e delicato e il compito assegnato alla Consob non è banale, visti anche i “limiti” della delega ed i necessari presidi da destinare alla tutela dell’investitore. Sicuramente non può non notarsi l’approccio attento alle esigenze del mercato e dinamico intrapreso dall’Autorità. Sarà infatti il mercato a determinare il successo di questa nuova modalità di raccolta del capitale di rischio... Il c.d. decreto Passera (decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”) ha apportato, tra l’altro, alcune modifiche al Testo Unico della Finanza (“Tuf”) per consentire alle imprese start-up innovative la raccolta di capitali di rischio attraverso portali on-line.” V. Mirra. 08/02/2013.

l'occupazione e l'innovazione (art.32), con pubblicazione annuale di un rapporto di analisi degli impatti microeconomici e macroeconomici.

Particolare attenzione merita l'art. 25<sup>24</sup> nel quale vengono esaminate la figura della start-up innovativa e dell'incubatore certificato.

La start-up innovativa è definita come una società di capitali, anche in forma cooperativa, di diritto italiano o europeo ma comunque residente in Italia, le cui "azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione".

Ogni impresa che voglia definirsi start-up innovativa deve possedere una serie di requisiti così elencabili:

- i soci detengono al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi la maggioranza delle quote e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci;
- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di 60 mesi<sup>25</sup>;
- ha la sede principale dei propri interessi e affari in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro 6 mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;
- non distribuisce e non ha distribuito gli utili;
- ha come oggetto sociale prevalente o esclusivo lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto contenuto tecnologico;
- non è stata costituita da una fusione o scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o ramo di azienda.

Al termine del secondo comma vengono inoltre indicati anche i requisiti alternativi, dei quali, almeno uno, deve essere posseduto dalla start-up innovativa per essere definita tale.

Questi sono:

- spese in ricerca e sviluppo uguali o superiori al 15%<sup>26</sup> del maggior valore tra costo e valore totale della produzione;

---

<sup>24</sup>[https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0)

<sup>25</sup> Requisito modificato dal Decreto Legge n.3 del 24/01/2015.

<sup>26</sup> Percentuale ridotta dal 20 al 15 con il D. L. n. 76 del 2013.

- personale altamente qualificato per almeno un terzo della propria forza lavoro o in alternativa personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'art. 3 del D.M. 22/10/2004 in misura pari o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva;
- titolarità o licenza di almeno una privativa per invenzione industriale, o per topografie di prodotti a semiconduttori, o di un'invenzione biotecnologica o relativa a una nuova varietà vegetale, oppure di un programma per elaboratore originario, depositato presso l'apposito registro<sup>27</sup>.

Al quinto comma dell'art. 25 viene invece fornita la definizione di “incubatore certificato” quale società di capitali o cooperativa “*che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative*” e che deve possedere i seguenti requisiti:

- deve disporre di strutture adeguate ad accogliere start-up innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;
- deve disporre di attrezzature adeguate alle attività delle start-up innovative quali sistemi di accesso in banda ultra-larga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;
- deve essere amministrata da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e avere a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente;
- deve avere regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partners finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start-up innovative;
- deve avere un'adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a start-up innovative, la cui sussistenza è valutata ai sensi del comma 7.

Il mantenimento dei requisiti deve essere attestato attraverso il deposito di una specifica dichiarazione presso l'ufficio del registro delle imprese.

Nel caso in cui il deposito non avvenga, si ha la perdita dei requisiti e di conseguenza la cancellazione d'ufficio.

---

<sup>27</sup> A.M.Lerro, Gruppo 24 Ore, Equity crowdfunding: investire e finanziare l'impresa tramite internet, 2013.

Sia le start-up innovative che gli incubatori certificati possono beneficiare della disciplina se iscritti in una sezione speciale del registro delle imprese; l'iscrizione per le start-up è automatica, così come indicato al comma 12, in seguito alla compilazione e presentazione della domanda contenete una serie di informazioni quali:

- data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- sede principale ed eventuali sedi periferiche;
- oggetto sociale;
- breve descrizione dell'attività svolta, comprese le attività e le spese in ricerca e sviluppo;
- elenco dei soci, con trasparenze rispetto a fiduciarie, holding, con autocertificazione di veridicità;
- elenco delle società partecipate;
- indicazione dei titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale;
- indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;
- ultimo bilancio depositato, nello standard XBRL;
- elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.

Al comma 13 vengono invece fissate le informazioni che devono essere specificate dagli incubatori certificati affinché la loro iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese sia possibile, ovvero:

- data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- sede principale ed eventuali sedi periferiche;
- oggetto sociale;
- breve descrizione dell'attività svolta;
- elenco delle strutture e delle attrezzature disponibili per lo svolgimento della propria attività;
- indicazione delle esperienze professionali del personale che amministra e dirige l'incubatore certificato;
- indicazioni dell'esistenza di collaborazioni con università e centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partners finanziari;

- indicazione dell'esperienza acquisita nell'attività di sostegno a start-up innovative.

Peculiare interesse merita, tra i tanti, anche l'art. 30<sup>28</sup> che tramite alcuni articoli, a mio avviso, arricchisce il Decreto Legislativo n. 58 del 24/02/1998, meglio noto come TUF<sup>29</sup> (Testo Unico della Finanza). Il suddetto articolo inserisce i commi 5 *novies* e 5 *dicies* all'art. 1 che definiscono rispettivamente le piattaforme di raccolta di capitali on line e le start-up innovative (facendo anche riferimento all'art. 25 dello stesso decreto), l'art. 50 *quinquies* che definisce il gestore dei portali e l'attività di gestione delle stesse piattaforme, l'art. 100 *ter* sulle offerte di sottoscrizione di capitale attraverso portali on line ed infine l'art. 190 comma 1 relativo alle sanzioni per gli intermediari che ora include anche le piattaforme on line.

Secondo quanto predisposto dall'art. 50 *quinquies* TUF<sup>30</sup>, la CONSOB ha compiti di vigilanza sui gestori delle piattaforme. Oggetto di tale attività è l'osservanza delle disposizioni di legge e la relativa attuazione, la trasparenza e la correttezza, ma non la stabilità patrimoniale e il contenimento del rischio. I poteri istruttori di cui essa dispone sono la comunicazione di dati e notizie, la trasmissione di atti e il compimento di ispezioni. Ovviamente affinché l'attività di vigilanza risulti efficace deve essere accompagnata dal procedimento sanzionatorio (art.190 TUF), che ha inizio con la contestazione degli addebiti all'interessato e termina o con un provvedimento in capo all'accusato o con il suo proscioglimento. Per quanto riguarda invece l'ammontare della sanzione si deve tenere conto della gravità della violazione, dell'operato dell'accusato per attenuare l'errore commesso e della sua stessa condizione economica.

In alcuni casi è prevista anche la radiazione dal registro, vedasi ad esempio la raccolta facilitata di capitale di rischio, la contraffazione della firma dell'investitore o ancora la trasmissione di informazioni e documentazione falsarie (una prassi indicata ma non sempre praticata).

---

<sup>28</sup>[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88)

<sup>29</sup> D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998.

<sup>30</sup> Capo III-quater - Gestione di Portali per la Raccolta di Capitali per le Start-Up Innovative e le Pmi Innovative – Art. 50-quinquies - Gestione di portali per la raccolta di capitali per start-up innovative e PMI, d.lgs. n.58/1998 in [http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88)

In primo luogo già si coglie la vocazione settoriale della disciplina in esame, da cui l'impossibilità di qualificare la legge n. 221/2012 come disciplina generale del *crowdfunding* in Italia. Come è stato criticamente osservato, difatti, la normativa in questione non mira a regolare qualunque *crowdfunding* di qualunque impresa, ma unicamente l'*equity based crowdfunding* telematico di start-up innovative<sup>31</sup>. Tale scelta è diretta a tutelare l'investitore ma non si comprende il motivo per cui sia riservata solo a raccolte di capitali effettuate da start-up innovative e non anche da altre imprese. Ed ancora, non si spiega la limitazione al solo meccanismo del portale di rete, con esclusione di soluzioni alternative quali, ad esempio, richieste dirette o formulazione di domande in altri pubbliche sedi, come forum. La scelta di limitare l'accesso al finanziamento tramite *equity crowdfunding* solo alle start-up innovative<sup>32</sup>, del resto, è stata giudicata con sfavore dalla Commissione Europea, determinando l'imminenza di una revisione normativa<sup>33</sup>.

Con legge 24 marzo 2015 n. 33 di conversione del d.l. 24 gennaio 2015 n. 3 recante "*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*" (cd. Decreto *Investment compact* o Decreto Crescita 3.0), è stata così introdotta la figura giuridica delle Piccole e Medie imprese Innovative (c.d. PMI Innovative)<sup>34</sup> cui è stata estesa, ancorché sempre limitatamente al modello dell'*equity crowdfunding*, la possibilità di realizzare offerte di capitale di rischio tramite i portali on line<sup>35</sup>.

---

<sup>31</sup> U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013, pp. 57 e ss.

<sup>32</sup> La Commissione Europea, in particolare, ha giudicato tale scelta legislativa come "a contradiction to the clear intention of the European Commission to support the Crowdfunding raising on a wider basis", così *Review of Crowdfunding Regulation Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, ottobre 2013.

<sup>33</sup> Va sottolineato che anche la Commissione Europea e l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), hanno focalizzato l'attenzione sul *crowdfunding*: la prima attraverso la Comunicazione "*Sfruttare il potenziale del crowdfunding*", cui ha fatto seguito la costituzione di gruppi di studio fra operatori ed esperti della materia e la pubblicazione di una "*Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos'è*". L'ESMA a sua volta, in data 18 dicembre 2014, ha pubblicato una *Opinion* per le Autorità Nazionali competenti e un *Advice* per le istituzioni Europee in materia di *investment-based crowdfunding (raccolta di capitale di rischio o di debito)*, con la finalità di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza nell'Unione Europea. Da ultimo anche il *Green Paper sulla Capital Market Union* pone l'attenzione al *crowdfunding* quale strumento che dovrebbe contribuire in modo decisivo al finanziamento dell'economia europea anche al di là delle frontiere nazionali.

<sup>34</sup> L'art.4 d.l. n.3/2015 come modificato da legge n.33/2015 in <https://www.gazzettaufficiale.it>

<sup>35</sup> La raccolta di fondi dal basso è altresì consentita agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative.

### 2.1.1.2 Il Regolamento Consob

Come già anticipato, la normativa di primo grado, il Decreto Crescita bis, ha delegato la Consob ad emanare un apposito regolamento di attuazione.

“L'Italia è il primo Paese in Europa a dotarsi di una simile normativa. La predisposizione del regolamento è stata preceduta da una intensa attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione (AIR), attraverso una indagine preliminare volta alla raccolta di dati e informazioni, cui ha fatto seguito un *open hearing* che si è tenuto presso la sede romana dell'Istituto, il 1° febbraio 2013<sup>36</sup>. La bozza del regolamento è stata quindi sottoposta a consultazione il 29 marzo 2013. Gli esiti della consultazione sono pubblicati, insieme al regolamento e alla Relazione sull'attività di Analisi di Impatto (AIR) sul sito dell'Istituto”<sup>37</sup>.

La Consob ha fatto ricorso alla cosiddetta *Analisi di Impatto Regolamentare* per valutare l'opzione meno onerosa e più efficace tra le varie alternative e per rendere la normativa di secondo grado più efficace e trasparente.

L'obiettivo del legislatore è di creare un “luogo affidabile” per i soggetti coinvolti e in particolare per gli investitori non professionali. A tale proposito, la procedura è iniziata con una pre-consultazione con i portatori di interesse qualificati, seguita da una consultazione in *crowdsourcing*<sup>38</sup>. Infine è stato emanato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on line” (in breve Regolamento Crowdfunding) con delega CONSOB n. 18592 del 26/06/2013, pubblicato sia sul sito ufficiale della CONSOB che sulla Gazzetta Ufficiale del 12/07/2013<sup>39</sup> e successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24/02/2016, n. 20204 del 29/11/2017, n. 20264 del 17/01/2018 e n. 21110 del 10/10/2019<sup>40</sup>.

Il regolamento è suddiviso in tre parti.

La prima parte, “*Disposizioni generali*”, è composta dagli articoli 1, 2 e 3 dove vengono rispettivamente indicate le “fonti normative”, fornite le “definizioni”

---

<sup>36</sup>[http://www.consob.it/documents/46180/46181/open\\_hearing\\_crowdfunding.pdf/0235e4e7-7e3b-41c4-b86a-c561263cc7c5](http://www.consob.it/documents/46180/46181/open_hearing_crowdfunding.pdf/0235e4e7-7e3b-41c4-b86a-c561263cc7c5) 5

<sup>37</sup> V. Mirra, 15/07/2013.

<sup>38</sup> E' una consultazione aperta basata su una documentazione di consultazione predisposta.

<sup>39</sup> A.M.Lerro, *Equity Crowdfunding: investire e finanziare l'impresa tramite internet*, Gruppo 24 Ore, 2013, pag. 61.

<sup>40</sup>[http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)



dei termini utilizzati nel testo e specificate le “modalità per la comunicazione e la trasmissione alla CONSOB”.

La seconda parte del documento, “*Registro e disciplina dei gestori dei portali*”, contenete gli articoli dal 4 al 23, è formata da quattro titoli:

- I. “*Istituzione del registro*”, art. 4-6, relativi rispettivamente a formazione, contenuto e pubblicità del registro;
- II. “*Iscrizione nel registro*”, art 7-12, dove vengono specificati i processi e i requisiti di accesso;
- III. “*Regole di condotta*”, art. 13-21, dove vengono indicati gli obblighi in capo al gestore del portale;
- IV. “*Provvedimenti sanzionatori e cautelari*”, art. 22-23.

L’ultima parte, “*Disciplina delle offerte tramite portali*”, è composta dagli art. 24 e 25, rispettivamente “*Condizioni relative alle offerte sui portali*” e “*Costituzione della provvista e diritto di revoca*”.

Completano poi la disciplina l’Allegato I, contenente le istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori, l’Allegato 2 inerente la relazione sull’attività di impresa e sulla struttura organizzativa, e l’Allegato 3, con i dettagli delle informazioni sulla singola offerta.

Proseguendo con un’analisi più dettagliata del provvedimento, notiamo con attenzione, la seconda nonché più corposa parte del regolamento in esame.

Sulla base dell’art. 50 *quinquies* del TUF<sup>41</sup>, una volta chiarite le informazioni che il gestore iscritto nel registro deve fornire, viene descritto il “*Procedimento di autorizzazione per l’iscrizione*” (art. 7), in base al quale la domanda di autorizzazione è sottoposta alla CONSOB che delibera entro 60 giorni lavorativi. I capitoli 8 e 9 richiedono, affinché l’iscrizione sia possibile e permanente, “*Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo*” (cap.8) e “*Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, finanza e controllo*” (cap.9). Il venir meno dei requisiti di onorabilità richiesti “*comporta la decadenza dell’autorizzazione, a meno che tali requisiti non siano ricostituiti entro il termine massimo di due mesi*” (cap. 10, comma 2). In capo al gestore l’art. 13 rimette l’obbligo di operare con diligenza,

---

<sup>41</sup> Art. 50-*quinquies* “*Gestione portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*”. Articolo dapprima inserito dall’art. 30 del D.L. n. 179 del 18.10.2012, successivamente modificato dal D.L. n. 3 del 24.1.2015, convertito con modificazioni dalla L. n. 33 del 24.3.2015, dalla L. n. 232 dell’11.12.2016, dall’art. 18 del D.Lgs. n. 112 del 3.7.2017 e dall’art. 2 del D.Lgs. n. 129 del 3.8.2017 nei termini indicati nelle successive note.

correttezza e trasparenza, facendo in modo che possibili conflitti di interesse, sviluppatasi durante l'attività di gestione, non vadano ad incidere negativamente sugli interessi degli investitori.

Con delibera n. 21110 del 10.10.2019 è stato recentemente aggiunto il comma 3-bis nel quale il gestore richiama l'attenzione degli investitori sui limiti imposti dall'articolo 2412 del codice civile per l'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni e dall'articolo 2483 del codice civile per l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata, nonché sugli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile.

Con i “nuovi”<sup>42</sup> comma 5-quater e 5-quinquies, *il gestore assicura che le offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito vengano effettuate in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta di capitale di rischio, e assicura che: (i) per ciascuna offerta avente ad oggetto obbligazioni, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2412 e che le offerte effettuate entro tali limiti siano rivolte ai soli investitori individuati all'articolo 24, commi 2, e 2-quater; (ii) per ciascuna offerta avente ad oggetto titoli di debito, siano rispettati i limiti posti dall'articolo 2483 del codice civile, ove pertinenti, nonché gli ulteriori limiti posti dalla disciplina speciale applicabile.*

Ulteriori obblighi sono quelli informativi, in merito alla gestione del portale, all'investimento e alla singola offerta, obblighi di tutela degli investitori (art. 18), di riservatezza (art. 19), di comunicazione (art. 21) e di conservazione della documentazione per almeno 5 anni (art.20).

Analizzando la terza parte del regolamento, la CONSOB disciplina, in base al nuovo art. 100 *ter* del TUF, le offerte tramite portali on line, fissando le condizioni di ammissione e perfezionamento dell'offerta all'art. 24. Al secondo comma<sup>43</sup> del suddetto articolo il legislatore dispone che il gestore, affinché l'offerta si perfezioni, deve verificare che una quota pari ad almeno il 5% degli

---

<sup>42</sup> Aggiunti con delibera n. 21110 del 10.10.2019.

<sup>43</sup> Comma già sostituito con delibera n. 19520 del 24.2.2016 e in seguito modificato dapprima con delibera n. 20204 del 29.11.2017 che, nell'alinea, ha sostituito le parole: “dell'innovazione” con le parole: “delle piccole e medie imprese”; al punto *i*) ha sostituito le parole: “*start-up* innovative o PMI innovative” con le parole: “piccole e medie imprese” e le parole: “quindici mila” con la parola: “quindicimila”; al punto *ii*) ha sostituito le parole: “una *start-up* innovativa o PMI innovativa, diversa” con le parole: “piccole e medie imprese diverse” e poi con delibera n. 21110 del 10.10.2019 che, nell'alinea, ha sostituito le parole: “Ai fini del perfezionamento” con le parole: “In caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale, ai fini del perfezionamento”, dopo le parole: “portafoglio di strumenti finanziari” ha aggiunto le parole: “di cui al Testo Unico”, ha sostituito le parole: “in contante” con le parole: “di denaro” e ha aggiunto l'ultimo paragrafo dopo il romanino *ii*).

strumenti finanziari sia sottoscritta da investitori professionali o da istituti bancari o da incubatori di start-up innovative.

Si tratta di una condizione sospensiva dal cui avveramento dipende l'efficacia del crowdfunding: fino a quando non si ha la certezza che la quota di riserva del 5% non è stata raggiunta, l'operazione di crowdfunding non può dirsi perfezionata, i sottoscrittori non assumono la qualifica di azionisti, il denaro raccolto non può essere utilizzato dalla società target.

Ciò dovrebbe garantire la presenza di almeno un investitore "sponsor" a beneficio degli investitori non professionali. Tuttavia, non essendo delineato il profilo di rischio scelto dall'investitore sponsor, non è chiaro come la sua presenza possa essere utile.

Mentre fondazioni bancarie e incubatori certificati sono abbastanza delineati, la terza categoria di investitore "sponsor", i cosiddetti "investitori professionali", e comprendente i clienti professionali pubblici<sup>44</sup> e privati<sup>45</sup> deve essere meglio specificata.

Per clienti pubblici di diritto il regolamento intende solo il Governo e la Banca d'Italia, mentre quelli privati comprendono:

- i soggetti che devono essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, sia italiani che esteri (banche, imprese d'investimento, altri istituti finanziari 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, 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;

---

<sup>44</sup> Previsti dall'art. 2 del Decreto Ministeriale 11 novembre 2011, n. 236, emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>45</sup> 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.

- fondi propri: 2.000.000,00 euro;
- gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dedicati alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

### 2.1.1.3 Sviluppo, da Start-up a PMI innovative

Come già detto, nel 2015 la platea delle società autorizzate a offrire i propri capitali tramite portali equity-based venne estesa anche alle aziende qualificate come PMI (piccole e medie imprese) innovative, assegnando loro agevolazioni già previste a beneficio delle start-up innovative.

In particolare è stato attraverso l'art. 4 del D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015, recante “*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*”, poi convertito nella Legge 24 marzo 2015, n. 33<sup>46</sup>, (c.d. decreto “Investment compact”) che tali società, assieme agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)<sup>47</sup> ed alle società che investono prevalentemente in start-up o PMI innovative, hanno avuto l'autorizzazione a collocare sui portali di equity crowdfunding i propri capitali<sup>48</sup>.

Come si era presto notato, il campo di applicazione della precedente disciplina era decisamente limitato, poiché la raccolta di capitali di rischio online era possibile alle (allora) sole 1.300 start-up innovative<sup>49</sup>.

Il Decreto Crescita 3.0 ha inciso con un doppio profilo sulle normative preesistenti.

Da una parte ha introdotto la figura delle P.M.I. innovative, dall'altra, ha modificato il Testo Unico della Finanza.

---

<sup>46</sup> Il Decreto in questione, definito talvolta anche «Decreto Crescita 3.0», è consultabile alla pagina <https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommaro&i d={1829352B-7FB9-433A-A9F3-D4F243486C6F}>

<sup>47</sup> Categoria di intermediari finanziari, comprendente le SGR, le SICAV e gli OICVM, i quali offrono servizi di gestione collettiva del risparmio disciplinati dal titolo III del TUF, d. legisl. 58/1998.

<sup>48</sup> R.De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, pp. 12 ss.

<sup>49</sup> G.Cucchiato, *L'Equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, *Diritto Bancario*, 19/12/2016.

Già questo aspetto segna un taglio netto con la tecnica normativa del Decreto Crescita 2.0 in quanto quest'ultimo, nel prevedere la definizione di startup innovativa, lasciava intatto il TUF.

Ai sensi della normativa europea applicata<sup>50</sup> sono considerate PMI le imprese con meno di 250 dipendenti e fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro (oppure totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro). Per richiedere l'iscrizione quali PMI innovative nella relativa sezione speciale del Registro delle Imprese esse devono inoltre possedere determinati requisiti, individuati dall'art. 4, comma 1 dell'Investment Compact ed in parte coincidenti con quelli prescritti per le start-up innovative.

Precisamente, le PMI innovative sono società di capitali (diverse dalle start-up innovative), costituite anche in forma cooperativa, le cui azioni non devono essere quotate su un mercato regolamentato; esse devono inoltre avere l'ultimo bilancio certificato da un revisore contabile o da una società di revisione ed avere residenza fiscale in Italia (o in uno stato dell'UE o dello Spazio economico europeo, laddove però, anche in questo caso, la società deve avere anche una sede produttiva o filiale in Italia).

Il Decreto Crescita 3.0 stabilisce che, per il riconoscimento dell'innovatività, una PMI deve soddisfare almeno due dei tre requisiti di seguito elencati:

- spesa in ricerca e sviluppo in misura uguale o superiore al 3% del maggiore fra costo e valore totale della produzione, risultante dall'ultimo bilancio approvato e opportunamente dettagliato in nota integrativa;
- impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo di:
  - 1/5 di dottori, dottorandi di ricerca o laureati che abbiano svolto almeno tre anni di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, rispetto alla forza lavoro complessiva;
  - 1/3 di laureati con laurea magistrale rispetto alla forza lavoro complessiva;
- titolarità o licenza di:
  - una privativa industriale relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale;

---

<sup>50</sup> Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione del 6 maggio 2003.

- esclusiva titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaborare originario.

Tale tipologia di PMI è tenuta ad avere la certificazione dell'ultimo bilancio anche qualora fra i requisiti non vi fosse quello della quota del 15% da investire in ricerca e sviluppo. Per la registrazione, le PMI innovative seguiranno lo stesso iter previsto per le startup innovative in quanto saranno soggette a registrazione in sezione appositamente a loro dedicata all'interno del Registro delle imprese.

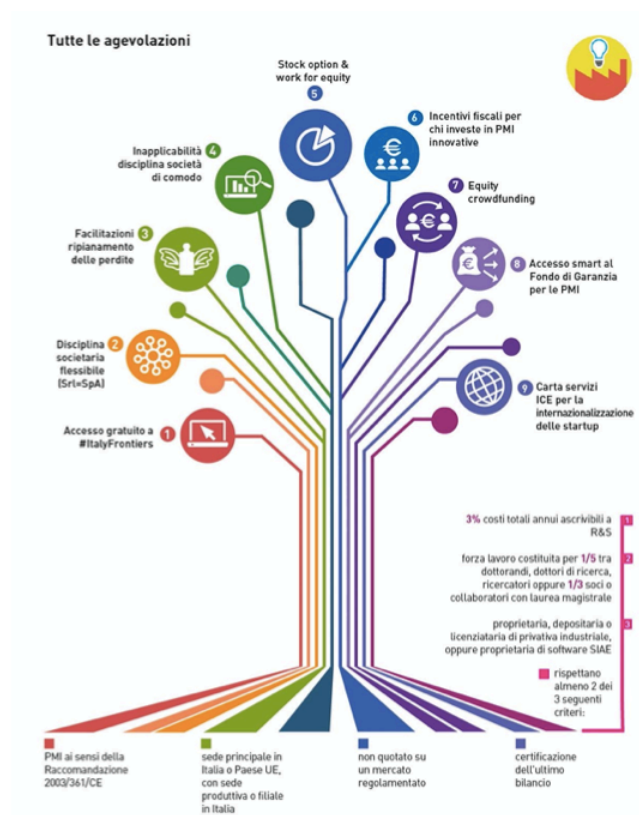
A livello pratico, «la legge di conversione dell'*Investment Compact* ha introdotto i commi da 2-*bis* a 2-*quinques* dell'art. 100-ter TUF, con i quali è stato previsto un regime derogatorio facoltativo per la sottoscrizione o l'acquisto e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di start-up innovative e PMI innovative costituite in forma di S.r.l., rispetto a quanto previsto dalla disciplina ordinaria di cui all'art. 2470, comma 2 del Codice Civile (ed all'art. 36, comma 1-*bis* del Decreto Legge 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla legge 6 agosto 2008, n. 133, relativo alla possibilità di sottoscrizione in forma digitale degli atti di trasferimento di partecipazioni in S.r.l.).

L'introduzione della possibilità di aderire a tale regime derogatorio, che si realizza, in concreto, per il tramite di intermediari abilitati alla resa di servizi di investimento, i quali effettuano la sottoscrizione o l'acquisto delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito ad una offerta tramite un portale di equity crowdfunding, era volto a superare alcune delle criticità emerse con riferimento al funzionamento dello strumento dell'equity crowdfunding, favorendo:

- diversificazione e riduzione del rischio di portafoglio per l'investitore *'retail'*;
- riduzione degli oneri connessi al regime ordinario di trasferimento delle quote di S.r.l., che veniva pertanto “dematerializzato” per le start-up e PMI innovative.

Il tutto con il dichiarato e ambizioso obiettivo di creare un vero e proprio mercato secondario per lo scambio delle partecipazioni societarie delle predette

società»<sup>51</sup>, come espressamente riportato anche nella “Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative”<sup>52</sup>.



**Figura 2.1: Scheda di sintesi della policy a sostegno delle PMI innovative, Ministero dello Sviluppo Economico**

Queste novità indussero la Consob a modificare il precedente Regolamento del settore. Così, a tale intervento del legislatore primario ha fatto seguito, a febbraio 2016, la revisione del Regolamento Consob sull’equity crowdfunding preceduta, anche in questo caso, da una pubblica consultazione.

Venne rilasciato il nuovo testo aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016<sup>53</sup>.

Tra le più importanti modifiche si coglie la possibilità, ora riconosciuta ai portali, di sottoporre “in proprio” (senza l’intervento di una banca o altra impresa di investimento) il questionario di appropriatezza ai potenziali investitori

<sup>51</sup> G.Cucchiariato, L’equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative, Altalex, 10/05/2017.

<sup>52</sup> Ministero dello Sviluppo Economico, [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Scheda\\_sintesi\\_policy%20Pmi\\_Innovative\\_25\\_02\\_2016.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Scheda_sintesi_policy%20Pmi_Innovative_25_02_2016.pdf)

<sup>53</sup> [https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-03-04&atto.codiceRedazionale=16A01745&elenco30giorni=true](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-03-04&atto.codiceRedazionale=16A01745&elenco30giorni=true)

direttamente online (c.d. “opt-in”<sup>54</sup>), al fine di verificare se il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l’investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite.

Nonostante la sua estensione alle PMI innovative, l’equity crowdfunding continuava però a rappresentare un fenomeno “di nicchia”, anche alla luce dell’esiguità del numero delle PMI innovative iscritte nella sezione speciale del Registro delle Imprese<sup>55</sup> (solo 526 all’8 maggio 2017), rispetto alla platea potenziale delle PMI italiane che operano nel campo dell’innovazione tecnologica.

#### *2.1.1.4 Crescita, la Legge di Stabilità 2017 e l’estensione a tutte le PMI*

Più di recente, con il comma 70 all’art. 1 della Legge 11 dicembre 2016, n. 232 (**Legge di Bilancio 2017**<sup>56</sup>) il legislatore ha legiferato il definitivo tramonto dell’idea dell’equity crowdfunding quale strumento di finanziamento dedicato esclusivamente a progetti imprenditoriali definiti “innovativi”<sup>57</sup>.

Egli aveva inizialmente concesso la quotazione tramite portali di crowdfunding anche alle **PMI**<sup>58</sup>, non innovative, **costituite nella forma di società per azioni** (S.p.A.).

Con la modifica in oggetto l’offerta poteva riguardare sia gli strumenti finanziari emessi dalle PMI stesse, sia quelli emessi da soggetti (OICR e altre società di capitali) che investivano in PMI.

Con la Legge di Bilancio il legislatore è però incappato, a differenza di quanto fatto in occasione dell’allargamento alle PMI innovative di cui all’Investment Compact, in due gravi “dimenticanze”<sup>59</sup>.

---

<sup>54</sup> E’ l’opzione attraverso la quale l’utente esprime il proprio consenso ad essere inserito in una mailing list per ricevere comunicazioni di natura informativa e/o commerciale; tipicamente, all’utente viene richiesto di fornire il proprio indirizzo e-mail e di confermare la volontà di aderire al servizio.

<sup>55</sup> <http://startup.registroimprese.it/isin/home>

<sup>56</sup> <http://www.senato.it/2867>

<sup>57</sup> G.Cucchiariato, L’equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative, *Altalex*, 10/05/2017.

<sup>58</sup> Per i requisiti che una società deve rispettare al fine di essere considerata PMI si rimanda al comma 5-novies dell’art. 1 del TUF, che rinvia per la definizione all’articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129.

<sup>59</sup> G.Cucchiariato, L’equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative, *Altalex*, 10/05/2017.



Da un lato, ha infatti dimenticato di emendare espressamente la terza norma del TUF rilevante ai fini dell'equity crowdfunding, ossia l'art. 100-ter.

Dall'altro lato, si è inoltre dimenticato di estendere l'applicazione di alcune deroghe al diritto societario, causando in questo modo un apparente contrasto fra norme cogenti.

Le conseguenze di questa "svista", all'indomani dell'entrata in vigore della Legge di Stabilità, risultarono di non poco conto. Non essendosi espressamente derogato al divieto previsto dalla legge per le quote di s.r.l. di formare oggetto di offerte al pubblico, la raccolta di capitali di rischio online tramite equity crowdfunding risultava essere praticabile (oltre che dalle start-up e PMI innovative) solo dalle PMI non innovative organizzate in forma di società per azioni. Paradossalmente, quindi, la maggior parte delle società alle quali il legislatore aveva voluto estendere l'equity crowdfunding (le PMI in forma di s.r.l.) non poteva, di fatto, farvi ricorso. Le riforme del 2017 non portarono quindi i risultati auspicati.

La soluzione a questo problema è stata data il 24 aprile con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale Serie Generale n. 95 del D.L. n. 50 del 24 aprile 2017 «Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo»<sup>60</sup>.

Per ciò che riguarda la materia in oggetto, tale Decreto prevede tutte le deroghe necessarie affinché le ultime previsioni legislative possano dispiegare a pieno i propri effetti, estendendo la possibilità di ricorrere all'equity crowdfunding a tutte le P.M.I.,<sup>61</sup> comprese quelle costituite in forma di S.r.l., ovvero la gran parte delle imprese che costituiscono il tessuto italiano della piccola e media impresa<sup>62</sup>.

Va sottolineato come l'apertura dell'equity crowdfunding a tutte le PMI rappresenti "un cambiamento epocale, che sembra portare con sé il superamento di veri e propri dogmi del diritto societario italiano, quale l'apertura generalizzata

---

<sup>60</sup> <https://www.camera.it/leg17/126?tab=6&leg=17&idDocumento=4444&sede=&tipo=>

<sup>61</sup> V. Mirra, L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita, in Lener R., Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza, I Quaderni di Minerva Bancaria, settembre 2018

<sup>62</sup> V. Mirra, Il crowdfunding vola e si allarga a tutte le PMI, 2018.

[https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding\\_PMI.pdf](https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding_PMI.pdf)

al mercato dei capitali delle quote di partecipazione delle società costituite in forma di S.r.l.”<sup>63</sup>.

#### *2.1.1.5 Espansione, le ultime modifiche del Regolamento Consob*

In ogni caso, l’effettiva entrata in vigore del provvedimento su citato, è avvenuta solo a gennaio 2018 con l’introduzione del nuovo Regolamento Consob sull’equity crowdfunding, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017.

**Ulteriori aggiornamenti sono altresì arrivati il 18 ottobre 2019**, con alcune importanti revisioni al Regolamento dell’equity crowdfunding<sup>64</sup>, rivoluzionarie per lo sviluppo del settore.

Il nuovo regolamento è incentrato anzitutto sulla possibilità per le PMI italiane di collocare strumenti finanziari di debito attraverso le piattaforme di equity crowdfunding che, fino ad ora, erano autorizzate a collocare, appunto, solo “equity”, cioè quote societarie.

Le PMI italiane possono raccogliere fondi attraverso le piattaforme autorizzate da Consob anche emettendo obbligazioni o titoli di debito e non solo, come fino ad oggi, quote del loro capitale. Le piattaforme che sceglieranno questa opzione dovranno comunque comunicarlo a Consob che avrà 45 giorni di tempo per autorizzarla.

Ma chi può sottoscrivere obbligazioni e altri strumenti di debito (i cosiddetti Mini-Bond<sup>65</sup>) tramite i portali di equity crowdfunding?

Ai fini dell’adeguamento alla legge di Bilancio 2019, la Commissione Nazionale per le società e la borsa, con delibera n. 21110/2019<sup>66</sup>, ha di fatto legato le mani

---

<sup>63</sup> G.Cucchiariato, L’equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative, Altalex, 10/05/2017

<sup>64</sup>[https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Equity-Regulation-New-2019-20/reI\\_Illustr\\_crowdfunding\\_20191018.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Equity-Regulation-New-2019-20/reI_Illustr_crowdfunding_20191018.pdf)

<sup>65</sup> I minibond sono un innovativo strumento di finanziamento per le aziende non quotate in Borsa. Con questo strumento le società possono reperire fondi dagli investitori fornendo in cambio titoli di credito in favore di chi desidera credere nel loro progetto. Le nuove obbligazioni studiate soprattutto per le PMI a caccia di liquidità sono facili da emettere, meno complicate e meno costose. Le normative di riferimento sono contenute nel Decreto Legge 22 giugno 2012 n.83 (“Decreto Sviluppo”) e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n.179 (“Decreto Sviluppo Bis”), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e nel più recente D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (“Decreto Competitività”).

<sup>66</sup> Delibera avente ad oggetto “Modifiche al regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e successive modifiche e integrazioni

a Consob affermando che «*la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito è riservata, nei limiti stabiliti dal codice civile, agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio*»<sup>67</sup>.

“Nei limiti stabiliti dal codice civile” esclude, di fatto, i piccoli investitori, al contrario di quanto accade paradossalmente per chi investe con equity crowdfunding.

La Consob, con la facoltà datagli, quale organo di vigilanza, di “*individuare particolari categorie di investitori*” ha fatto il massimo possibile<sup>68</sup> e ha esteso la possibilità di investire:

- a coloro che detengono un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore a 250.000 euro;
- a coloro che si impegnano a investire almeno 100.000 euro in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- agli investitori retail, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Il nuovo regolamento dà alle piattaforme la possibilità di aprire “bacheche elettroniche” nelle quali chi ha acquistato le quote di una PMI può pubblicare un annuncio per trovare compratori o, viceversa, chi volesse acquistarle può pubblicare un annuncio per trovare un venditore.

Ci sono, a mio avviso, dei limiti molto stringenti<sup>69</sup>, constatato che:

- le bacheche possono essere create solo da piattaforme di equity crowdfunding autorizzate;
- sulla bacheca possono essere pubblicati annunci solo relativi a società che hanno raccolto con la piattaforma che gestisce la bacheca;

---

(Regolamento Crowdfunding) per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019. (Delibera n. 21110/2019)”.  
<sup>67</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/10/25/19A06647/sg>

<sup>68</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding/>

<sup>69</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding/>

- la bacheca non può adottare tecnologie e regole finalizzate a consentire l'incrocio tra la domanda e l'offerta. In questo senso, non può ricevere l'incarico di mettere in relazione i soggetti potenzialmente interessati a concludere operazioni di investimento;
- sono rappresentabili esclusivamente le informazioni ufficiali pubblicamente disponibili, quali, ad esempio, dati di bilancio e prezzi di emissione.

La soluzione introdotta dalla Consob, se da un lato è apprezzabile in quanto prima apertura ad un mercato secondario, dall'altro è piuttosto circoscritta.

Un investitore non si limita ad acquistare quote su un'unica piattaforma, ma piuttosto, tenta di ridurre il rischio diversificando il proprio portafoglio di società (o così dovrebbe fare), che spesso non vengono offerte sulla medesima piattaforma.

Ulteriori novità per quanto riguarda gli intermediari finanziari, le società estere e le quotazioni emittenti.

Viene confermata la facoltà dei portali di dare mandato alle società che gestiscono reti di promotori/intermediari finanziari per offrire prodotti che comprendono investimenti in equity crowdfunding, accanto all'introduzione della possibilità per gli investitori retail di sottoscrivere titoli di debito tramite intermediari finanziari.

È stata confermata, per i portali italiani di equity crowdfunding, la possibilità di raccogliere capitali anche per le società con sede in un Paese membro dell'Unione Europea, purché siano rispettate tutte le condizioni previste dal regolamento Consob.

Le società emittenti potranno lanciare campagne di equity crowdfunding propedeutiche a una successiva quotazione su Borsa Italiana.

“Siamo molto soddisfatti delle novità approvate da Consob”, commenta Tommaso Baldissera Pacchetti, amministratore delegato di CrowdFundMe<sup>70</sup>.

“Parliamo di un'apertura unica da parte dell'Autorità, che ci consente di lavorare nel settore obbligazionario accanto all'equity. Aumentano inoltre le possibilità e

---

<sup>70</sup> CrowdFundMe è una delle principali piattaforme italiane di equity crowdfunding ed è il primo portale a essersi quotato nella storia di Piazza Affari (marzo 2019). La società, oggi una PMI Innovativa con sede a Milano, è stata fondata nel 2013. Il portale offre la possibilità di investire in società non quotate come startup o PMI, accuratamente selezionate tra quelle che presentano il maggiore potenziale di crescita. Gli investitori, sia retail che istituzionali, hanno così l'occasione di diversificare il proprio portafoglio investendo in società non quotate.

le modalità di raccolta di capitali per le imprese e gli investitori possono confidare in un sistema più liquido, grazie all'istituzione di bacheche online per la compravendita di quote. Una rivoluzione che ci permette di offrire una gamma completa di prodotti finanziari a un pubblico potenzialmente più ampio di quello a cui si rivolgono le banche. E in un periodo di tassi bassi o addirittura negativi, CrowdFundMe può diventare il punto di riferimento per chi vuole far rendere la propria liquidità<sup>71</sup>.

Questo protratto intervento legislativo non contrasta con le stesse intenzioni iniziali di liberalizzare ed agevolare questo strumento?

Il Regolamento, redatto in tempi relativamente brevi, con lo scopo, sostanzialmente, di facilitare la raccolta online, è stato limitato proprio dalla rapidità nel farlo.

Di conseguenza, ciò ha portato a numerose modifiche.

La conduttrice Gabanelli, in un servizio di Report di dicembre 2014 spiegava in termini semplici e concreti l'evoluzione dell'equity crowdfunding in America e in Italia e colpevolizzava l'onerosa normativa italiana per il mancato successo iniziale<sup>72</sup>.

Oggi però la situazione è ben diversa, le sostanziali modifiche hanno portato a risultati<sup>73</sup> più che positivi che ci rendono orgogliosi di un primato, sperato e ottenuto, soprattutto nell'evoluzione del quadro giuridico.

## 2.2 Analisi dei dati

Come riporta il “4° Report italiano sul Crowdinvesting<sup>74</sup>”, realizzato dall'Osservatorio Crowdinvesting della School of Management del Politecnico di Milano, sono stati anni di forte crescita per il mercato del crowdinvesting.

L'Osservatorio, pur senza dimenticare le altre forme del crowdfunding, focalizza la propria attenzione sul crowdinvesting, quel sottoinsieme dove singole persone

---

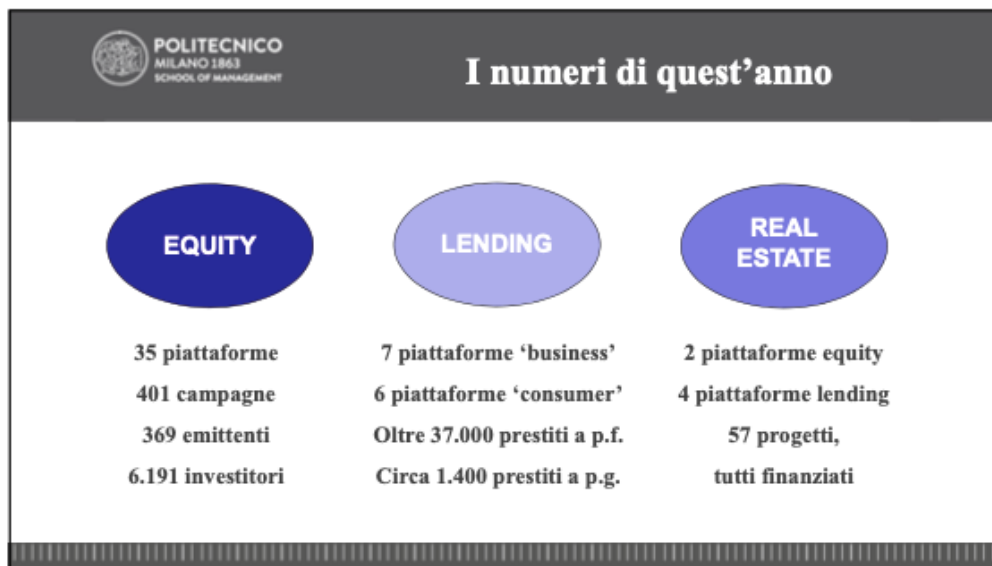
<sup>71</sup><https://www.crowdfundme.it/blog/equity-crowdfunding/consob-rivoluziona-il-crowdinvesting-dai-mini-bond-alle-bacheche-per-lo-scambio-quote-ecco-cosa-cambia/>

<sup>72</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/gabanelli-critica-regolamento-consob-equity-crowdfunding/>

<sup>73</sup> Si rimanda al 2.2.

<sup>74</sup> Il Report Italiano sul Crowdinvesting è uno dei prodotti di ricerca del gruppo di 'Entrepreneurship, Finance & Innovation' della School of Management del Politecnico di Milano.

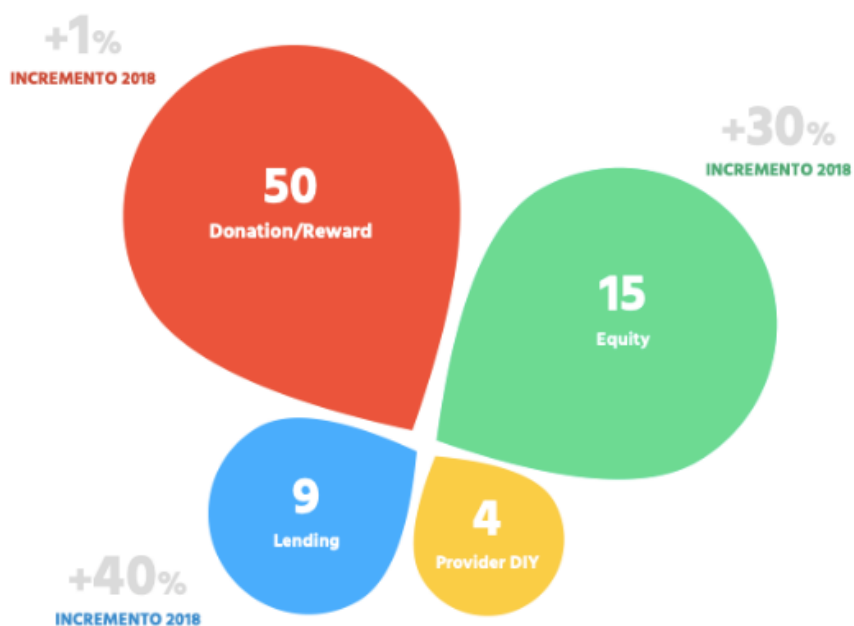
fisiche (ma anche investitori istituzionali e professionali) possono, attraverso una piattaforma Internet abilitante, aderire direttamente ad un appello rivolto alla raccolta di risorse per un progetto imprenditoriale, concedendo un prestito (*lending-based model*) piuttosto che sottoscrivendo quote del capitale di rischio della società (*equity-based model*). Un'appendice specifica è riservata al *real estate crowdfunding*.



**Grafico 2.1 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfunding”**

La crescita esponenziale del *crowdfunding* ha determinato a livello mondiale la nascita di migliaia di piattaforme dedicate. Come spesso accade nei business emergenti, il tasso di mortalità è stato pure elevato: diversi portali hanno dovuto chiudere o per non avere raggiunto la scala minima necessaria, o per modelli di business sbagliati. A gennaio 2019 Starteed<sup>75</sup> contava ben 50 portali attivi nell'ambito donation e reward, ma i settori che hanno visto un più notevole incremento negli ultimi anni sono proprio quelli del crowdfunding.

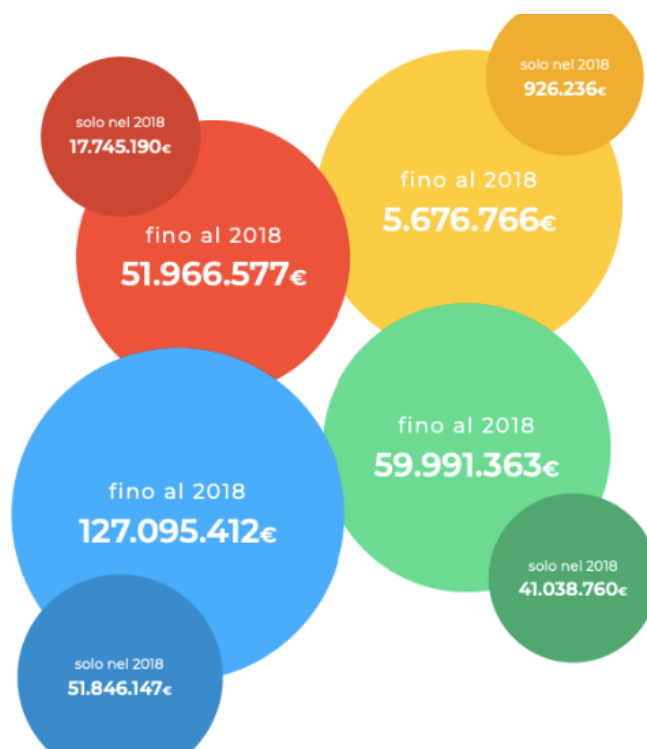
<sup>75</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>



**Grafico 2.2 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”**

I dati raccontano un anno che ha generato volumi complessivi ben al di sopra delle aspettative, con una raccolta nel solo 2018 pari ad oltre 111 milioni di Euro. Un mercato che quasi raddoppia i suoi volumi in un solo anno, soprattutto grazie alla consistente crescita del comparto regolamentato, caratterizzato dalle piattaforme di equity e lending crowdfunding, che ha saputo trainare l'intero settore anche grazie ad un miglior contesto normativo.

Nel dettaglio la rappresentazione grafica di quanto raccolto fino al 2018 e solo nel 2018, suddiviso per le differenti tipologie di crowdfunding:



**Grafico 2.3 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”**

Le piattaforme donation/reward (in rosso), hanno raccolto nel corso del tempo quasi €52 milioni (attraverso 12780 progetti), di cui €17,7 milioni nel solo 2018. La quantità più cospicua è quella raccolta dalle piattaforme lending (in blu), €127 milioni, ed equity (in verde), circa €60 milioni.

Starteed raccoglie i dati di un’ulteriore tipologia di crowdfunding, *DIY (Do it yourself)*, (in giallo), essa si riferisce alle campagne personalizzate sviluppate su siti indipendenti in linea con l'identità del progetto.

### 2.2.1 L’equity crowdfunding

Alla data del 30 giugno 2019 in Italia risultavano autorizzati da Consob 35 portali di equity crowdfunding, di cui 33 iscritti alla sezione ordinaria e solo due (Unicaseed.it e Tifosy.com) iscritti alla sezione speciale.



Sito web	Società gestore	Data autorizzazione
Unicaseed.it	Unica SIM	Sezione speciale
Tifosy.com	Tifosy Limited	Sezione speciale
Starsup.it	Starsup Srl	18/10/2013
Actioncrowd.it	Action crowd Srl	26/2/2014
200crowd.com	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
Backtowork24.com	Backtowork24 Srl	14/1/2015
Investi-re.it	Baldi Finance SpA	28/1/2015
Crowd4capital.it	Roma Venture Consulting Srl	8/10/2015
Opstart.it	Opstart Srl	11/11/2015
Cofyp.com	Cofyp Srl	14/4/2016
Clubdealonline.com	Clubdeal Srl	8/3/2017
Walliance.eu	Walliance Srl	30/3/2017
Europacrowd.it	Europa HD Srl	7/6/2017
Italyfunding.com	Italyfunding Srl	6/9/2017
Ideacrowdfunding.it	Idea Crowdfunding Srl	29/11/2017
Thebestequity.com	Gamga Srl	14/3/2018
Leonardoequity.com	Management Capital Partner Srl	17/4/2018
Concreteinvesting.com	Concrete Srl	24/4/2018
It.lita.co	1001Pact Italy Srl	31/5/2018
Lifeseeder.com	Lifeseeder SpA	28/6/2018
Extrafunding.it	Extrafin Srl	5/7/2018
Crowdinvestitalia.it	Crowdinvest Srl	10/7/2018
House4crowd.com	4crowd SpA	17/7/2018
Doorwayplatform.com	Doorway Srl	28/11/2018
Buildaround.eu	Build Around Srl	12/12/2018
Startfunding.it	Start Funding Srl	4/6/2019
Forcrowd.it	Forcrowd Srl	12/6/2019
Gopmi.it	Gopmi Srl	19/6/2019

**Tabella 2.1 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfunding”**

Le 35 piattaforme si differenziano per area competitiva, a seconda delle strategie implementate; diversi sono i portali che hanno deciso di verticalizzarsi su comparti ben specifici (come ad esempio l’immobiliare, lo sport, l’energia, la finanza d’impatto).

Una seconda chiave di distinzione è relativa al target di investitori.

La quasi totalità dei portali si rivolge al pubblico “indistinto” dei finanziatori su Internet; Clubdealonline.com dà l’opportunità ad un selezionato gruppo di investitori (*high net worth individuals, family office* e istituzionali) che versano una *fee* di ingresso annuale. Doorway ha invece adottato un modello intermedio, secondo il quale le campagne aperte sono visibili a tutti, ma solo gli investitori accreditati dalla piattaforma possono conoscere i dettagli in termini di *business plan, target* di raccolta e valutazione. La peculiarità di questa piattaforma è che viene sempre utilizzato uno *special purpose vehicle*, una società di nuova costituzione, per finanziare l’impresa *target*. Questa soluzione, adottata sporadicamente anche da altre piattaforme, consente di “concentrare” tutti i *crowd investors* in un veicolo, che sarà l’unico interlocutore per la società finanziata.

La Figura 2.1, infine, evidenzia le piattaforme in fase di partenza “verticali” e “generaliste” (che alla data del 30 giugno 2019 non avevano ancora pubblicato la loro prima campagna), quelle inattive (che hanno pubblicato campagne in passato, ma non negli ultimi 12 mesi) e quelle che hanno rinunciato all’autorizzazione Consob chiudendo l’attività.

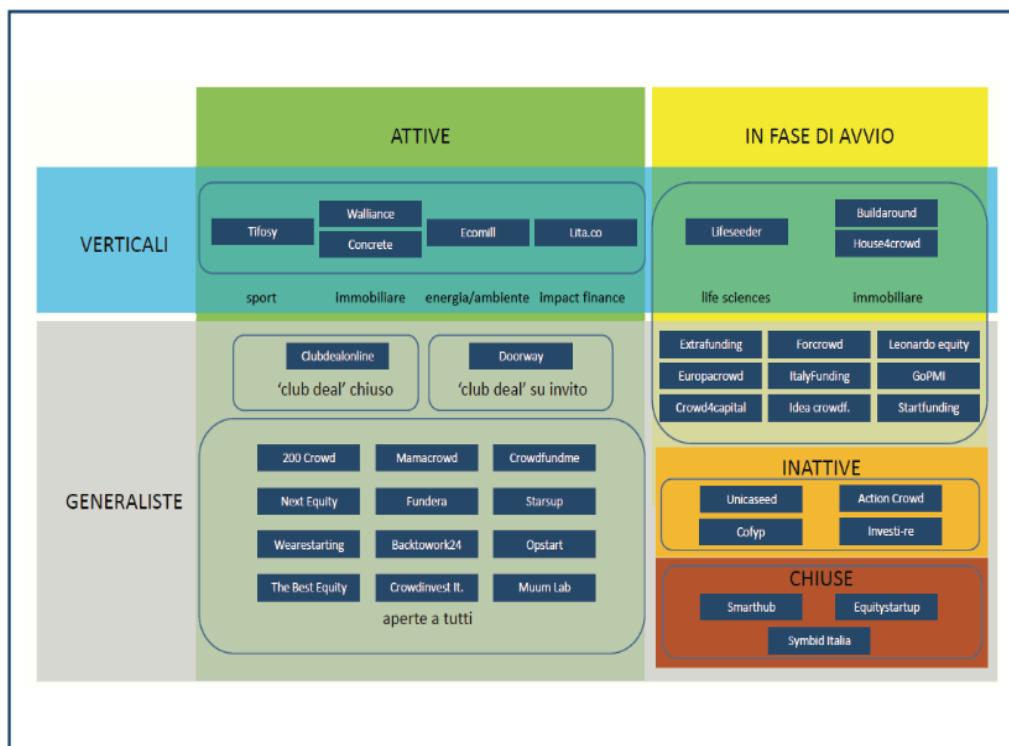
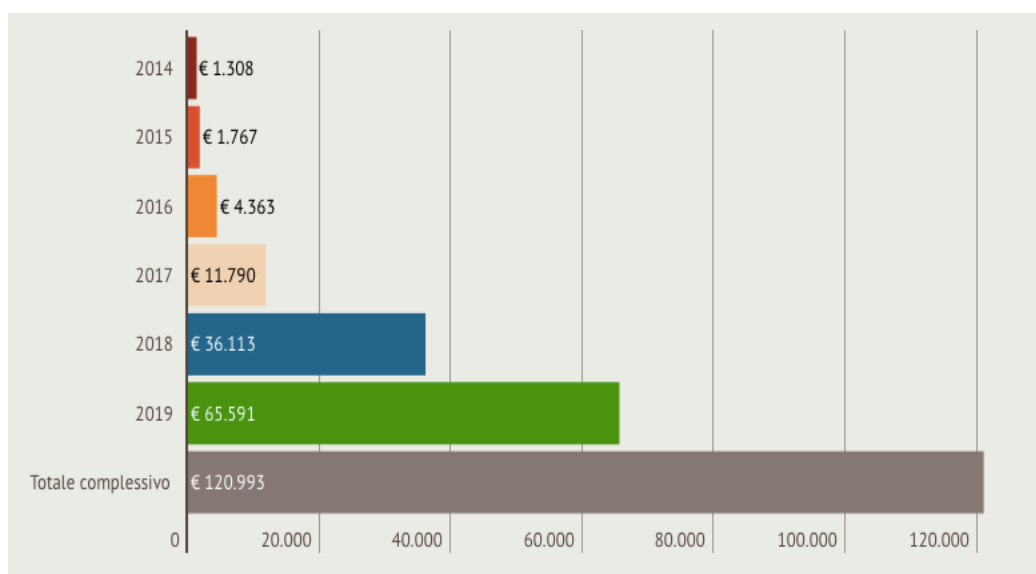


Figura 2.1 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfunding”

Dall'entrata in vigore della normativa fino alla data indicata, le piattaforme elencate hanno presentato un totale di 401 campagne, di cui 261 chiuse positivamente, 103 chiuse senza raggiungere il *target* minimo previsto (senza quindi alcuna raccolta) e 37 che erano ancora in corso (molte delle quali avevano già raggiunto la soglia minima di successo)<sup>76</sup>. L'iconografia realizzata dal magazine “*Crowdfunding Buzz*” mostra un incremento del numero di progetti chiusi con successo, 333 alla fine del 2019, con un importo raccolto di circa €120 milioni.



**Grafico 2.4** Fonte: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

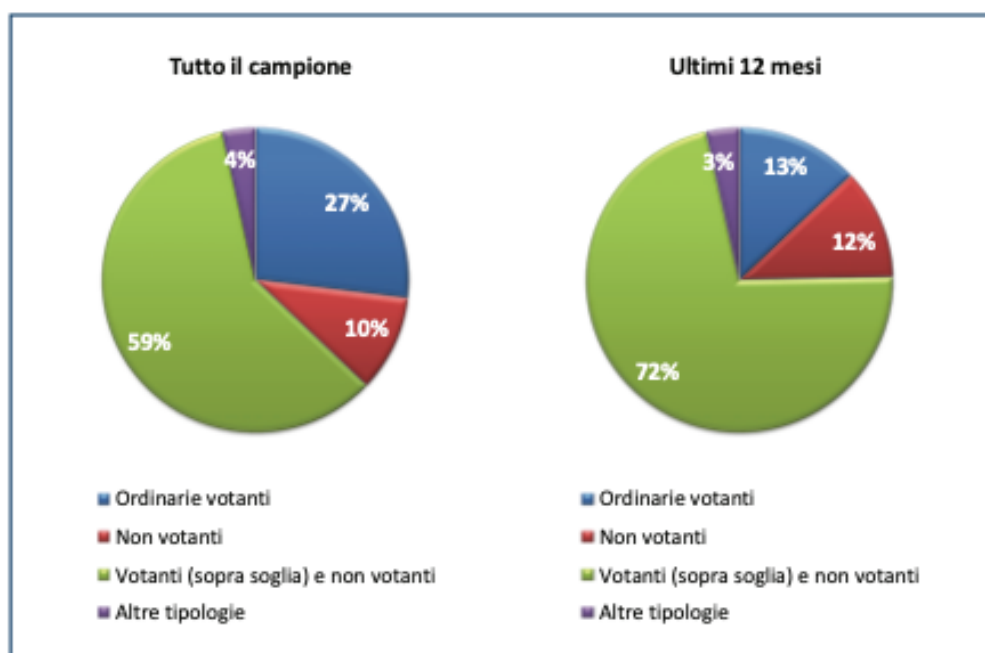
L'obiettivo di raccolta (*target*) dei 401 progetti può essere considerato al pari di un aumento di capitale con l'esclusione, per molti portali, e quindi con la presenza di una parte “*inscindibile*” (soglia minima al di sotto della quale la raccolta è inefficace) e di una parte “*scindibile*” (soglia massima).

Considerando solo il primo semestre del 2017, il valore medio del *target* di raccolta registra una diminuzione, passando da un valore medio di €182.477 nel 2018 a uno di €139.027. Ciò mette in luce la consapevolezza, con il passare del tempo, della difficoltà di successo della raccolta e il conseguente

<sup>76</sup> Vengono escluse dal conteggio le campagne promosse da Clubdealonline.com<sup>4</sup>, in virtù del peculiare modello di business della piattaforma, i cui progetti sono visibili solo ai sottoscrittori e non a tutta la “*folla*” di Internet.

ridimensionamento del target, che per la maggior parte si assesta a un livello inferiore ai 100.000.

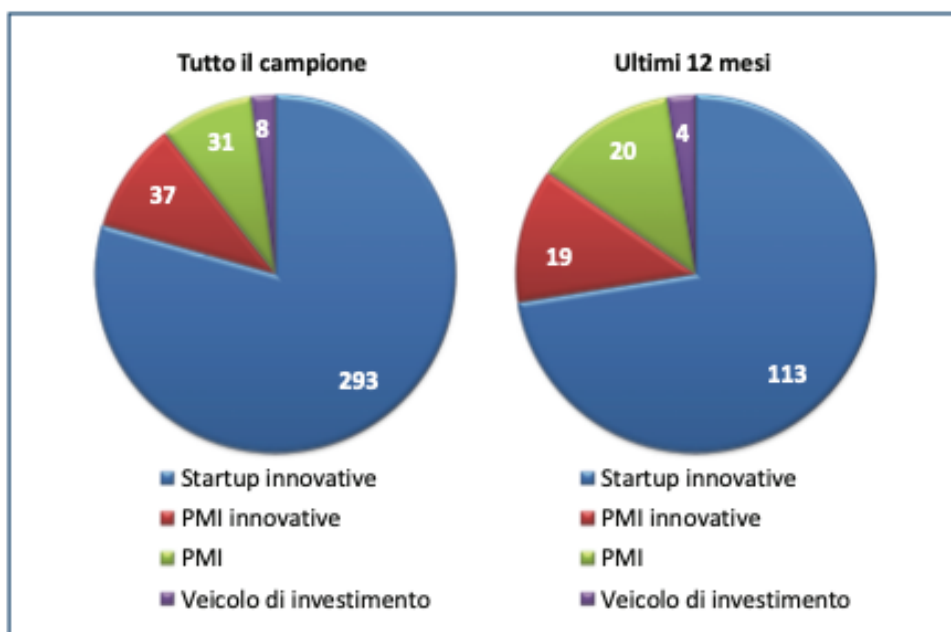
Anche per quanto riguarda la quota di capitale offerta si è registrata, in concomitanza alla diminuzione del target, una corrispondente riduzione. Si tratta per il 27% di quote ordinarie, per il 10% da quote senza diritto di voto e per il 59% di quote “miste”, cioè votanti per chi investiva somme rilevanti e non votanti per coloro che investivano importi ridotti, e per il rimanente 4% di altre tipologie di quote.



**Grafico 2.5 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfunding”**

Il “4° Report Italiano sul Crowdfunding” evidenzia come, nonostante l’estensione della normativa ad altre tipologie di imprese, nell’ultimo anno il mercato è stato dominato dalle startup innovative, anche se le altre tipologie di imprese hanno progressivamente conquistato spazio. Nel dettaglio, dietro le 401 campagne, ci sono 293 startup innovative (pari al 79,4% del campione), seguite da 37 PMI innovative (pari al 10,0% del campione), 31 PMI (pari all’8,4% del campione) e 8 veicoli di investimento in startup innovative, PMI innovative o altre PMI (2,2%)<sup>77</sup>.

<sup>77</sup> Si tratta di società che investono in portafogli di partecipazioni oppure veicoli costituiti ad hoc al servizio di un unico investimento.



**Grafico 2.6 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfunding”**

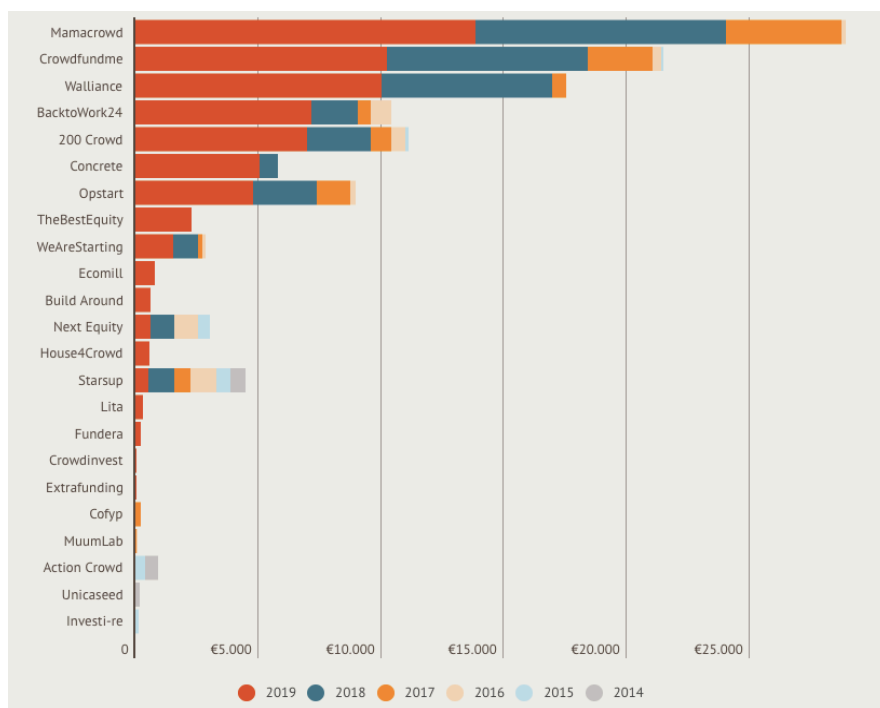
Circa il 40% di tali imprese sono localizzate in Lombardia e concentrate prevalentemente sui servizi di informazione e comunicazione.

Le imprese che sono state protagoniste delle 401 campagne censite sono in realtà 369, poiché, nonostante il proliferare delle piattaforme, si mantiene una elevata concentrazione delle campagne su pochi portali. I primi 6 portali assorbono il 79,3% delle campagne. Al primo posto troviamo Crowdfundme con 79 progetti, seguita da Mamacrowd con 71 e Opstart con 51<sup>78</sup>.

Crowdfundme e Mamacrowd sono le prime anche per quanto riguarda il capitale di rischio raccolto.

L’investimento medio per ogni investitore nelle singole campagne è pari a €3800 e il numero degli investitori nell’ultimo anno è pari a 18038.

<sup>78</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>



**Grafico 2.6** Fonte: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

In base a quanto rilevato, *l'Italian Equity Crowdfunding Index* calcola un apprezzamento complessivo del portafoglio del 16,59%. L'Osservatorio Crowdinvesting della School of Management del Politecnico di Milano ha ideato tale indice per calcolare la rivalutazione o svalutazione potenziale degli investimenti effettuati nell'*equity crowdfunding* italiano. Esso descrive sinteticamente il rendimento teorico ottenuto dall'avvio del mercato. Alla data del 1 luglio 2019, il valore dell'indice era pari a 109,43. Ciò vuol dire che se un investitore italiano avesse sottoscritto l'1% di ogni operazione di *equity crowdfunding* chiusa con successo fino a quella data, il valore teorico del suo portafoglio sarebbe oggi cresciuto del 9,43%.

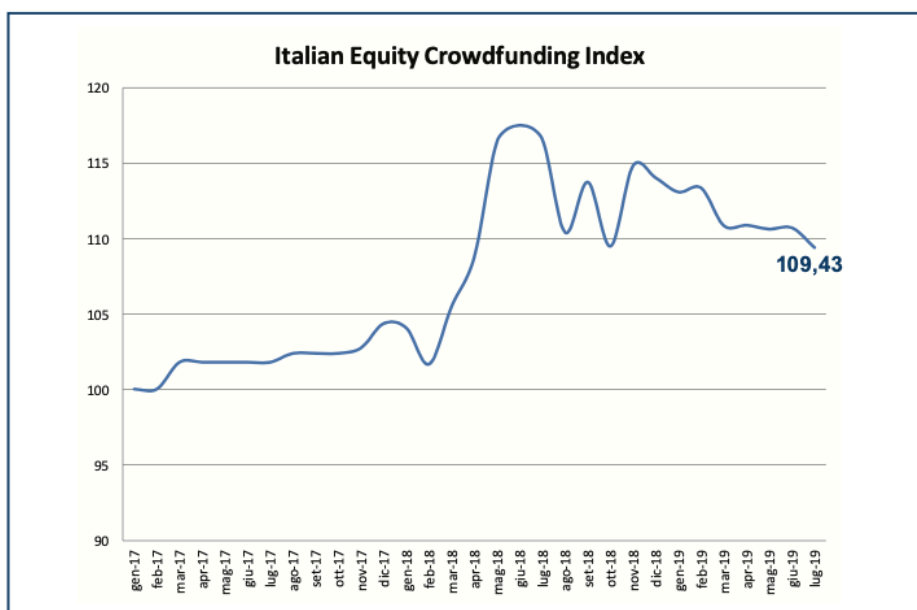


Figura 2.2 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdinvesting”

L'indice del PoliMi non è, però, l'unico del settore equity-based. Fra gli altri si può ricordare quello presentato nel corso della 6th ECN European Crowdfunding Convention di Vilnius<sup>79</sup>: l'**IDFI** (*Invesdor Digital Fundraising Index*), un indice atto a misurare le performance delle 10 migliori aziende che hanno lanciato campagne di raccolta fondi su Invesdor. Invesdor è una piattaforma di equity crowdfunding attiva nel Nord Europa e nel Regno Unito che, per agevolare la trasparenza nel settore, ha - appunto - realizzato tale indice di mercato.

A conferma dei numeri, più che positivi, dell'equity crowdfunding, è nata un'associazione, l'AIEC<sup>80</sup> (Associazione Italiana Equity Crowdfunding), che rappresenta e tutela gli interessi degli operatori del settore.

Lo scopo di AIEC è quello di promuovere la conoscenza e l'utilizzo dell'equity crowdfunding come strumento alternativo di finanziamento e di investimento. Sul sito troviamo tutte le campagne in corso, gli eventi inerenti al fenomeno, nonché tutto ciò che c'è da sapere sulla regolamentazione e la documentazione.

<sup>79</sup> Evento organizzato dall'**European Crowdfunding Network** (ECN), l'organizzazione comunitaria più importante per la promozione e diffusione del *finanziamento collettivo*.

<sup>80</sup> <http://www.equitycrowdfundingitalia.org>

### 2.2.2. *Il lending crowdfunding*

L'altra categoria di forte interesse è quella del lending based crowdfunding, che guida la classifica in termini di raccolta.

Alla data del 30 giugno 2019 risultavano operative sul mercato italiano 13 piattaforme di *lending crowdfunding*: Prestiamoci, Smartika, Soisy, MotusQuo, BLender, Younited Credit, BorsadelCredito.it, October, Prestacap, Housers, Trusters, Rendimento Etico e The Social Lender<sup>81</sup>.

Le prime sei piattaforme si rivolgono al momento a persone fisiche (*consumer lending*) mentre le ultime sette si rivolgono a imprese (*business lending*).

Housers, Trusters e Rendimento Etico sono focalizzate su operazioni nel *real estate*, tema cui è dedicato il paragrafo successivo.

Nell'ambito del *consumer lending*, le piattaforme mostrano soglie minime e massime di prestito abbastanza simili (Younited Credit arriva anche a € 50.000). Per quanto riguarda le scadenze, quasi tutte partono da 12 mesi (Soisy anche da 3, Younited Credit da 6, BLender minimo 18) mentre il limite massimo varia fra 36 e 84 mesi. I concorrenti "naturali" delle piattaforme citate sono quindi le società di credito al consumo.

Il grafico 2.7 riporta il flusso di prestiti erogati dalle piattaforme *consumer*<sup>82</sup>.

In totale il valore cumulato al 30/6/2019 era pari a € 279,3 milioni. Il leader di mercato è Younited Credit con € 220,4 milioni, grazie alla raccolta fatta presso investitori istituzionali esteri, che consente alla piattaforma (che non raccoglie attraverso il *web* da piccoli risparmiatori) di disporre di risorse consistenti. Seguono Smartika (€ 30,8 milioni) e Prestiamoci (€ 22,1 milioni, che però sale al secondo posto se si considera il contributo degli ultimi 12 mesi). Il flusso nell'ultimo anno risulta essere pari a € 122,5 milioni, in crescita del 40% rispetto al risultato del periodo precedente.

---

<sup>81</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<sup>82</sup> Ai fini dell'analisi vengono considerate le più rilevanti.



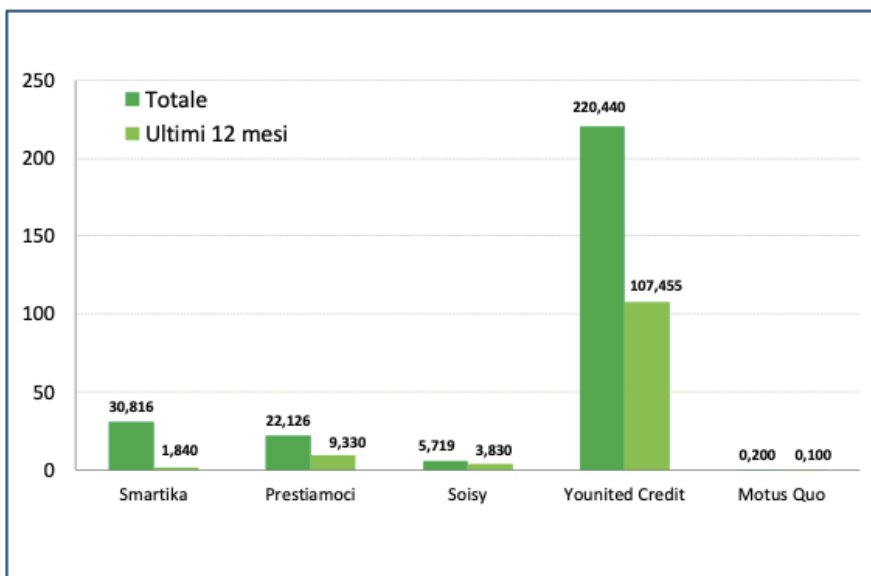


Grafico 2.7 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfinvesting”

Le piattaforme business, finanziate sia dagli investitori *retail* sia dagli istituzionali, conseguono un valore cumulato complessivo ad oggi pari a € 156,3 milioni, con un contributo dell’ultimo anno pari a € 84,2 milioni (+48% rispetto al periodo precedente).

Borsadelcredito.it è attualmente in testa con € 64,0 milioni, seguono October (che però primeggia negli ultimi 12 mesi) e Prestacap. Molto più staccati gli altri players, partiti di recente.

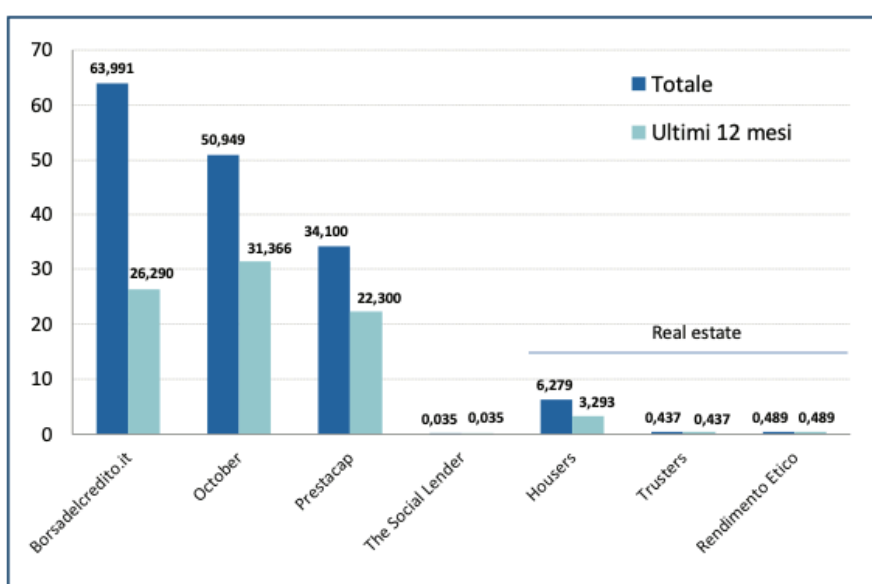


Grafico 2.8 Fonte: Politecnico di Milano “4° Report italiano sul crowdfinvesting”

Nell'ultimo anno la crescita ha fatto leva soprattutto sugli investitori istituzionali. L'Osservatorio del Politecnico di Milano prevede, fra un anno, il “sorpasso” del segmento business rispetto a quello consumer (target € 130 milioni per ognuno dei due ambiti).

### 2.2.2 *Il real-estate crowdfunding*

Il *real estate crowdfunding*, rappresenta al momento uno degli ambiti di maggiore sviluppo per la filiera, con diverse piattaforme che sono diventate operative negli ultimi mesi.

Le piattaforme *real estate* si distinguono in funzione del modello di *business*:

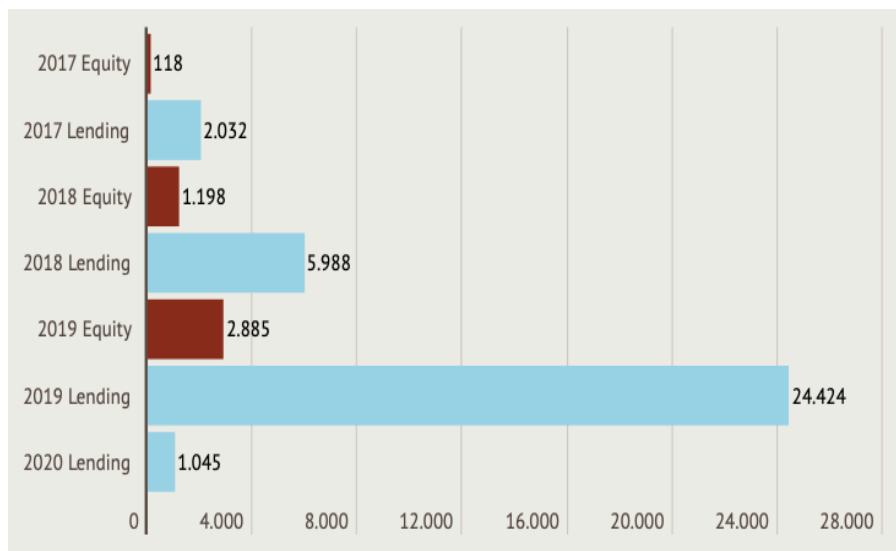
- piattaforme *equity*; in questo caso l'investimento avviene attraverso sottoscrizione di titoli di proprietà del capitale di un veicolo societario che promuove il progetto immobiliare;
- piattaforme *lending*; l'investimento avviene prestando denaro ai promotori del progetto immobiliare, che poi lo rimborseranno riconoscendo una remunerazione, che può essere fissa o indicizzata;
- piattaforme ibride, che prevedono entrambi i modelli precedenti, e che sembrano però ridursi in numero negli ultimi mesi; la tendenza sembra essere quella di focalizzarsi su un modello specifico.

L'iconografia realizzata dal magazine “*Crowdfunding Buzz*” mostra come il numero di “investitori lending” sia di tanto superiore a “quello degli equity”.

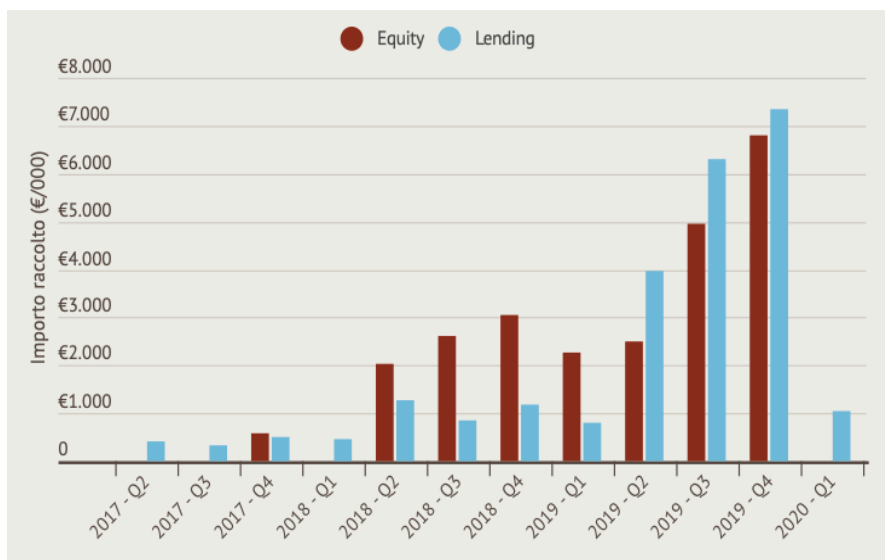
Ciò nonostante, le quantità raccolte dai due segmenti sono pressoché simili. Questo è dovuto al fatto che l'investimento medio nell'*equity* è di tanto superiore a quello nel *lending*, rispettivamente, €8600 e €1200<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>



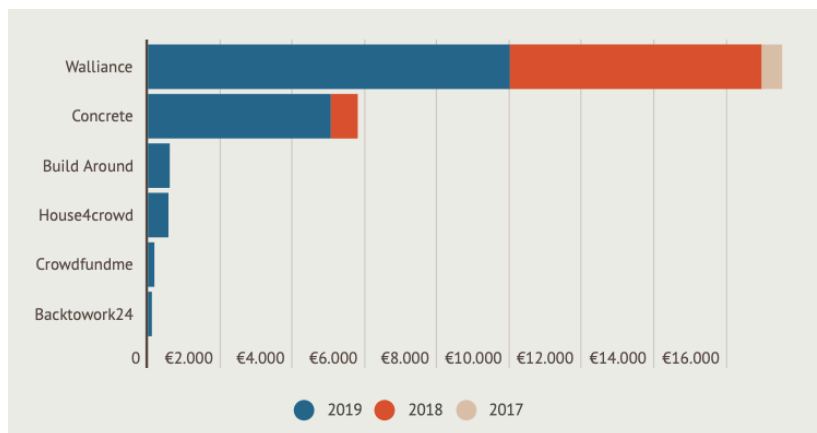
**Grafico 2.9** Fonte: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>



**Grafico 2.10** Fonte: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

Per quanto riguarda l'*equity crowdfunding*, alla data del 30 giugno 2019 in Italia erano pienamente operative due piattaforme: Concrete e Walliance. Due piattaforme risultavano in fase di partenza, essendo già autorizzate: House4Crowd e Build Around.

La raccolta totale durante l'anno è stata pari a € 8,8 milioni<sup>84</sup>, dei quali cospicua parte proviene dalla piattaforma Walliance.



**Grafico 2.11** Fonte: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

Le piattaforme di *lending* specializzate in ambito immobiliare operative in Italia alla data del 30 giugno 2019 erano: Rendimento Etico, Trusters, Housers e Crowdestate. Le prime due sono piattaforme nate in Italia da pochi mesi; le altre due sono piattaforme internazionali e operano in diversi Paesi.

Housers è un portale spagnolo che si è aperto poi ad altri mercati, fra cui l'Italia; Crowdestate dall'Estonia ha percorso la medesima strada.

La raccolta totale nell'arco dell'ultimo anno è stata pari a € 6,795 milioni, quindi inferiore a quella attuata con il modello *equity*.

Va tenuto in considerazione che, al contrario delle altre, le piattaforme che hanno presentato progetti immobiliari *lending based*, hanno insistito su un bacino di investitori molto più ampio, e non solo sull'Italia.

I dati appena analizzati testimoniano come il fenomeno del crowdfunding sia in continua espansione con un trend positivo che tende a salire.

Il 2020 è appena iniziato e in Italia sono state finanziate già sei campagne per un totale di circa €200.000<sup>85</sup>, che prospettate danno primati assoluti.

<sup>84</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<sup>85</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

Starteed il 7 febbraio presenterà a Torino il Report 2019 sul Crowdfunding in Italia: non resta che aspettare i nuovi numeri e le tendenze di mercato, confidando siano in sianò in linea con le nostre aspettative.

## CAPITOLO 3

### IL CONNUBIO BANCHE-CROWDFUNDING

#### 3.1 Il crowdfunding come finanziamento in sinergia col canale bancario

Il crowdfunding, come già detto, nasce e si sviluppa come strumento di finanza alternativa rivolto a Startup e Pmi, principalmente nei comparti più innovativi. Esso si contrappone, così, alla tradizionale erogazione di credito da parte delle banche, fin qui rimasto il problema principale delle piccole e medie imprese.

Il ricorso al credito bancario classico è, ormai, impresa ardua da affrontare.

Le imprese difficilmente<sup>1</sup> riescono ad accedervi per la severa selezione da parte delle banche a causa del rischio sofferenze e della bassa redditività dei prestiti concessi. Si aprono al credito solo per le aziende più solide che devono sostenere costi onerosi e non sempre sopportabili: in alcuni casi, addirittura, sono le medesime banche a sconsigliarne un utile e conveniente accesso.

In realtà, fin dall'inizio, le banche hanno guardato al crowdfunding con forte diffidenza, se non altro per questioni culturali e un approccio non sempre incline alle innovazioni.

A tutt'oggi, sono ancora poche le banche che riconoscono le possibilità strategiche di questo strumento, ma negli ultimi tempi il loro numero sta crescendo progressivamente.

Negli ultimi tempi, infatti, le banche hanno assunto un comportamento diverso, più partecipe, interessato e attivo, pur restando poche quelle che si addentrano e che iniziano a guardare al fenomeno del crowdfunding con maggiore propensione ad assumere un ruolo da protagonista<sup>2</sup>.

Per la verità, con molta precauzione, le banche hanno iniziato a intravedere nel crowdfunding un mezzo per radicarsi più profondamente sul territorio<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup><https://quifinanza.it/pmi/accesso-al-credito-buco-da-45-miliardi-perche-le-pmi-sono-a-rischio/311090/>

<sup>2</sup><https://www.reply.com/it/industries/financial-services/crowdfunding-il-momento-giusto-per-le-banche>

<sup>3</sup>[http://www.issirfa.cnr.it/regioni\\_sistemacreditizio/attachments/article/408/testoreport2018altfin.pdf](http://www.issirfa.cnr.it/regioni_sistemacreditizio/attachments/article/408/testoreport2018altfin.pdf)

Il “dinosauro” bancario tradizionale si sta svegliando dal letargo, avendo percepito l'avanzamento del cosiddetto settore fintech<sup>4</sup>, che appare uno degli elementi decisivi nel nuovo scenario.

Sostanzialmente le banche hanno percepito la validità di un tracciamento dei processi di mercato praticato da quelle applicazioni che offrono servizi finanziari in base a modelli operativi più semplici e flessibili. Di conseguenza, cercando emulazioni a volte impossibili, gli istituti bancari sono in cerca di metodi di finanziamento<sup>5</sup> meno complicati e più trasparenti rispetto a quelli fin qui praticati con indisturbata, imperturbabile *nonchalance*.

*Et voilà* come il diffidato crowdfunding si trasforma in un ipotetico alleato perfetto, capace di rispondere al cambiamento che comunque il mondo bancario deve darsi.

“La sfida che oggi in tutto il mondo i regolatori dei mercati finanziari hanno davanti a sé si chiama fintech, ovvero digitalizzazione e disintermediazione dell'industria finanziaria” è quanto ha dichiarato Giuseppe Vegas, presidente emerito della Consob, nella sua ultima relazione<sup>6</sup>.

Il punto focale di questo lavoro è dunque dedicato alle banche che hanno raccolto il guanto di sfida della finanza alternativa, sia lanciando proprie piattaforme, sia sostenendo quelle già ben avviate nel settore alle imprese sociali e a start up innovative.

Starteed, già citato, che da anni monitora lo stato di salute del crowdfunding in Italia, ha mostrato nel suo ultimo report<sup>7</sup> come questo strumento cerca di relazionarsi con il mondo bancario.

---

<sup>4</sup> Con il termine "Fintech" viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato. L'utilizzo della tecnologia costituisce un elemento necessario per rendere possibile l'innovazione finanziaria. I cambiamenti in atto nei mercati dei servizi finanziari, guidati dalla tecnologia, hanno una portata politico-strategica ben più profonda e vasta di un mero ridisegno di strutture economiche specialistiche (mercati e intermediari finanziari, in primis), come da noi oggi conosciute. La Consob è interessata a tali cambiamenti nella duplice ottica di regolatore e Autorità preposta alla tutela del risparmio. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/fintech>

<sup>5</sup> C.Skinner, Digital Bank: La rivoluzione digitale nel sistema bancario: strategie e casi di successo nel mondo, Editori Laterza, 2015.

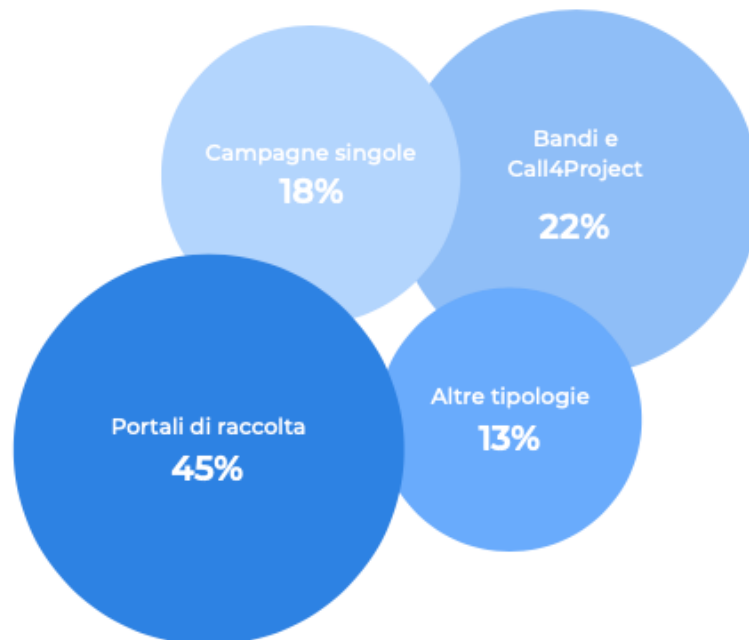
<sup>6</sup> M.Bonucci, FASI, <https://www.fasi.biz/it/notizie/studi-e-opinioni/16470-finanza-alternativa-le-banche-aprono-al-crowdfunding.html>

<sup>7</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/II-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

L' "empatia" sorta fra banca e crowdfunding sta registrando negli ultimi tempi incrementi notevoli in differenti iniziative e tipologie di collaborazione, in relazione a modelli finanziari e ai loro rispettivi target ed obiettivi.

In particolare, nel suo ultimo report, Starteed ha mappato tutte le banche che, in maniera diversa, hanno "adottato" il crowdfunding, operando un distinguo fra quelle che hanno creato un proprio portale e quelle che hanno avuto approcci differenti, ad esempio realizzando proprie campagne di raccolta, o collaborando in programmi di finanziamento.

In quasi la metà dei casi, le banche prediligono la creazione di vere e proprie piattaforme di proprietà, e in numero inferiore, utilizzano bandi e *Call4Project* che spaziano da donation e reward sino all'equity crowdfunding. Nel 18% dei casi, si focalizzano su singole campagne di raccolta fondi, investendo esse stesse e ricorrendo spesso anche al *Do it Yourself*. Sebbene quest'ultima modalità sia scelta da un minor numero di banche, i risultati in termini di totale raccolto sono decisamente incrementati.



*Tipologia delle iniziative sviluppate.*

**Grafico 3.1 Fonte: Starteed, "Il Crowdfunding in Italia"**



Quasi la totalità delle iniziative prevede compartecipazione con il terzo settore, per il tramite di opportunità positive attribuite a enti non-profit che le banche mettono a disposizione in qualità di *donation based* atte a fornire fondi che comunque sostengano idee progettuali a carattere prevalentemente sociale.

Che le banche stiano modificando la mission, il core-business e la loro natura specifica? Si tratta di interrogativi gravidi di riflessione che ci accompagneranno nel prosieguo del lavoro.

### **3.2 Rischi ed opportunità per il settore bancario**

La maggior parte delle banche italiane, prendendo nota della crescente validità del crowdfunding, ha monitorato la corposa crescita di questo fenomeno, intravedendolo come opportunità per far fronte alla crisi di organizzazione che attanaglia le banche da alcuni decenni.

Gli intermediari finanziari, sospinti da mutamenti strutturali<sup>8</sup>, hanno percepito l'importanza e la valida opportunità del fenomeno.

Sicuramente il crowdfunding oggi si trova al primo posto come strumento unico e alternativo al finanziamento delle imprese che prescinde dall'ambiente bancario.

Alcuni istituti di credito, però, hanno intrapreso la formazione di piattaforme proprie, basate su finanziamenti dal basso, o anche di supporto a portali di una certa valenza nel settore.

Certamente le banche hanno sentito la necessità di cambiare i loro affari e andare incontro all'evoluzione tecnologica, aprirsi a novelle e futuribili opportunità quale, appunto, può sicuramente fornire il crowdfunding.

Tutto ciò al fine di attrarre nuova clientela, quali possono essere Start up e Pmi, che permetterebbero futuri investimenti legati al loro prevedibile e previsto consolidamento.

Col crowdfunding sicuramente l'attività bancaria ne gioverà<sup>9</sup>, ché, per quanto presupponiamo, comporta:

- La democratizzazione all'accesso al mercato dei capitali;
- La distribuzione del rischio;

---

<sup>8</sup> E. Colombari, R. Tedeschi, Crowdfunding e crowdfunding: la situazione in Italia, Prometeia.

<sup>9</sup> Ibidem.

- La scalabilità, così come definita in nota<sup>10</sup>;
- L’offerta di “saggezza” per una discriminante scelta di prezzi.



**Grafico 3.2 Fonte: Nostra elaborazione, “I vantaggi del Crowdfunding per le banche”**

In aggiunta, gli operatori tradizionali sarebbero garantiti nell’integrare i propri sistemi di scoring, ammesso che l’analisi del rischio di credito operata dalle fintech sia efficiente, migliorando la customer experience nella richiesta del finanziamento<sup>11</sup>.

Teniamo nel debito conto che le banche partono già da un’esperienza consolidata ed hanno quindi tutti i prerequisiti per questo nuovo modello, cioè:

- Un largo portafoglio clienti;
- Una consolidata esperienza nella valutazione del rischio;
- La conoscenza tecnica ed una esperienza acquisita nell’area dell’online banking;
- Un metodo di transazione di pagamenti consolidato.

Se rischio può sussistere, può trovarsi nella parziale disintermediazione delle banche nel business del finanziamento a famiglie ed imprese.

<sup>10</sup> Nel mondo degli affari, in particolare in quello delle startup, il termine scalabilità è utilizzato per classificare il business model dell’attività o della start-up stessa. Avere un business model scalabile significa che la propria attività è facilmente replicabile ed è pertanto possibile aumentare le dimensioni e il giro di affari in maniera anche esponenziale.

<sup>11</sup> <https://www.fintastico.com/it/blog/la-customer-experience-nei-servizi-finanziari-impatto-fintech/>

Oggi appare difficile sbilanciarsi su quanto la disintermediazione del credito avrà diffusione e in quali modalità essa avverrà, resta certo che il credito *online* costituisce una reale innovazione nella misura in cui permette a famiglie e piccole aziende di ottenere prestiti senza bisogno di ricorrere agli intermediari tradizionali, con risparmio di tempi e costi e forte incentivo alla concorrenza per gli intermediari tradizionali, ed in particolare le banche, le quali - se vogliono sopravvivere - dovranno evolvere i propri modelli di *business* adattandoli alle nuove forme di erogazione del credito.

Certo è che in siffatto scenario la disintermediazione dell'industria finanziaria rappresenta una grande sfida per le banche.

### **3.3 I principali portali di raccolta bancari**

Come già accennato, negli ultimi tempi le banche hanno assunto un comportamento diverso, più partecipe, interessato e attivo, rispetto al fenomeno del crowdfunding, introducendo nel 45% dei casi specifici e propri portali di raccolta<sup>12</sup>.

Lentamente e partendo principalmente dalle motivazioni di sostegno alle imprese sociali, a quelle del terzo settore, impegnate nell'aiuto alle persone in difficoltà, le banche hanno utilizzato donazioni degli utenti con l'obiettivo preciso di sostenere e gestire le start up più innovative.

Ovviamente si tratta per lo più di portali *donation based*: non è prevista alcuna remunerazione. Questo ci induce a pensare che il lucro in queste circostanze è fuori discussione: anche le banche si incamminano verso nuove strade, intraprendendo la via del sociale.

Un'esperienza di fondamentale importanza è quella che fa riferimento alla Banca Piccolo Credito Valtellinese<sup>13</sup>, società cooperativa per azioni, fondata a Sondrio nel 1908 nel solco della tradizione culturale del cattolicesimo popolare. Si tratta di una banca fortemente radicata sul territorio e prioritariamente rivolta agli

---

<sup>12</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<sup>13</sup> <https://www.creval.it/Pagine/home.aspx>

operatori economici di piccole dimensioni ed orientata allo sviluppo socio-economico delle aree di insediamento, che ha sostenuto numerose attività a carattere benefico, sociale, culturale e sportivo. La Creval ha creato la prima piattaforma di crowdfunding: *insieme Doniamo.it*<sup>14</sup>, attiva da aprile 2016, che ha l'obiettivo di aiutare le associazioni a finanziare i propri progetti online.

Una volta che Creval ha selezionato i progetti più interessanti, effettua la prima donazione. Successivamente, tramite la piattaforma, chiunque può donare scegliendo l'iniziativa che reputa più interessante, partendo da un contributo minimo di €2. Attualmente sono attivi diversi progetti distinti in tre categorie: sociale, sport e cultura; tra le iniziative più rilevanti si registra il “*Progetto Paxman*” (Senigallia) per acquistare il Sistema Paxman<sup>15</sup>.



Figura 3.1 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Intesa Sanpaolo<sup>16</sup> ha lanciato a settembre 2017 *For Funding*<sup>17</sup>, la nuova piattaforma online di raccolta fondi dedicata alle organizzazioni non governative, a fondazioni selezionate in base a criteri predefiniti e ad associazioni non profit per raccontare, promuovere e finanziare progetti di solidarietà sociale. Si tratta di una piattaforma donation-reward e la banca, che sostiene i costi della piattaforma, non applica nessuna commissione sulle donazioni.

<sup>14</sup> <http://www.insiemedoniamo.it/come-funziona>

<sup>15</sup> Si tratta di un progetto di aiuto al problema dell'alopecia causata da alcuni farmaci usati per la chemioterapia che danneggiano le cellule del cuoio capelluto.

<sup>16</sup> <https://www.intesasanpaolo.com>

<sup>17</sup> <https://www.forfunding.intesasanpaolo.com/DonationPlatform-ISP/>



Figura 3.2 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Banca Prossima<sup>18</sup>, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo, nata nel 2011 e dedicata al Terzo Settore, raccoglie denaro in prestito presso i cittadini al fine di realizzare progetti di utilità sociale, mediante la piattaforma **Terzo Valore.com**. Questo portale permette alle persone fisiche e giuridiche di prestare denaro alle organizzazioni non profit, con l'intesa che sarà restituito con un tasso di interesse prestabilito.

Per questi enti si tratta quindi, di una nuova forma di finanziamento dei propri progetti che si aggiunge alle risorse pubbliche, a quelle offerte dalle banche e alle donazioni.

Diversamente da *For Funding*, le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione del progetto vengono raccolte sotto forma di prestito o dono.

Rispetto all'importo raccolto, Banca Prossima definisce in un secondo momento l'ammontare da finanziare direttamente, ammontare mai inferiore ad un terzo del valore totale progettuale.

In questo modo, l'organizzazione può coinvolgere prestatori privati a condizioni migliori rispetto a quelle di mercato, o addirittura a tasso nullo.

Si tratta, a ben vedere, di un mutamento di prospettiva dell'azione delle imprese del settore bancario che vanno verso il sociale, pur non dimenticando le attività di una banca tradizionale.

---

<sup>18</sup> <https://www.intesasanpaolo.com/it/banca-prossima/banca-prossima-diventa-intesa-sanpaolo.html>

Il fenomeno costituisce una fondamentale opportunità da considerare sia per le realtà non profit, che hanno la possibilità di ottenere denaro a tassi vantaggiosi, sia per i cittadini, che possono così sperimentare una nuova forma di sostegno alle iniziative sociali.

Al momento si aggirano intorno a un centinaio le progettualità presentate all'interno della piattaforma, progettualità che hanno raccolto e superato i 10 milioni di euro<sup>19</sup>.



Figura 3.3 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Fin dal 2015 il Banco di Napoli<sup>20</sup>, incorporato nel novembre 2018 in Intesa San Paolo, ha utilizzato *Meridonare S.r.l.*<sup>21</sup>, la prima piattaforma di crowdfunding sociale nel sud della penisola.

Scopo precipuo è quello di promuovere e sostenere le migliori idee e i progetti sociali, culturali e civici, tipici del Sud, grazie alla forza del web e alla tradizionale, comprovata solidarietà.

La scelta della forma giuridica "*start-up innovativa a vocazione sociale*", forma giuridica più avanzata dal punto di vista normativo, tutela maggiormente lo spirito sociale e filantropico che sin dalle origini ha illuminato la mission della piattaforma. Meridonare S.r.l., infatti, ospita solo progetti con finalità sociali, legati al concetto di pubblico interesse, aumento delle capabilities, relazione tra sviluppo umano e capitale sociale, tra performance economiche e sistemi

---

<sup>19</sup> <https://www.forfunding.intesasanpaolo.com/DonationPlatform-ISP/>

<sup>20</sup> <https://www.intesasanpaolo.com>

<sup>21</sup> <http://www.fondazionebanconapoli.it/meridonare/>

regionali e reti di rapporti sociali, e ultimo, ma non per ultimo, la costruzione di un networking territoriale.



Piattaforma dedicata a progettualità del Mezzogiorno proposte da enti del territorio a favore di iniziative d’impatto sociale

Figura 3.4 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Unicredit<sup>22</sup> si è cimentata con il proprio portale: *Il mio dono*<sup>23</sup>, tendente a supportare la formazione e la crescita delle organizzazioni del Terzo Settore, tramite un’offerta bancaria tutta volta alla raccolta di fondi per contribuire allo sviluppo di specifici progetti sociali senza alcuna retribuzione.



Portale per votare e donare le iniziative sociali proposte dal network di organizzazioni di Unicredit

Figura 3.5 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Alla luce di quanto esposto, quasi tutti i portali richiamati, nascono e operano con scopi prettamente sociali. Siamo nel “*core no-business*” delle banche: si

<sup>22</sup> <https://www.unicredit.it/privati.html>

<sup>23</sup> <https://www.ilmiodono.it/it.html>

tratta di un mutamento strategico epocale oppure solo espedienti tattici per il perseguimento delle finalità specifiche di un settore fortemente orientato, quale appunto il crowdfunding?

### 3.4 Programmi di finanziamento

Accanto ai soggetti che hanno deciso di implementare proprie specifiche piattaforme, ci sono quelli che hanno preferito altre strade, realizzando campagne di raccolta, o collaborando in programmi di finanziamento su portali e piattaforme di terzi.

Inizialmente le banche si sono affacciate al mondo dell'equity crowdfunding sotto la veste di investitore professionale, ritenendo che solo in tal modo una campagna possa andare a buon fine.

Un nuovo campo d'intervento<sup>24</sup> nel crowdfunding degli istituti bancari e, soprattutto delle fondazioni di origine bancaria, li vede coinvolti come promotori di campagne di raccolta del capitale, sottovalutando questo strumento nato concorrente e considerato mezzo per attrarre nuove tipologie di clienti come Start up e Pmi, al fine ultimo, una volta ben avviate, di "sostenere" futuri e consistenti finanziamenti.

Gli istituti bancari e le fondazioni di origine bancaria in Italia promuovono variegata forme di finanziamento mediante bandi, *call4project* e collaborazioni varie con fornitori di tecnologia abilitata al crowdfunding.

La Banca Popolare dell'Emilia Romagna (BPER),<sup>25</sup> ad esempio, ha scelto di entrare nel mondo del crowdfunding con il lancio della sua prima call "***Teen! Il futuro a portata di mano***" iniziata nel febbraio 2018 e rivolta, come tant'altre, alle organizzazioni del terzo settore.

Stavolta si tratta di sostenere progetti educativi, 5 nel caso specifico, aventi come target teenagers dai 13 ai 19 anni.

Fino al 19 marzo 2018 potevano partecipare al programma di crowdfunding della banca sulla piattaforma "Produzioni dal Basso", senza remora alcuna. Dal 15 aprile 2018, invece, solo i progetti selezionati che raggiungeranno almeno il 50%

---

<sup>24</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<sup>25</sup> <https://www.bper.it>



del traguardo fissato, potranno essere co-finanziati per il restante 50% dalla banca e per un massimale di € 7.500 con un tetto finanziabile che non deve superare i € 25.000.



Figura 3.6 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

La Cassa di Risparmio di Torino, Fondazione CRT<sup>26</sup> è un ente non profit di origine bancaria, che opera per lo sviluppo di Piemonte e Valle d'Aosta.

Tale fondazione ha distinto i suoi programmi di finanziamento fra arte e cultura, ricerca e istruzione, welfare e territorio.

Fin dall'origine, l'istituzione torinese ha sostenuto, sia progettualmente che economicamente, piani di recupero e valorizzazione di molti fra i più importanti beni culturali della città di Torino, di tutto il Piemonte e della Valle d'Aosta, senza trascurare le piccole realtà che arricchiscono l'offerta e il panorama culturale del territorio.

Restano interessanti le iniziative legate alla valorizzazione del patrimonio culturale, alle attività espositive, alla musica, al teatro, allo spettacolo e alle attività culturali.

Col passare degli anni, la Fondazione CRT ha implementato una serie di progetti relativi al potenziamento delle abilità curricolari ed extra-curricolari nei vari livelli scolastici di insegnamento, nonché il sostegno alle politiche della mobilità internazionale, oltre che a quelle di placement aziendale.

È con le attività dell'area welfare e territorio che, la Fondazione CRT, impegna le competenze del terzo settore in uno scenario di largo respiro, promuovendo

---

<sup>26</sup> <http://www.fondazioneCRT.it>

progetti connessi allo sviluppo economico, all'inserimento di soggetti socialmente disagiati nel mondo del lavoro, all'inclusione e all'autonomia delle persone diversamente abili, all'emergenza sanitaria, alla tutela ambientale e alla coesione operativa, sia pubblica che privata, del territorio, in una logica di rete e di collaborazione.



Figura 3.7 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

*PostepayCrowd*<sup>27</sup> è l'iniziativa di Poste Italiane<sup>28</sup> che supporta le idee innovative in ambito open innovation e digital transformation, fintech e sistemi di pagamento.

Nata nel 2014 per supportare l'imprenditoria e la creatività, sostiene fondamentalmente progetti di tipo reward, opera in collaborazione con *Eppela*, utilizzando quel modello di finanziamento collettivo, e con *Visa*, in un meccanismo di finanziamento comune di alcuni progetti<sup>29</sup>.

Anche in questo caso, le iniziative con metà finanziamento assicurato, vengono totalmente finanziate da Poste Italiane e Visa, progetti ovviamente che hanno valenza d'innovazione e un modello di business tendenzialmente scalabile.

In un simile contesto progetti di servizi di utilità, di e-commerce o di e-government (servizi digitali per i cittadini, partecipazione dei cittadini alla “cosa pubblica”), trovano accoglimento.

<sup>27</sup> <https://postepay.poste.it/prodotti/postepaysound.html>

<sup>28</sup> <https://www.posteitaliane.it>

<sup>29</sup> <https://www.eppela.com/it/mentors/postepaycrowd>

Si tratta a ben vedere di un crowdfunding reward. Chi partecipa riceve una ricompensa legata al progetto, ricompensa, come abbiamo visto nel primo capitolo, sulla base dell'importo che si è investito nella campagna che si sostiene e che, in genere, coincide con un prodotto o un servizio.

PostepayCrowd sostiene anche la nuova musica italiana. L'iniziativa tende a far crescere giovani talenti musicali italiani, rivolgendosi così ai singoli artisti e alle band dei vari generi musicali (come rock, pop, indie, trap e rap). I futuri talenti, se davvero si dimostrano tali, devono possedere tre requisiti essenziali: comporre o interpretare musica originale, presentare un progetto concreto e organizzato e aver realizzato almeno un album o videoclip.



Figura 3.8 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Relativamente a tutte queste iniziative, le banche non utilizzano proprie specifiche piattaforme ma portali messi a disposizione da soggetti terzi, la qualcosa determina l'esclusiva attività di finanziamento del progetto. In questo modo le banche evitano di accollarsi l'onere della gestione del portale/piattaforma ma, allo stesso tempo, rinunciano a tutta una serie di vantaggi e utilità connessi al crowdfunding, quali l'entrare in connessione con potenziali nuovi clienti e tutto ciò che ne deriva. Tali campagne si concretizzano esclusivamente nel donation crowdfunding, al mero finanziamento dell'iniziativa, per cui sembrerebbe che l'impresa bancaria rinunci alle attività proprie del settore di riferimento, quale lo scopo di lucro.

### 3.5 Altre tipologie di collaborazioni

Accanto alle due modalità di ricorso al crowdfunding di cui si è già trattato, esiste tutta una serie di interventi ibridi che vede coinvolte le banche con il crowdfunding e che fa riferimento ad altre tipologie di collaborazione.

Una delle esperienze più rilevanti è sicuramente quella che si riferisce a Banca Etica,<sup>30</sup> il primo istituto di credito bancario specializzato nella finanza etica. Si tratta di un istituto che fornisce alla propria clientela i normali servizi bancari muovendosi, però, nell'ambito di particolari criteri nella selezione degli investimenti sui quali concentrare il risparmio raccolto, al punto da essere definita come banca dei poveri. Banca Etica opera nell'ambito del micro-credito fornendo, ad una clientela particolarmente disagiata, prestiti di importo anche molto basso e ad interesse relativamente contenuto: ottima premessa, a mio giudizio, per sposare il crowdfunding.

È bene ricordare che, fin dal 1999, Banca Etica raccoglie il risparmio dei cittadini e delle organizzazioni responsabili e lo impiega per finanziare i migliori progetti di imprenditoria sociale purché volti a sostenere la cooperazione sociale e internazionale, la cultura, la società civile e l'ambiente.

Il modello di Banca Etica resta ancora un modello aperto a cui attingere, capace di integrare idee e progettualità di auto-generatori.

I soci operano attraverso un'organizzazione territoriale che contribuisce a stabilire la governance e le strategie da seguire.

Per utilizzare al meglio il ruolo di soggetto promotore del cambiamento sostenibile, Banca Etica assicura, in tutti i modi, i principi di trasparenza nella gestione, partecipazione e centralità attribuibile ai consumatori.

Non è importante che i progetti vengano finanziati, ma come questi vengano finanziati. A mio avviso, l'obiettivo resta comunque quello di valorizzare più gli effetti collaterali che quelli centrali delle azioni economiche, consolidando un ampliamento della mission aziendale. Coinvolgere la comunità su iniziative con forti impatti collettivi rafforza il posizionamento strategico, migliorando la reputazione della banca nella considerazione e nella percezione sul mercato.

---

<sup>30</sup> <https://www.bancaetica.it>

Banca Etica sviluppa rapporti con organizzazioni nazionali e internazionali con riferimento anche a sviluppi commerciali tendenti ad aumentare la raccolta di fondi dal basso, per semplificarne le risapute complessità operative.

Essa guarda al crowdfunding a 360°, impegnandosi in nuovi percorsi in ambito donation/reward crowdfunding, equity crowdfunding.

Ha costruito un proprio network su *Produzioni dal Basso*<sup>31</sup>, dove persone, imprese, organizzazioni sociali e clienti, possono inviare le proprie candidature e avviare la propria campagna di crowdfunding.

Periodicamente trovano spazio i progetti selezionati con bandi nazionali rivolti a tematiche di interesse economico-sociale coerenti con gli obiettivi e la mission della banca.

La progettualità sostenuta su ambiti tematici ben precisi, trova un supporto importante, con la condizione che solo il 25% sarà messo a disposizione dalla banca tramite il Fondo per la Microfinanza e il Crowdfunding<sup>32</sup>.

L'obiettivo finale resta quello di coinvolgere la comunità in un progetto di grande respiro, per il recupero di un bene comune o per iniziative con forti impatti collettivi.

Attualmente è attiva la campagna “*Mediterranea Saving Humans*”<sup>33</sup>, per il monitoraggio e il presidio del dramma migranti nel Mediterraneo.

A dicembre 2017 Banca Etica è stata tra le prime banche ad investire in un'iniziativa di equity crowdfunding, nel dettaglio con un finanziamento di € 20.000 a *Verde21 Srl*<sup>34</sup>, una startup toscana che ha brevettato e prodotto la “*Dynamo machine*”, un dispositivo ad alto tasso d'innovazione per la produzione e la conservazione di energia termica ed elettrica da fonti rinnovabili.

L'offerta è stata pubblicata sul portale [www.startup.it](http://www.startup.it), primo portale autorizzato di equity crowdfunding in Italia.

Ed ecco come le banche ritornano al proprio specifico core-business introducendo, col crowdfunding, uno strumento con potenzialità adattabili al

---

<sup>31</sup> <https://www.produzionidalbasso.com/network/di/banca-etica>

<sup>32</sup> Fondo costituito grazie alla scelta volontaria dei clienti di Etica SGR di devolvere lo 0,1% del capitale sottoscritto per il sostegno di progetti di innovazione sociale.

<sup>33</sup> <https://www.produzionidalbasso.com/project/per-tornare-in-mare-abbiamo-bisogno-di-voi/>

<sup>34</sup> [https://www.bancaetica.it/blog/news/verde-21-una-start-up-ambientalista-successo?fbclid=IwAR3at2Gtlw6DiAB85nY4EqynSnF2\\_xoleU\\_G-df7IS7DKjKPAu7uezlDIoQ](https://www.bancaetica.it/blog/news/verde-21-una-start-up-ambientalista-successo?fbclid=IwAR3at2Gtlw6DiAB85nY4EqynSnF2_xoleU_G-df7IS7DKjKPAu7uezlDIoQ)

modello tradizionale del settore bancario. E' questa la dimensione giusta del crowdfunding bancario?



Figura 3.9 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Ulteriore esperienza significativa è quella che fa riferimento alla piattaforma **Ecomill**<sup>35</sup>, dove si registrano numerosi progetti di equity crowdfunding. In questo caso, il portale è dedicato esclusivamente a progetti nei settori dell’energia, dell’ambiente e del territorio.

Da questo punto di vista, per la banca si tratta di un’ottima possibilità di conciliare l’equity con il donation.

Il Gruppo Banco BPM<sup>36</sup>, nato il 1° gennaio 2017 dalla fusione di due grandi banche, Banco Popolare e Banca Popolare di Milano, è la prima banca in Italia ad aver siglato una collaborazione con una piattaforma di equity crowdfunding. In funzione di questi accordi si accede ai vari portali e alle varie piattaforme online di equity crowdfunding: StarsUp, MamaCrowd, Crowdfundme, per citare i più famosi.

In particolare Opstart<sup>37</sup> è un sito gestito da una società italiana con sede a Bergamo, iscritta nel Registro dei gestori di portali autorizzati da Consob.

Dal 2015 tale piattaforma continua ad essere attiva e valuta esclusivamente i progetti più interessanti con il ROE (return on equity) potenziale più promettente.

<sup>35</sup> <https://www.ecomill.it>

<sup>36</sup> <https://www.bancobpm.it/banca-popolare-di-milano/>

<sup>37</sup> <https://www.opstart.it>

Ovviamente vengono pubblicate sulla piattaforma esclusivamente le proposte che passano la selezione con l'intesa che ogni progetto sia corredato da una scheda descrittiva, da contenuti multimediali e dalla documentazione necessaria per permettere agli investitori di raccogliere le informazioni chiave e fare una scelta di investimento consapevole. Anche una quota minima di capitale da raccogliere entro una data di scadenza prestabilita resta come obiettivo della raccolta dal basso.

È lapalissiano che se la raccolta è raggiunta, le somme vengono consegnate alla società; altrimenti le somme raccolte vengono restituite.

Interessante è come Opstart svolge, altresì, un'importante funzione di monitoraggio del progetto ben oltre la conclusione della campagna, monitorando per almeno un triennio l'andamento dell'iniziativa finanziata.



Figura 3.10 Fonte: Starteed, “Il Crowdfunding in Italia”

Una grossa novità è rappresentata dall'esperienza di Intesa San Paolo<sup>38</sup>, la prima banca che **entra nel capitale di una piattaforma di crowdfunding, dando un segnale forte al settore e agli investitori: parliamo della piattaforma italiana BacktoWork24**<sup>39</sup>.

Grazie ai fondi ottenuti si potrà sostenere lo sviluppo e l'ulteriore aumento della raccolta a favore delle imprese e contemporaneamente attrarre un network sempre più vasto di investitori.

<sup>38</sup> <https://www.intesasanpaolo.com>

<sup>39</sup> <https://www.backtowork24.com>

**L'esperienza è stata positiva al punto che BacktoWork24**, orgogliosa dei risultati prodotti, si è dichiarata disponibile a intraprendere nuove forme di collaborazione col Gruppo Intesa Sanpaolo, a sostegno della crescita delle Pmi e Startup italiane<sup>40</sup>.

Intesa San Paolo, infine, opera anche a livello mondiale con **Ourcrowd**<sup>41</sup>, piattaforma israeliana di equity crowdfunding.

Nel ruolo di partner istituzionale<sup>42</sup>, Intesa Sanpaolo Innovation Center fornirà ai propri clienti corporate e Pmi l'accesso al portafoglio di startup hi-tech di Ourcrowd, in modo da creare importanti sinergie per lo sbocco sul mercato.

Va anche sottolineata l'espansione di Ourcrowd rispetto ad altre partnership bancarie a livello internazionale quali National Australia Bank, United Overseas Bank a Singapore, Citic Pacific a Hong Kong, Reliance Private Client in India, Shanghai Commercial Savings Bank a Taiwan e Bangkok Bank in Thailandia.

Ci resta da osservare che le dinamiche di questo mercato potranno servire per sperimentare un nuovo canale di raccolta di capitale, pro startup e piccole e medie imprese italiane.

Banca Finanziaria Internazionale (Finint)<sup>43</sup>, nata nel 1980, ha creato un apposito Conto corrente riservato alle imprese che lanciano offerte di raccolta di capitale di rischio sul mercato mediante portale online.

Il conto Equity Crowdfunding<sup>44</sup> permette alla banca di raccogliere fondi per le imprese che propongono una raccolta di capitale di rischio sul mercato.

Per l'accensione del conto è fondamentale l'accordo tra il gestore e l'emittente al fine di pubblicare l'offerta sul proprio portale online, nonché gestire le sottoscrizioni di quote.

Si tratta di un conto indisponibile, che non prevede la possibilità di trarre assegni, non prevede la concessione di aperture di credito o lo svolgimento di servizi di pagamento, se non entro i limiti delle movimentazioni in addebito di cui sotto.

---

<sup>40</sup>[https://www.ilmessaggero.it/economia/news/intesa\\_sanpaolo\\_backtowork24\\_sbarca\\_crowdfunding-4582122.html](https://www.ilmessaggero.it/economia/news/intesa_sanpaolo_backtowork24_sbarca_crowdfunding-4582122.html)

<sup>41</sup> <https://www.ourcrowd.com>

<sup>42</sup><https://www.economyup.it/fintech/intesa-sanpaolo-investe-in-backtowork24-perche-una-banca-entra-nellequity-crowdfunding/>

<sup>43</sup> <https://www.bancafinint.com/it/>

<sup>44</sup><https://www.bancafinint.com/it/docs/trasparenza/CONTO%20EQUITY%20CROWDFUNDING.pdf?id=807>



I servizi di incasso sono limitati alla raccolta delle sottoscrizioni.

Per aprire un conto Equity Crowdfunding è necessario possedere un normale conto corrente ordinario, intestato all'emittente, su cui vengono tutte le operazioni eventuali e possibili relative all'equity crowdfunding.

Ovviamente tale conto corrente non prevede passività e viene chiuso al termine del periodo di offerta.

In sintesi, i rischi potrebbero essere:

- Una variazione negativa delle condizioni economiche;
- Il rischio di controparte: una insolvibilità bancaria, anche se in tal caso, come ben noto, la banca è agganciata al “Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi”<sup>45</sup>.

Si tratta di uno strumento importante, il cui aspetto centrale appare legato alle condizioni economiche di quello che si definisce come contratto di conto corrente “Conto Equity Crowdfunding”.

La rassegna di queste forme ibride ci consegna uno scenario complesso e fortemente differenziato.

Le nuove tipologie di collaborazione, affiancate ai portali specifici e alle campagne di finanziamento adottate dalle banche, ci forniscono un quadro completo su cui riflettere per provare a delineare il ruolo futuro del settore bancario in un ambito, come quello del crowdfunding, in rapida e costante evoluzione.

---

<sup>45</sup> Il Fondo interbancario di tutela dei depositi (FITD) costituito nel 1987 e inizialmente ad adesione volontaria, è dal 2011 un consorzio obbligatorio riconosciuto dalla Banca d'Italia e la cui attività è disciplinata dallo statuto e dal regolamento.

## CONCLUSIONI

Al termine del presente lavoro dovremmo provare a rispondere al quesito fondamentale relativamente alle future possibilità del connubio banca vs. crowdfunding: è possibile un crowdfunding senza banche o il futuro del crowdfunding necessita di una banca nuova?

Prima però dovremmo provare a fare piccoli passi avanti che ci indichino la direzione verso cui cercare la risposta.

In primis, il presente lavoro di tesi si era posto l'obiettivo di una compiuta comprensione e conoscenza del fenomeno del crowdfunding: è emerso chiaramente come esso possa essere un motivo di svolta per il finanziamento delle Startup e delle Pmi, pur in presenza di latenti rischi non del tutto valutati.

La rassegna storica ed empirica ci ha mostrato come il fenomeno sia in rapida e costante evoluzione, anche perché interessa diversi e svariati settori che non sempre coincidono e collidono in quanto ad esigenze, aspettative e obiettivi.

I differenti modelli analizzati, donation crowdfunding, reward crowdfunding, lending based crowdfunding, equity crowdfunding e real-estate crowdfunding, confermano quanto asserito e ci confortano sulla futura ricerca in merito.

Nella seconda parte l'exkursus regolamentare ha dato seguito e sostanza giuridica al lavoro di ricerca: l'Italia, prima fra tutte a regolamentare il crowdfunding, ha dato grande importanza al fenomeno, fornendogli un elevato valore aggiunto. La normativa, anche in itinere, agevola una sempre più diffusa assimilazione del fenomeno e, la sua semplificazione favorirà, di conseguenza, un suo ulteriore e insperato sviluppo. Si confida che l'esperienza italiana di regolamentazione possa essere fatta propria dalla Commissione Europea, in modo da rendere omogenei i benefici che questo processo potrà apportare all'intera Europa.

Certo, non sfugge, come un'attività di regolamentazione spinta e minuziosa possa confliggere con l'evoluzione rapida e costante di fenomeni connessi ai mercati, all'economia e, più in generale, alla società.

Empiricamente, per quanto concerne i dati esposti, si evince come essi evidenziano e confortano le assunzioni del presente lavoro: il crowdfunding resta

un fenomeno nuovo sì, ma anche di grande evoluzione e strumento di semplificazione di tutti i rapporti economici.

Forse, l'obiettivo di dare una risposta al quesito iniziale di questa tesi è stato raggiunto.

La parte fondamentale del lavoro faceva riferimento al possibile nuovo connubio banche vs. crowdfunding: quali i rapporti, le relazioni, le possibili evoluzioni, lo scenario futuro.

In sintesi, un unico interrogativo: è possibile o auspicabile un crowdfunding senza banche oppure per esaltare questo connubio abbiamo bisogno di una banca nuova, proiettata in una diversa e più moderna dimensione?

Primo interrogativo: servono le banche per migliorare il crowdfunding?

L'evidenza empirica e i fenomeni osservati dimostrano come portali e piattaforme possono sostituire sempre più le banche.

Alcune rapide considerazioni. Il *social lending*: una piattaforma informatica raccoglie sia i piccoli risparmiatori che hanno possibilità di prestare denaro, sia quelli che hanno bisogno di un prestito e poi li "accoppia" sulla base dei vari profili di propensione al rischio, fissando il tasso d'interesse del prestito.

Ancora, l'*equity crowdfunding*: un'azienda emette azioni per raccogliere denaro per crescere, senza venderle in Borsa, ma direttamente a chi crede nel progetto, tramite una piattaforma informatica.

Ma la questione può dirsi chiusa? Un mercato concorrenziale in una società aperta può rinunciare tanto facilmente ad un soggetto così centrale e importante come le banche?

Nel mercato ci sono, nel mercato competono.

Che abbiano portali propri o che realizzino campagne di raccolta collaborando in programmi di finanziamento mediante piattaforme di terzi, le banche sono un elemento centrale del sistema. Molte già sono entrate nella logica dell'utilizzo, soprattutto sociale, del crowdfunding e ci si aspetta che l'intero sistema bancario si adegui ad esso.

Quasi la totalità delle iniziative prevede partecipazione con il terzo settore, per il tramite di opportunità positive attribuite a enti non-profit che le banche mettono a disposizione in qualità di donation based atte a fornire fondi che comunque sostengano idee progettuali a carattere prevalentemente sociale.

La disamina effettuata ha confermato che il processo è comunque giudicabile positivo e in via di futuri sicuri miglioramenti.

Secondo interrogativo: che tipo di banca?

Per quanto possa valere il previdente e moderato giudizio di questo lavoro, credo che la banca sarà obbligata a praticare il cosiddetto credito “*as a service*”<sup>46</sup>, procedura che ben si accoppia ai modelli di business che vanno deviando dalla impresa di tipo tradizionale.

Sempre più si dovrà accedere a un procedure e modalità di interrelazione agili e snelle in tutte le fasi evolutive dell’impresa, l’esatto opposto di quanto fin qui praticato e che tutt’ora pratica la banca.

L’excurus delle esperienze analizzate in questo lavoro ha fatto emergere la impellente necessità di un riferimento sicuro, affidabile, deciso e preciso per le imprese e i cittadini, oltre che la necessità di una guida durante le diverse fasi aziendali, quasi direi una consulenza ad horas, che permette di monitorare e convalidare il credito ottenuto.

Allorché la finanza tradizionale riuscirà ad adeguarsi alle nuove e reali esigenze dell’economia, allora, e solo allora, a mio modesto avviso, sarà abbrivo per nuovi schemi non solo di gestione ma anche di crescita.

La modernità necessita di risposte adeguate con l’assunzione da parte delle banche della migliore forma di collaborazione e di interpretazioni ottimali dei tempi nuovi. Per affrontare un fenomeno così complesso le banche hanno necessità di adeguare i propri modelli di riferimento e il loro *modus operandi*.

Perché le banche si interessano del crowdfunding? Per una diversa impostazione strategico-culturale, per un cambio di “paradigma” o per un ricollocamento nel mercato e nella considerazione degli interlocutori?

Poco importa, se anche fosse finalizzato all’esclusiva possibilità di attrarre nuova clientela, quali posso essere Start up e Pmi, la cosa permetterebbe futuri investimenti legati al loro prevedibile e previsto consolidamento, utilissimi per il ciclo economico.

Bisogna auspicare che la banca possa utilizzare il crowdfunding come momento di raccolta fondi, quanto più possibile allargata, praticata e partecipata, non solo per un utilizzo “democratico” dei fondi raccolti, ma anche di partecipazione alla

---

<sup>46</sup> L’espressione si riferisce per lo più ai software. Con Software as a Service (SaaS) s’intende un servizio d’applicazione software erogato attraverso il web dal venditore o rivenditore.

più ampia pluralità di individui idonei a ben interpretare le esigenze progettuali che affondano le loro radici nel sociale.

Basta ricordare Mandeville e la sua “Favola delle api”<sup>47</sup>, dove vizi privati convivono con pubbliche virtù. E non è certo un caso se, mezzo secolo dopo che era apparso lo “scandaloso” apologo di Mandeville, l’economista Adam Smith<sup>48</sup> avrebbe teorizzato che dalla somma degli egoismi individuali discende, misteriosamente, anche la prosperità collettiva; e avrebbe tirato in ballo, con pochissimo rigore logico, una non meglio specificata “mano invisibile” per illustrare tale concetto. Perché nella cultura inglese, e specialmente in quella di matrice calvinista, basti pensare a Weber ed al suo saggio fondamentale<sup>49</sup>, è sempre stato vivissimo il bisogno di drappeggiare il nudo e crudo perseguimento dell’interesse individuale, squisitamente egoistico, di belle formule miranti a dimostrare che non c’è alcuna contraddizione con l’esigenza del bene comune. Per questa nuova dimensione “etica” c’è sicuramente bisogno di una banca nuova maggiormente all’altezza della sfida di una modernità complessa e in rapida e costante evoluzione, una banca che sappia conciliare l’equity con il donation. L’obiettivo della “banca nuova” sarà quello di affiancare al core-business un no-core business, valorizzando più gli effetti collaterali che quelli centrali delle azioni economiche. In questo modo potrà consolidare un ampliamento della mission aziendale: coinvolgere la comunità su iniziative con forti impatti collettivi rafforza il posizionamento strategico, migliora la reputazione della banca nella considerazione e nella percezione sul mercato. Questa, dunque, l’unica position auspicabile della banca per affrontare il futuro in acque meno agitate. Si tratta di una sfida strategica importantissima: il compito più alto e complesso che il sistema bancario può affrontare, in relazione al fenomeno crowdfunding, in una società aperta<sup>50</sup>.

---

<sup>47</sup> B. Mandeville, “La favola delle api”, Firenze, Casa Editrice Felice Le Monnier, 1969.

<sup>48</sup> A. Smith, “La ricchezza delle nazioni”, Grandi Tascabili Economici Newton, Roma, 1975.

<sup>49</sup> M. Weber, “L’etica protestante e lo spirito del capitalismo”, Firenze, 1970.

<sup>50</sup> K. Popper, “La società aperta e i suoi nemici”, Armando Editore, Roma, 1974.

## BIBLIOGRAFIA

- Agrawal A.K., Catalini C., Goldfarb A.,** *The Geography of Crowdfunding*, 2011.
- Colombari E., Tedeschi R.,** *Crowdfunding e crowdinvesting: la situazione in Italia*, Prometeia, 2018.
- Cucchiurato G.,** *l'Equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità 2017*, Diritto Bancario, 19/12/2016.
- Cucchiurato G.,** *L'equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative*, Altalex, 10.5.2017.
- De Luca R.,** *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015.
- De Luca R., Lucido N.,** *Il peer to peer lending. Aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2019.
- Gerrit K.C. e al.,** *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2013.
- Lerro A.M.,** *Equity crowdfunding: investire e finanziare l'impresa tramite internet*, Gruppo 24 Ore 2013.
- Lombardi G.,** *Decreto Sviluppo 2.0: start-up, crowdfunding e Sir John Hawkwood*, Il Sole 24 ore, articolo del 22.10.2019.
- Mandeville B.,** *“La favola delle api”*, Firenze, Casa Editrice Felice Le Monnier, 1969.
- Mariotti S.,** *Internazionalizzazione innovazione e crescita dell'industria italiana*, Franco Angeli, 2006.
- Mirra V.,** *L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in **Lener R.,** *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, settembre 2018.
- Morduch J.,** *The Microfinance Promise*, Journal of Economic Literature, 1999.
- Moules J.,** Financial Times, 29.11.2013.
- Pais I., Peretti P., Spinelli C.,** *La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014.
- Passador M.L.,** *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, Il Mulino, 2015.
- Piantavigna P.,** *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, Giuffrè Editore, 2014.

**Piattelli U.**, *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013.

**Poetz M.K., Schreier M.**, *The Value of Crowdsourcing: Can Users Really Compete with Professionals in Generating New Product Ideas?*, The Journal of Product Innovation Management, 2012.

**Popper K.**, *“La società aperta e i suoi nemici”*, Armando Editore, Roma, 1974.

**Quaranta G.**, *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano*, Diritto ed Economia dell'Impresa, Fascicolo, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018.

**Shiller R.**, “Democratize Wall Street, for Social Good” – “New York Times” 2012.

**Scutti A.**, *La raccolta on line di capitale di rischio. Equity crowdfunding: uno strumento all'avanguardia per la crescita delle PMI*, ANDAF magazine, 2017.

**Skinner C.**, *Digital Bank: La rivoluzione digitale nel sistema bancario: strategie e casi di successo nel mondo*, Editori Laterza, 2015.

**Smith A.**, *“La ricchezza delle nazioni”*, Grandi Tascabili Economici Newton, Roma, 1975.

**Tapscott D., Williams A.D.**, *Wikinomics. How Mass Collaboration Changes Everything*, Rizzoli-Etas, 2007.

**Troisi F., Giusti A.**, *Crowdfunding. Dai sogni ai soldi. Come finanziare i tuoi progetti evitando le banche*, Anteprema, 2014.

**VV.AA.** School of Management del Politecnico di Milano, 4° Report Italiano sul Crowdfunding.

**VV.AA.** Review of Crowdfunding Regulation Interpretations of existing regulation concerning “*Crowdfunding in Europe, North America and Israel*”, Ottobre 2013.

**Vitali M.L.**, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, Il Mulino, 2015.

**Weber M.**, *“L'etica protestante e lo spirito del capitalismo”*, Firenze, 1970.

## SITOGRAFIA

<http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding-approfondimento-1>

<https://www.crowd-funding.cloud/it/modelli-classici-140.asp>

[https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/307263/Interpello+137+2018\\_Risposta+n.+137\\_2018.pdf/12b69147-2905-c3eb-5eef-cc99de04bbec](https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/307263/Interpello+137+2018_Risposta+n.+137_2018.pdf/12b69147-2905-c3eb-5eef-cc99de04bbec)

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>

[https://www.prosper.com/?\\_\\_cf\\_chl\\_jschl\\_tk\\_\\_=1a2283e309bf3a9587da058f2c0818900fe488ad-1580140426-0-AeXeIhfIbKfkcZJ\\_h2tVA0w\\_IlhoY8TgY4M\\_nTLZTREH8qFyl5g9sLsE2g-YIEeVW6wGL3DIg7aqOtiPW1uyfOZ1i0LGcZ6ma7U6A7HYzGEstJ51Mq66qo-aUHFjzwcBf3mHFJ6u-wCCXNTFiiG-LprzgWMUOZ1MPB5XWGVUHPh7g5SB78fA81s--w7kdMuqpvO9Qf90xDiNXu1qkbaD5pD5pvFwzaPqGw24r3b8\\_2\\_1bLCeXXHY8JVEwC11bQaMQ63x86QUXT55jYty8mWgdazS5mBw6fkD8IS\\_pi2ih-MoASkTgq3kVmkR80kKHd-HKQ](https://www.prosper.com/?__cf_chl_jschl_tk__=1a2283e309bf3a9587da058f2c0818900fe488ad-1580140426-0-AeXeIhfIbKfkcZJ_h2tVA0w_IlhoY8TgY4M_nTLZTREH8qFyl5g9sLsE2g-YIEeVW6wGL3DIg7aqOtiPW1uyfOZ1i0LGcZ6ma7U6A7HYzGEstJ51Mq66qo-aUHFjzwcBf3mHFJ6u-wCCXNTFiiG-LprzgWMUOZ1MPB5XWGVUHPh7g5SB78fA81s--w7kdMuqpvO9Qf90xDiNXu1qkbaD5pD5pvFwzaPqGw24r3b8_2_1bLCeXXHY8JVEwC11bQaMQ63x86QUXT55jYty8mWgdazS5mBw6fkD8IS_pi2ih-MoASkTgq3kVmkR80kKHd-HKQ)

<https://www.lendingclub.com>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>

<http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

<https://www.walliance.eu>

<https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

[https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm)

<https://www.crowd-funding.cloud/it/regolamento-del-parlamento-europeo-e-del-consiglio-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese-ecsp-1127.asp>

<http://www.crowdfundingbuzz.it/entro-anno-regolamento-europeo-crowdinvesting-posizione-portali-europei/>

[https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Delibera-5842016-Bankitalia/Delibera-5842016-di-Banca-dItalia.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Delibera-5842016-Bankitalia/Delibera-5842016-di-Banca-dItalia.pdf)

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>



<https://www.altalex.com/documents/news/2012/08/28/governo-monti-l-agenda-per-il-piano-di-crescita>

[https://www.theitaliantimes.it/economia/crowdfunding-italia-piattaforme-raccolta-fondi-normativa-legge\\_090120/](https://www.theitaliantimes.it/economia/crowdfunding-italia-piattaforme-raccolta-fondi-normativa-legge_090120/)

[https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup\\_low\\_small.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup_low_small.pdf)

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

[https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaArticolo?art.progressivo=0&art.idArticolo=25&art.versione=1&art.codiceRedazionale=13A00321&art.dataPubblicazioneGazzetta=2013-01-11&art.idGruppo=9&art.idSottoArticolo1=10&art.idSottoArticolo=1&art.flagTipoArticolo=0)

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88)

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88)

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/open\\_hearing\\_crowdfunding.pdf/0235e4e7-7e3b-41c4-b86a-c561263cc7c5\\_5](http://www.consob.it/documents/46180/46181/open_hearing_crowdfunding.pdf/0235e4e7-7e3b-41c4-b86a-c561263cc7c5_5)

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

<https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommario&id={1829352B-7FB9-433A-A9F3-D4F243486C6F}>

[https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie\\_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-03-04&atto.codiceRedazionale=16A01745&elenco30giorni=true](https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2016-03-04&atto.codiceRedazionale=16A01745&elenco30giorni=true)

<http://startup.registroimprese.it/isin/home>

[https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding\\_PMI.pdf](https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding_PMI.pdf)

[https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Equity-Regulation-New-2019-20/rel\\_Illustr\\_crowdfunding\\_20191018.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Equity-Regulation-New-2019-20/rel_Illustr_crowdfunding_20191018.pdf)

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/10/25/19A06647/sg>

<http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding/>

<http://www.crowdfundingbuzz.it/da-oggi-le-pmi-potranno-collocare-titoli-di-debito-e-obbligazioni-sui-portali-di-equity-crowdfunding/>

<https://www.crowdfundme.it/blog/equity-crowdfunding/consob-rivoluziona-il-crowdinvesting-dai-mini-bond-alle-bacheche-per-lo-scambio-quote-ecco-cosa-cambia/>

<http://www.crowdfundingbuzz.it/gabanelli-critica-regolamento-consob-equity-crowdfunding/>

<https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<http://www.equitycrowdfundingitalia.org>

<http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

<https://quifinanza.it/pmi/accesso-al-credito-buco-da-45-miliardi-perche-le-pmi-sono-a-rischio/311090/>

<https://www.reply.com/it/industries/financial-services/crowdfunding-il-momento-giusto-per-le-banche>

[http://www.issirfa.cnr.it/regioni\\_sistemacreditizio/attachments/article/408/testoreport2018altfin.pdf](http://www.issirfa.cnr.it/regioni_sistemacreditizio/attachments/article/408/testoreport2018altfin.pdf)

<https://www.fasi.biz/it/notizie/studi-e-opinioni/16470-finanza-alternativa-le-banche-aprono-al-crowdfunding.html>

<https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<https://www.fintastico.com/it/blog/la-customer-experience-nei-servizi-finanziari-impatto-fintech/>

<https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<https://www.creval.it/Pagine/home.aspx>

<http://www.insiemedoniamo.it/come-funziona>

<https://www.intesasanpaolo.com>

<https://www.forfunding.intesasanpaolo.com/DonationPlatform-ISP/>

<https://www.intesasanpaolo.com/it/banca-prossima/banca-prossima-diventa-intesa-sanpaolo.html>

<https://www.forfunding.intesasanpaolo.com/DonationPlatform-ISP/>

<https://www.intesasanpaolo.com>

<http://www.fondazionebanconapoli.it/meridonare/>

<https://www.unicredit.it/it/privati.html>

<https://www.ilmiodono.it/it.html>

<https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<https://www.bper.it>

<http://www.fondazioneert.it>

<https://postepay.poste.it/prodotti/postepaysound.html>

<https://www.posteitaliane.it>

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

<https://www.bancaetica.it>

<https://www.produzionidalbasso.com/network/di/banca-etica>

<https://www.produzionidalbasso.com/project/per-tornare-in-mare-abbiamo-bisogno-di-voi/>

[https://www.bancaetica.it/blog/news/verde-21-una-start-up-ambientalista-successo?fbclid=IwAR3at2Gtlw6DiAB85nY4EqynSnF2\\_xoIeU\\_Gdf7lS7DKjKPAu7uezlDIoQ](https://www.bancaetica.it/blog/news/verde-21-una-start-up-ambientalista-successo?fbclid=IwAR3at2Gtlw6DiAB85nY4EqynSnF2_xoIeU_Gdf7lS7DKjKPAu7uezlDIoQ)

<https://www.ecomill.it>

<https://www.bancobpm.it/banca-popolare-di-milano/>

<https://www.opstart.it>

<https://www.intesasanpaolo.com>

<https://www.backtowork24.com>

[https://www.ilmessaggero.it/economia/news/intesa\\_sanpaolo\\_backtowork24\\_sbarca\\_crowdfunding-4582122.html](https://www.ilmessaggero.it/economia/news/intesa_sanpaolo_backtowork24_sbarca_crowdfunding-4582122.html)

<https://www.ourcrowd.com>

<https://www.economyup.it/fintech/intesa-sanpaolo-investe-in-backtowork24-perche-una-banca-entra-nellequity-crodfunding/>

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

<https://www.bancafinint.com/it/docs/trasparenza/CONTO%20EQUITY%20CROWDFUNDING.pdf?id=807>

## RIASSUNTO

Nato formalmente nel 2006 ad opera della coniazione di un imprenditore americano in cerca di finanziamenti (Michael Sullivan), il crowdfunding è una forma di finanziamento dal basso, interamente online.

Il termine, letteralmente “finanziamento proveniente dalla folla”, deriva proprio dall'unione delle parole inglesi "crowd", folla, e "funding", finanziamento, indicando un fenomeno che si riferisce agli sforzi degli individui e dei gruppi imprenditoriali, culturali, sociali e a scopo di lucro che, per finanziare le loro iniziative attingono, attraverso il Web, a contributi relativamente piccoli di una platea di milioni di persone, senza dover così ricorrere agli intermediari finanziari standard.

La storia del crowdfunding è antica e nobile. Il primo vero tentativo relativo al *crowdfunding* è rappresentato nel finanziamento del piedistallo della Statua della Libertà nel 1885: F. A. Bartholdi, patriota e scultore francese, ebbe l'idea di una statua chiamata "*Liberty Enlightening the World*" che doveva essere conferita dal popolo francese agli americani nel centesimo anniversario. La statua doveva essere donata dai francesi, mentre gli americani dovevano provvedere alla costruzione del piedistallo. Poiché l'Unione americana non aveva approvato il finanziamento relativo, J. Pulitzer ebbe l'idea di sollecitare l'orgoglio degli americani e chiese loro piccole donazioni per aumentare l'importo necessario per la costruzione del piedistallo: riuscì a raccogliere \$100.000 in soli sei mesi coinvolgendo 125.000 persone.

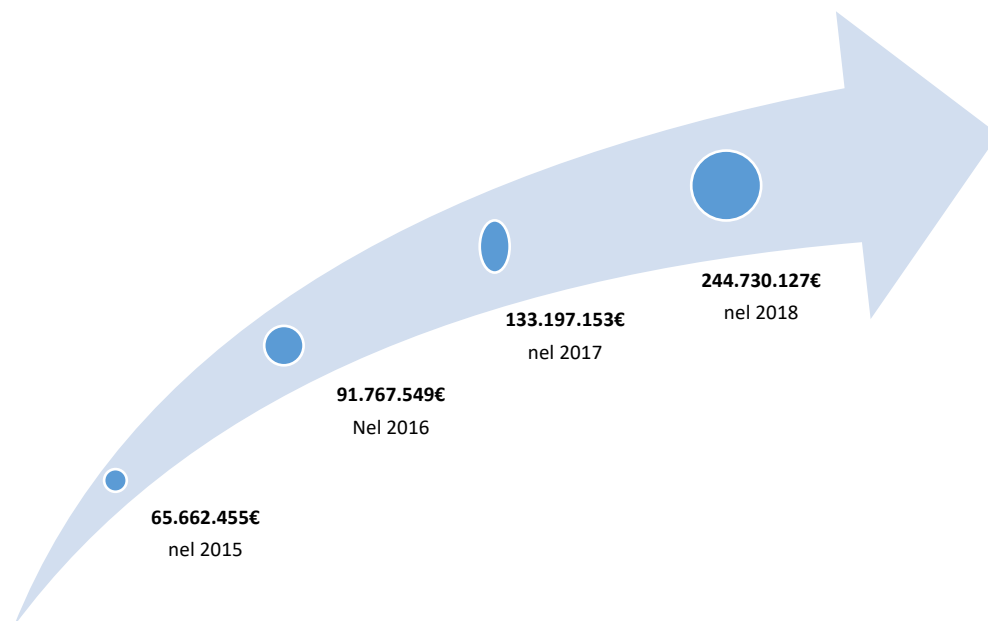
L'autorevole quotidiano Financial Times, in un articolo di Jonathan Moules del 29 novembre 2013, ebbe a definire il fenomeno come l'innovativo match on line tra il bisogno di denaro e l'eccedenza di liquidità. Il crowdfunding è, dunque, nient'altro che il superamento della storica ricerca di denaro presso banche ed istituti finanziari, quand'essa smise di essere la fonte privilegiata di fondi a causa della crisi economica esplosa nel 2008.

Fra le ragioni della nascita del crowdfunding, infatti, rientrano tre motivazioni: la riduzione di prestiti e liquidità degli istituti finanziari a causa della crisi del 2008, l'evoluzione di internet come mezzo di comunicazione sempre più evoluto e l'integrazione della partecipazione degli utenti nel prodotto o servizio realizzato (anche definita crowdsourcing).

La raccolta fondi nell'era digitale si è diffusa a macchia d'olio, con un aumento esponenziale negli ultimi anni.

Come si evince nel grafico seguente, la crescita maggiore è stata tra il 2017 e il 2018, registrando in un solo anno un risultato equivalente agli ultimi tre anni.

Nell'aprile 2019 la rivista Economy Up censiva in Italia ben 95 portali di *crowdfunding*.



**Grafico 1.1: Crescita dal 2015 al 2018. Starteed, Il Crowdfunding in Italia, Report 2018**  
Disponibile su: <https://www.crowdfundingreport.it/>

Tipicamente i portali di *crowdfunding* si differenziano rispetto alle tipologie di progetto al cui finanziamento siano dirette.

La classificazione più utilizzata a livello internazionale distingue i seguenti modelli di crowdfunding<sup>51</sup>:

- **donation-based crowdfunding**: si tratta di una forma di finanziamento solidale, non essendo prevista alcun tipo di remunerazione per l'investitore, né economica né in beni o servizi. Onlus (Organizzazioni non lucrative di utilità sociale) e organizzazioni non profit utilizzano tale modello per raccogliere fondi connessi al finanziamento di progetti umanitari, caritatevoli o con risvolti sociali. Talvolta finanziano attività for profit, ma come il titolo suggerisce, non remunerano gli investitori in alcuna maniera;

<sup>51</sup> Le definizioni dei quattro tipi di crowdfunding sono state inserite consultando sia il sito della Consob <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding-approfondimento-1> sia <https://www.crowd-funding.cloud/it/modelli-classici-140.asp>

- ***reward-based crowdfunding***: prevede che il proponente, a fronte del finanziamento, riconosca all'investitore una ricompensa (appunto *reward*), non legata ai profitti o risultati derivanti dal progetto. Tale premio, non in denaro, sarà funzione dell'apporto che gli offerenti dell'iniziativa riceveranno dai sostenitori. Di solito la ricompensa è molto inferiore rispetto all'importo della donazione per garantire che ci sia abbastanza denaro per il progetto, tuttavia, la percezione del valore può essere molto più alta. Tale metodologia di finanziamento è stata ad esempio utilizzata per raccogliere fondi durante la campagna elettorale che ha condotto alla prima elezione del Presidente degli Stati Uniti d'America, Barack Obama;
- ***lending-based crowdfunding* o *social lending crowdfunding***: è una delle principali ipotesi di *financial crowdfunding*. Se un finanziatore ama l'idea del *crowdfunding*, ma vuole anche un certo ritorno finanziario, può investire tramite prestito. A differenza del classico finanziamento, qui il rischio è solitamente diversificato tra motivazioni finanziarie e sociali. Consiste nel prestare denaro a persone o imprese in cerca di fondi destinati a progetti di crescita personale o professionale, a fronte di un interesse e del rimborso del capitale. I progetti di questa fattispecie, a loro volta, si suddividono in due sottoclassi: il micro-prestito, la fattispecie marginale, cioè la fornitura di servizi finanziari a soggetti a basso reddito o che difficilmente reperirebbero un investimento secondo i canali tradizionali del credito; i prestiti Peer to Peer (P2P), la tipologia principale, vale a dire finanziamenti senza alcuna intermediazione di istituzioni finanziarie ma attraverso un rapporto diretto tra proponente e pluralità di investitori. La differenza principale rispetto ai canali tradizionali è che i creditori e i mutuatari di solito non si conoscono;
- ***equity-based crowdfunding***: la principale ipotesi di *financial crowdfunding*. Una modalità di finanziamento di società non quotate in cui la formazione di capitale si realizza tramite l'acquisto di azioni o quote societarie da parte di una massa indistinta di soggetti, situazione simile a quella in cui ci si trova quando si acquistano o vendono azioni ordinarie in borsa. In base alla definizione resa dalla Commissione UE nella Comunicazione “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*”<sup>52</sup> il *crowdfunding* costituirebbe “*un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico*” e, come specifica la

---

<sup>52</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>

Consob «*si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa*». <sup>53</sup>

Tale forma di finanziamento permette di sostenere lo sviluppo di start up innovative e PMI che non possono usufruire dell'indebitamento bancario perché, ad esempio, prive di un elevato standing. Questo è possibile grazie ad elementi fortemente caratterizzanti<sup>54</sup> che differenziano questa tipologia di finanziamento: la possibilità per le imprese di raggiungere un vasto numero di investitori, le risorse finanziarie costituite prevalentemente da mezzi propri, la celerità (in media i tempi sono di 6/7 mesi) e la scarsa onerosità dell'operazione, la creazione di relazioni “forti” che contribuiscono alla formazione del “valore” dell'impresa, la possibilità per gli investitori di valutare numerose iniziative imprenditoriali (anche al di fuori del proprio ambito territoriale e socio-economico) e di diversificare consapevolmente i propri investimenti.

Il registro dei portali risulta diviso in due sezioni contrapposte, una ordinaria, nella quale risultano iscritti i portali dotati dei requisiti predisposti dalla CONSOB, e una speciale, dove vengono annotati i gestori di diritto.

Mentre gli iscritti alla sezione ordinaria non possono detenere somme di denaro degli investitori ed eseguire direttamente gli ordini o offrire consulenza finanziaria, coloro iscritti alla sezione speciale non hanno bisogno di alcuna autorizzazione e possono gestire integralmente la raccolta di capitali.

Infine va annoverato che *l'equity-based crowdfunding* presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali.

Tra i principali rischi cui vanno incontro gli investitori vi è senz'altro quello della perdita del capitale. Ciò dipende dal fatto che le società neo costituite, specie se in settori innovativi, rispetto alle aziende già avviate e consolidate, hanno una maggiore percentuale di rischio di fallimento, il che ovviamente incide sulle probabilità di perdita del capitale dei supporters. Connesso al primo, altro rischio è quello dovuto alla mancanza di dividendi. Di fatti, non

---

<sup>53</sup> Consob, Equity crowdfunding : cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una startup innovativa tramite portali on line  
<http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

<sup>54</sup> A.Scutti, La raccolta on line di capitale di rischio. Equity crowdfunding: uno strumento all'avanguardia per la crescita delle PMI, ANDAF magazine, 2017.



necessariamente una start up, o una PMI<sup>55</sup>, nei suoi primi anni di vita produrrà utili. Va ricordato anche il rischio di liquidità, gli strumenti finanziari emessi tramite portali di *equity crowdfunding* non possono essere negoziati in mercati organizzati per il periodo in cui l'impresa può essere considerata *start up* innovativa. Infine il rischio di truffa, che è strettamente connesso all'utilizzo del canale internet per effettuare le transazioni. A tal proposito molti regolatori hanno imposto l'obbligo di gestione dei pagamenti da parte di banche o imprese di investimento per cui le somme investite possono essere versate solo ed esclusivamente su conto intestato all'emittente, acceso presso una banca o una società di intermediazione mobiliare.

- Da unire alle quattro tipologie di crowdfunding fin ora considerate, c'è il più recente modello real estate. Il ***real estate crowdfunding*** si definisce quale innovazione finanziaria per gli investimenti immobiliari. Esso appartiene al modello debt-based, per via della forma debitoria nella quale si manifesta.

Il *real estate crowdfunding* consiste nella raccolta di fondi destinati a un progetto immobiliare attraverso un elevato numero di investitori ("folla"). Il settore immobiliare, sebbene sia un bene tradizionalmente importante per la ricchezza edilizia, è stato storicamente inaccessibile per molti investitori individuali a causa delle elevate barriere all'ingresso, come alti costi di partenza e impegni di tempo per il mantenimento delle proprietà. Il *crowdfunding* immobiliare ha aperto la porta agli investitori che desiderano vedere rendimenti significativi da investimenti in centri di vendita al dettaglio, edifici per uffici, centri di stoccaggio e magazzini.

Lo sviluppo del crowdfunding in Europa è avvenuto in modo disomogeneo, portando a molteplici regimi regolatori, spesso divergenti tra di loro. Attualmente solo 11 dei 28 stati membri dell'UE regolano il crowdfunding, i restanti 17 Paesi, sprovvisti di una normativa nazionale, sono però disponibili e pronti a interventi legislativi comunitari.

---

<sup>55</sup> D.l. n. 50 del 24 aprile 2017, «Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo». Per ciò che riguarda la materia in oggetto, tale Decreto estende la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le P.M.I., comprese quelle costituite in forma di S.r.l. ovvero la gran parte delle imprese che costituiscono il tessuto italiano della piccola e media impresa.

A Bruxelles nel 2012 è stato organizzato un workshop, “Crowdfunding: State of Play”<sup>56</sup>, dove per la prima volta, si è posta attenzione al fenomeno a livello comunitario. Nello stesso anno, l’ESMA<sup>57</sup>, nel superare questo ostacolo, pubblicò l’Investor Warning, un documento cautelativo per gli investitori indicante le insidie dell’investimento online.

Nel 2013 la Commissione Europea, nel tutelare sempre più l’investitore, avviò una consultazione pubblica<sup>58</sup>, sottoponendo ai cittadini, alle imprese e agli altri stakeholders un questionario sul crowdfunding affinché condividessero il loro punto di vista in merito a rischi e benefici di questa nuova forma di finanziamento.

Nonostante l’interesse mostrato, soltanto nel marzo 2018 la Commissione Europea ha presentato una bozza di regolamento<sup>59</sup>, riguardante esclusivamente il crowdfunding.<sup>60</sup>

Il Regolamento UE troverà poi applicazione solo dopo 12 mesi dall’entrata in vigore. Nel frattempo, l’ECN<sup>61</sup>, ha pubblicato un *position paper* su ciò che si aspetta dalla Commissione Europea.

L’Italia, prima fra tutte a regolamentare il crowdfunding, ne ha assunto cura sempre più assidua e fattiva, dando così valore aggiunto a tutto il fenomeno. Nello specifico il legislatore ha realizzato una normativa dedicata unicamente all’*equity based crowdfunding*, rinviando gli altri modelli all’uso della regolamentazione già esistente per modalità di finanziamento simili.

Unica eccezione è il *lending based model* che è stato, anche se solo in minima parte, regolamentato all’interno delle nuove disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

Le origini della normativa italiana in materia di *crowdfunding* risalgono al 2012 quando l’Italia ha introdotto, prima nazione in Europa e fra le prime al mondo, una disciplina per regolamentarla.

---

<sup>56</sup> Il workshop è stato organizzato dalle direzioni generali Connect e Enterprise & Industry della Commissione Europea.

<sup>57</sup> ESMA, European and Market Securities Authority.

<sup>58</sup> Commissione Europea, consultazione sul crowdfunding in UE, 2013, [https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index\\_en.htm](https://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm)

<sup>59</sup> Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese - Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business

<sup>60</sup> Vale a dire l’equity crowdfunding ed il social lending, con l’esclusione dei prestiti P2P, già regolamentati dalla Direttiva Europea per il credito al consumo.

<sup>61</sup> European Crowdfunding Network, l’associazione dei portali.

Il riferimento è, anzitutto, al Decreto Sviluppo, d.lgs. n. 83/2012 convertito in legge n. 134/2012<sup>62</sup>, volto a promuovere nuove forme di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale che potessero agevolare le piccole e medie imprese.

Il “*Decreto Crescita 2.0*”, detto anche “*Decreto Crescita Bis*” tratta, tra le tante, della raccolta di fondi per le *start-up* innovative attraverso lo sviluppo dell’*equity based crowdfunding*. La normativa di primo grado, il Decreto Crescita bis, ha poi delegato la Consob ad emanare un apposito regolamento di attuazione.

La Consob ha fatto ricorso alla cosiddetta *Analisi di Impatto Regolamentare* per valutare l’opzione meno onerosa e più efficace tra le varie alternative e per rendere la normativa di secondo grado più efficace e trasparente.

L’obiettivo del legislatore è di creare un “luogo affidabile” per i soggetti coinvolti e in particolare per gli investitori non professionali. A tale proposito, la procedura è iniziata con una pre-consultazione con i portatori di interesse qualificati, seguita da una consultazione in *crowdsourcing*<sup>63</sup>. Infine è stato emanato il “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on line*” (in breve Regolamento Crowdfunding) con delega CONSOB n. 18592 del 26/06/2013, pubblicato sia sul sito ufficiale della CONSOB che sulla Gazzetta Ufficiale del 12/07/2013<sup>64</sup> e successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24/02/2016, n. 20204 del 29/11/2017, n. 20264 del 17/01/2018 e n. 21110 del 10/10/2019<sup>65</sup>.

Il regolamento è suddiviso in tre parti.

La prima parte, “*Disposizioni generali*” dove vengono indicate le “fonti normative”, fornisce le “definizioni” dei termini utilizzati nel testo e specificate le “modalità per la comunicazione e la trasmissione alla CONSOB”.

La seconda parte del documento, “*Registro e disciplina dei gestori dei portali*”, è formata da quattro titoli: “*Istituzione del registro*”, “*Iscrizione nel registro*”, “*Regole di condotta*”, “*Provvedimenti sanzionatori e cautelari*”.

---

<sup>62</sup> <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>

<sup>63</sup> E’ una consultazione aperta basata su una documentazione di consultazione predisposta.

<sup>64</sup> A.M.Lerro, *Equity Crowdfunding: investire e finanziare l’impresa tramite internet*, Gruppo 24 Ore, 2013, pag. 61.

<sup>65</sup> [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393)

L'ultima parte, *“Disciplina delle offerte tramite portali”*, è composta da *“Condizioni relative alle offerte sui portali”* e *“Costituzione della provvista e diritto di revoca”*.

Nel 2015 la platea delle società autorizzate a offrire i propri capitali tramite portali equity-based venne estesa anche alle aziende qualificate come PMI (piccole e medie imprese) innovative, assegnando loro agevolazioni già previste a beneficio delle start-up innovative.

In particolare è stato attraverso l'art. 4 del D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015, recante *“Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”*, poi convertito nella Legge 24 marzo 2015, n. 33<sup>66</sup>, (c.d. decreto *“Investment compact”*) che tali società, assieme agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)<sup>67</sup> ed alle società che investono prevalentemente in start-up o PMI innovative, hanno avuto l'autorizzazione a collocare sui portali di equity crowdfunding i propri capitali<sup>68</sup>.

Il Decreto Crescita 3.0 ha inciso con un doppio profilo sulle normative preesistenti. Da una parte ha introdotto la figura delle P.M.I. innovative, dall'altra, ha modificato il Testo Unico della Finanza.

Più di recente, con il comma 70 all'art. 1 della Legge 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017<sup>69</sup>) il legislatore ha legiferato il definitivo tramonto dell'idea dell'equity crowdfunding quale strumento di finanziamento dedicato esclusivamente a progetti imprenditoriali definiti *“innovativi”*<sup>70</sup>.

Con la Legge di Bilancio il legislatore è incappato (a differenza di quanto fatto in occasione dell'allargamento alle PMI innovative di cui all'Investment Compact) in due gravi *“dimenticanze”*<sup>71</sup>.

Da un lato, ha infatti dimenticato di emendare espressamente la terza norma del TUF rilevante ai fini dell'equity crowdfunding, ossia l'art. 100-ter.

---

<sup>66</sup> Il Decreto in questione, definito talvolta anche «Decreto Crescita 3.0», è consultabile alla pagina

<https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommario&id={1829352B-7FB9-433A-A9F3-D4F243486C6F}>

<sup>67</sup> Categoria di intermediari finanziari, comprendente le SGR, le SICAV e gli OICVM, i quali offrono servizi di gestione collettiva del risparmio disciplinati dal titolo III del TUF, d. legis. 58/1998.

<sup>68</sup> R.De Luca, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, pp. 12 ss.

<sup>69</sup> <http://www.senato.it/2867>

<sup>70</sup> G.Cucchiariato, *L'equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative*, Altalex, 10/05/2017.

<sup>71</sup> G.Cucchiariato, *L'equity crowdfunding e la progressiva perdita del diritto di esclusività delle start-up e PMI innovative*, Altalex, 10/05/2017.

Dall'altro lato, si è inoltre dimenticato di estendere l'applicazione di alcune deroghe al diritto societario, causando in questo modo un apparente contrasto fra norme cogenti.

Le conseguenze di questa “svista”, all'indomani dell'entrata in vigore della Legge di Stabilità, risultarono di non poco conto. Non essendosi espressamente derogato al divieto previsto dalla legge per le quote di s.r.l. di formare oggetto di offerte al pubblico, la raccolta di capitali di rischio online tramite equity crowdfunding risultava essere praticabile (oltre che dalle start-up e PMI innovative) solo dalle PMI non innovative organizzate in forma di società per azioni. Paradossalmente, quindi, la maggior parte delle società alle quali il legislatore aveva voluto estendere l'equity crowdfunding (le PMI in forma di s.r.l.) non poteva, di fatto, farvi ricorso. Gli emendamenti del 2017 non portarono quindi i risultati auspicati.

La soluzione a questo problema è stata data il 24 aprile con la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale Serie Generale n. 95 del D.L. n. 50 del 24 aprile 2017 «Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo»<sup>72</sup>.

In ogni caso, l'effettiva entrata in vigore del provvedimento su citato, è avvenuta solo a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo Regolamento Consob sull'equity crowdfunding, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017.

Ulteriori aggiornamenti sono altresì arrivati il 18 ottobre 2019, con alcune importanti revisioni al Regolamento dell'equity crowdfunding<sup>73</sup>, rivoluzionarie per lo sviluppo del settore.

Come riporta il “4° Report italiano sul Crowdfunding<sup>74</sup>”, realizzato dall'Osservatorio Crowdfunding della School of Management del Politecnico di Milano, sono stati anni di forte crescita per il mercato del crowdfunding.

---

<sup>72</sup><https://www.camera.it/leg17/126?tab=6&leg=17&idDocumento=4444&sede=&tipo=>

<sup>73</sup>[https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Equity-Regulation-New-2019-20/rel\\_Illustr\\_crowdfunding\\_20191018.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Equity-Regulation-New-2019-20/rel_Illustr_crowdfunding_20191018.pdf)

<sup>74</sup> Il Report Italiano sul Crowdfunding è uno dei prodotti di ricerca del gruppo di ‘Entrepreneurship, Finance & Innovation’ della School of Management del Politecnico di Milano.

La crescita esponenziale del *crowdfunding* ha determinato a livello mondiale la nascita di migliaia di piattaforme dedicate: a gennaio 2019 Starteed<sup>75</sup> contava ben 50 portali attivi nell'ambito donation e reward, ma i settori che hanno visto un più notevole incremento negli ultimi anni sono proprio quelli del crowdfunding.

Alla data del 30 giugno 2019 in Italia risultavano autorizzati da Consob 35 portali di **equity crowdfunding**, differenziabili per area competitiva, a seconda delle strategie implementate; diversi sono i portali che hanno deciso di verticalizzarsi su comparti ben specifici (come ad esempio l'immobiliare, lo sport, l'energia, la finanza d'impatto). La quasi totalità dei portali si rivolge al pubblico "indistinto" dei finanziatori su Internet.

Dall'entrata in vigore della normativa fino alla data indicata, le piattaforme elencate hanno presentato un totale di 401 campagne, di cui 261 chiuse positivamente, 103 chiuse senza raggiungere il *target* minimo previsto (senza quindi alcuna raccolta) e 37 che erano ancora in corso (molte delle quali avevano già raggiunto la soglia minima di successo)<sup>76</sup>.

In base a quanto rilevato, *l'Italian Equity Crowdfunding Index*<sup>77</sup> calcola un apprezzamento complessivo del portafoglio del 16,59%. Tale indice descrive sinteticamente il rendimento teorico ottenuto dall'avvio del mercato. Alla data del 1 luglio 2019, il valore dell'indice era pari a 109,43. Ciò vuol dire che se un investitore italiano avesse sottoscritto l'1% di ogni operazione di *equity crowdfunding* chiusa con successo fino a quella data, il valore teorico del suo portafoglio sarebbe oggi cresciuto del 9,43%.

L'altra categoria di forte interesse è quella del **lending based crowdfunding**, che guida la classifica in termini di raccolta.

Alla data del 30 giugno 2019 risultavano operative sul mercato italiano 13 piattaforme di *lending crowdfunding*:

In totale il valore cumulato al 30/6/2019 era pari a € 279,3 milioni. Il leader di mercato è Younited Credit con € 220,4 milioni, grazie alla raccolta fatta presso

---

<sup>75</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>

<sup>76</sup> Vengono escluse dal conteggio le campagne promosse da Clubdealonline.com4, in virtù del peculiare modello di business della piattaforma, i cui progetti sono visibili solo ai sottoscrittori e non a tutta la "folla" di Internet.

<sup>77</sup> L'Osservatorio Crowdfunding della School of Management del Politecnico di Milano ha ideato tale indice per calcolare la rivalutazione o svalutazione potenziale degli investimenti effettuati nell'*equity crowdfunding* italiano.

investitori istituzionali esteri, che consente alla piattaforma (che non raccoglie attraverso il *web* da piccoli risparmiatori) di disporre di risorse consistenti.

Il **real estate crowdfunding**, rappresenta al momento uno degli ambiti di maggiore sviluppo per la filiera, con diverse piattaforme che sono diventate operative negli ultimi mesi.

Le piattaforme *real estate* si distinguono in funzione del modello di *business*:

- piattaforme *equity*; in questo caso l'investimento avviene attraverso sottoscrizione di titoli di proprietà del capitale di un veicolo societario che promuove il progetto immobiliare;
- piattaforme *lending*; l'investimento avviene prestando denaro ai promotori del progetto immobiliare, che poi lo rimborseranno riconoscendo una remunerazione, che può essere fissa o indicizzata;
- piattaforme ibride, che prevedono entrambi i modelli precedenti, e che sembrano però ridursi in numero negli ultimi mesi; la tendenza sembra essere quella di focalizzarsi su un modello specifico.

L'iconografia realizzata dal magazine "*Crowdfunding Buzz*" mostra come il numero di "investitori *lending*" sia di tanto superiore a "quello degli *equity*".

Ciò nonostante, le quantità raccolte dai due segmenti sono pressoché simili. Questo è dovuto al fatto che l'investimento medio nell'*equity* è di tanto superiore a quello nel *lending*, rispettivamente, €8600 e €1200.<sup>78</sup>

I dati appena analizzati testimoniano come il fenomeno del crowdfunding sia in continua espansione con un trend positivo che tende a salire.

Il 2020 è appena iniziato e in Italia sono state finanziate già sei campagne per un totale di circa €200.000<sup>79</sup>, che prospettate danno primati assoluti.

Starteed il 7 febbraio presenterà a Torino il Report 2019 sul Crowdfunding in Italia: non resta che aspettare e confidare nei numeri e nelle nuove tendenze di mercato.

Il crowdfunding, come già detto, nasce e si sviluppa come strumento di finanza alternativa rivolto a Startup e Pmi, principalmente nei comparti più innovativi; si contrappone, così, alla tradizionale erogazione di credito da parte delle banche.

---

<sup>78</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

<sup>79</sup> <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

Esse, fin dall'inizio, hanno guardato al crowdfunding con forte diffidenza, se non altro per questioni culturali e un approccio non sempre incline alle innovazioni.

A tutt'oggi, sono ancora poche le banche che riconoscono le possibilità strategiche di questo strumento, ma negli ultimi tempi il loro numero sta crescendo progressivamente.

Le banche hanno, infatti, assunto un comportamento diverso, più partecipe, interessato e attivo, pur restando poche quelle che si addentrano e che iniziano a guardare al fenomeno del crowdfunding con maggiore propensione ad assumere un ruolo da protagonista<sup>80</sup>.

Il “dinosaurio” bancario tradizionale si sta svegliando dal letargo, avendo percepito l'avanzamento del cosiddetto settore fintech<sup>81</sup>, che appare uno degli elementi decisivi nel nuovo scenario.

Sostanzialmente le banche hanno percepito la validità di un tracciamento dei processi di mercato praticato da quelle applicazioni che offrono servizi finanziari in base a modelli operativi più semplici e flessibili.

*Et voilà* come il diffidato crowdfunding si trasforma in un ipotetico alleato perfetto, capace di rispondere al cambiamento che comunque il mondo bancario deve darsi.

Starteed, già citato, che da anni monitora lo stato di salute del crowdfunding in Italia, ha mostrato nel suo ultimo report<sup>82</sup> come questo strumento cerca di relazionarsi con il mondo bancario.

L' “empatia” sorta fra banca e crowdfunding sta registrando negli ultimi tempi incrementi notevoli in differenti iniziative e tipologie di collaborazione, in relazione a modelli finanziari e ai loro rispettivi target ed obiettivi.

In particolare, Starteed ha mappato tutte le banche che, in maniera diversa, hanno “adottato” il crowdfunding, operando un distinguo fra quelle che hanno creato

---

<sup>80</sup><https://www.reply.com/it/industries/financial-services/crowdfunding-il-momento-giusto-per-le-banche>

<sup>81</sup> Con il termine "Fintech" viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato. L'utilizzo della tecnologia costituisce un elemento necessario per rendere possibile l'innovazione finanziaria. I cambiamenti in atto nei mercati dei servizi finanziari, guidati dalla tecnologia, hanno una portata politico-strategica ben più profonda e vasta di un mero ridisegno di strutture economiche specialistiche (mercati e intermediari finanziari, in primis), come da noi oggi conosciute. La Consob è interessata a tali cambiamenti nella duplice ottica di regolatore e Autorità preposta alla tutela del risparmio. <http://www.consob.it/web/area-pubblica/fintech>

<sup>82</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>



un proprio portale e quelle che hanno avuto approcci differenti, ad esempio realizzando proprie campagne di raccolta, o collaborando in programmi di finanziamento.

In quasi la metà dei casi, le banche prediligono la creazione di vere e proprie piattaforme di proprietà e, in numero inferiore, utilizzano bandi e *Call4Project* che spaziano da donation e reward sino all'equity crowdfunding. Nel 18% dei casi, si focalizzano su *singole campagne* di raccolta fondi, investendo esse stesse e ricorrendo spesso anche al *Do it Yourself*. Sebbene quest'ultima modalità sia scelta da un minor numero di banche, i risultati in termini di totale raccolto sono decisamente incrementati.

Quasi la totalità delle iniziative prevede compartecipazione con il terzo settore, per il tramite di opportunità positive attribuite a enti non-profit che le banche mettono a disposizione in qualità di *donation based* atte a fornire fondi che comunque sostengano idee progettuali a carattere prevalentemente sociale.

Che le banche stiano modificando la mission, il core-business e la loro natura specifica?

Sicuramente il crowdfunding oggi si trova al primo posto come strumento unico e alternativo al finanziamento delle imprese che prescinde dall'ambiente bancario.

Oggi appare difficile sbilanciarsi su quanto la disintermediazione del credito avrà diffusione e in quali modalità essa avverrà, resta certo che il credito *on-line* costituisce una reale innovazione nella misura in cui permette a famiglie e piccole aziende di ottenere prestiti senza bisogno di ricorrere agli intermediari tradizionali, con risparmio di tempi e costi e forte incentivo alla concorrenza per gli intermediari tradizionali, ed in particolare le banche, le quali - se vogliono sopravvivere - dovranno evolvere i propri modelli di *business* adattandoli alle nuove forme di erogazione del credito.

Certo è che, lentamente e partendo principalmente dalle motivazioni di sostegno alle imprese sociali, a quelle del terzo settore, impegnate nell'aiuto alle persone in difficoltà, le banche hanno utilizzato donazioni degli utenti con l'obiettivo preciso di sostenere e gestire le start up più innovative.

Per lo più si parla di portali *donation based*: non è prevista alcuna remunerazione. Questo ci induce a pensare che il lucro in queste circostanze è

fuori discussione: anche le banche si incamminano verso nuove strade, intraprendendo la via del sociale.

Alla luce di quanto esposto, quasi tutti i portali bancari, nascono e operano con scopi prettamente sociali. Siamo nel “*core no-business*” delle banche: si tratta di un mutamento strategico epocale oppure solo espedienti tattici per il perseguimento delle finalità specifiche di un settore fortemente orientato, quale appunto il crowdfunding?

Un nuovo campo d'intervento<sup>83</sup> nel crowdfunding degli istituti bancari e, soprattutto delle fondazioni di origine bancaria, li vede coinvolti come promotori di campagne di raccolta del capitale, sottovalutando questo strumento nato concorrente e considerato mezzo per attrarre nuove tipologie di clienti come Start up e Pmi, al fine ultimo, una volta ben avviate, di “sostenere” futuri e consistenti finanziamenti.

Relativamente a tutte queste iniziative, le banche non utilizzano proprie specifiche piattaforme ma portali messi a disposizione da soggetti terzi, la qualcosa determina l'esclusiva attività di finanziamento del progetto. In questo modo le banche evitano di accollarsi l'onere della gestione del portale/piattaforma ma, allo stesso tempo, rinunciano a tutta una serie di vantaggi e utilità connessi al crowdfunding, quali l'entrare in connessione con potenziali nuovi clienti e tutto ciò che ne deriva.

Tali campagne si concretizzano esclusivamente nel donation crowdfunding, al mero finanziamento dell'iniziativa, per cui sembrerebbe che l'impresa bancaria rinunci alle attività proprie del settore di riferimento, quale lo scopo di lucro.

Accanto alle due modalità di ricorso al crowdfunding di cui si è già trattato, esiste tutta una serie di interventi ibridi che vede coinvolte le banche con il crowdfunding e che fa riferimento ad altre tipologie di collaborazione.

La rassegna di queste forme ibride ci consegna uno scenario complesso e fortemente differenziato.

Le nuove tipologie di collaborazione, affiancate ai portali specifici e alle campagne di finanziamento adottate dalle banche, ci forniscono un quadro completo su cui riflettere per provare a delineare il ruolo futuro del settore bancario in un ambito, come quello del crowdfunding, in rapida e costante evoluzione.

---

<sup>83</sup> <https://crowdfundingreport.it/assets/reports/Il-Crowdfunding-in-Italia-Report-2018.pdf>