



Dipartimento di Impresa e Management  
Corso di Laurea in Economia e Management  
Cattedra di Finanza Aziendale

**Titolo:**

Equity crowdfunding: analisi del fenomeno e delle sue opportunità

**Relatore:**

Prof. Raffaele Oriani

**Candidato:**

Marco Zampiglia, 220771

**Anno Accademico:** 2019/2020



<b><u>INTRODUZIONE.....</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>CAPITOLO 1 IL FENOMENO DELL'EQUITY BASED CROWDFUNDING.....</u></b>	<b><u>5</u></b>
1.1 DEFINIZIONE E TIPOLOGIE DI CROWDFUNDING.....	5
1.2 CHE COS'È L'EQUITY CROWDFUNDING.....	8
1.3 QUANDO UN'IMPRESA DOVREBBE RICORRERE ALL'EQUITY CROWDFUNDING?.....	9
1.4 LE FASI DELLA RACCOLTA E I LORO ATTORI.....	10
1.4.1 I PRINCIPALI ATTORI E ALTRI SOGGETTI CHE PARTECIPANO ALLA RACCOLTA.....	10
1.4.2 LE FASI PRINCIPALI DI UNA OPERAZIONE DI EQUITY CROWDFUNDING.....	12
1.5 COSTI E BENEFICI DELL'EQUITY CROWDFUNDING.....	13
1.5.1 COSTI E BENEFICI PER GLI INVESTITORI.....	14
1.5.2 COSTI E BENEFICI PER L'IMPRESA.....	15
<b><u>CAPITOLO 2 L'EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA: ASPETTI NORMATIVI E DATI SUL MERCATO.....</u></b>	<b><u>17</u></b>
2.1 IL QUADRO NORMATIVO ITALIANO.....	17
2.1.1 MODIFICHE ALLA DISCIPLINA.....	18
2.2 NORMATIVA E FUNZIONAMENTO DEI PORTALI DI RACCOLTA.....	23
2.2.1 I GESTORI AUTORIZZATI.....	24
2.2.2 I GESTORI DI DIRITTO.....	25
2.2.3 LE TUTELE AGLI INVESTITORI.....	26
2.3 MERCATO SECONDARIO PER L'EQUITY CROWDFUNDING.....	27
2.4 DATI DEL MERCATO ITALIANO.....	29
<b><u>CAPITOLO 3 FASE DEL POST INVESTIMENTO: COSA ACCADE DOPO IL COMPLETAMENTO DELLA RACCOLTA.....</u></b>	<b><u>33</u></b>
3.1 I FATTORI DI SUCCESSO DELLE CAMPAGNE DI RACCOLTA E GLI EFFETTI SULLA VITA AZIENDALE.....	33
3.1.1 FATTORI DI SUCCESSO DELLA CAMPAGNA.....	33
3.1.2 DOPO LA RACCOLTA.....	34
3.2 RITORNO SULL'INVESTIMENTO E PERFORMANCE DI UNA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING.....	36
3.3 LA PIATTAFORMA CROWDFUNDME E LE OPPORTUNITÀ DI EXIT.....	39
3.3.1 ANALISI DELLE STRATEGIE DI EXIT.....	40
3.3.2 I CASI DI IPO.....	43
3.3.3 CROWDLISTING: UN NUOVO FENOMENO PER IL POST-OFFERING.....	44
<b><u>CONCLUSIONE.....</u></b>	<b><u>46</u></b>
<b><u>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....</u></b>	<b><u>47</u></b>

# INTRODUZIONE

All'interno del diffuso ma complesso mondo del crowdfunding, cioè quelle operazioni di finanziamento basate sull'utilizzo di una piattaforma virtuale on-line che coinvolgono un grande numero di investitori, esiste una categoria specifica chiamata equity crowdfunding che in Italia ha subito riscosso molto successo, fino ad arrivare a una corposa regolamentazione attirando l'attenzione di molti operatori del settore. Infatti, l'equity crowdfunding, negli anni seguenti la crisi finanziaria, si è dimostrato uno strumento a sostegno della crescita, in particolare per le imprese di piccole e medie dimensioni. Si tratta, dunque, di un argomento di estrema attualità e, per questo, in continuo sviluppo.

Nel primo capitolo, viene inizialmente introdotto il fenomeno del crowdfunding in generale, definendolo e riportando le principali caratteristiche fino a descrivere brevemente i modelli più comuni. Si approfondisce il fenomeno dell'equity crowdfunding tracciando le fasi dell'operazione, il funzionamento di una campagna di raccolta e gli eventuali rischi e benefici per i soggetti protagonisti.

Segue poi un capitolo inerente alla disciplina specifica del crowdfunding in Italia, con una trattazione della relativa evoluzione normativa dal 2012 fino alle più recenti modifiche, passando per il regolamento dei portali e le tutele verso i partecipanti fino a considerare la presenza di un mercato secondario. Per ultimo si illustra brevemente la situazione del mercato italiano allo stato attuale esponendo dati e statistiche del settore.

Il terzo capitolo invece analizza il fenomeno dal punto di vista della vita aziendale dopo il completamento dell'offerta considerando le performance e i rendimenti offerti agli investitori e mettendo in luce l'importanza di questo aspetto per il futuro dello strumento come alternativa sempre più valida di finanziamento. Con l'aiuto di un'analisi statistica delle campagne concluse sulla piattaforma italiana Crowdfundme, si cerca di capire quali fossero le opportunità per il post-offering che si presentano agli investitori.

Scopo di questo elaborato è comprendere l'evoluzione del fenomeno da vari punti di vista del corso degli anni oltre che comprendere meglio le opportunità future per gli investitori in relazione a uno sviluppo concreto dello strumento.

# CAPITOLO 1 Il fenomeno dell'equity based crowdfunding

## 1.1 Definizione e tipologie di crowdfunding

Il termine crowdfunding letteralmente significa “raccolgimento di fondi dalla folla” ed esemplifica oggi un fenomeno di carattere globale che permette, tramite piattaforme online, la collettivizzazione di progetti di carattere imprenditoriale e non solo. Il termine inizialmente è stato interpretato come “finanziamento dal basso” ed è un neologismo derivante dall'accostamento di due termini inglesi: crowd e funding. Il crowdfunding è un metodo innovativo per finanziare una varietà di nuove iniziative imprenditoriali, consentendo ai singoli fondatori di progetti a scopo di lucro, culturali o sociali di richiedere finanziamenti a molti individui, in cambio di prodotti futuri o azioni. I progetti di crowdfunding possono variare notevolmente sia in termini di obiettivi che di entità: da piccoli progetti artistici ad imprenditori che cercano nuovo capitale da investire come alternativa ai tradizionali canali<sup>1</sup>. Nato come forma di microfinanziamento dal basso che mobilita persone e risorse, il crowdfunding è oggi tra le forme più diffuse ed efficaci di finanziamento di progetti imprenditoriali e creativi, rientrando altresì nel settore della finanza alternativa, ossia in quei canali e in quegli strumenti di finanziamento che si sono sviluppati al di fuori dei normali settori finanziari, quali quello bancario o quello del mercato dei capitali. In tal senso, secondo recenti pubblicazioni<sup>2</sup>, il finanziamento dal basso si sta sempre più affermando come un trampolino di lancio per le start-up e le nuove idee imprenditoriali. Esso può perciò essere definito come lo sforzo collettivo di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni, attraverso l'ausilio di Internet<sup>3</sup>.

Sfruttare la capillarità di internet sul fronte del finanziamento ha l'innegabile vantaggio che i contenuti dell'offerta siano valutati direttamente dagli investitori, i quali coincidono con i potenziali consumatori finali di quello stesso prodotto e/o servizio: l'utente informatico veste i panni sia di shareholder che di consumatore<sup>4</sup>. Sempre grazie all'azione del web, è stato possibile l'abbattimento delle barriere e dei costi della comunicazione consentendo a chiunque di contribuire al progetto, fattore che dopo una crisi mondiale ha contribuito in misura non irrilevante all'esplosione del fenomeno (Lerro A. M. 2013). La valutazione economica finanziaria di una campagna di finanziamento, non viene più rimessa solo all'analisi dei rendimenti dell'investimento, ma anche al sentimento della massa dei risparmiatori, o meglio alla c.d. “wisdom of crowd”<sup>5</sup>. Il principio su cui si forma quest'ultimo concetto è che ad una valutazione singola sia preferibile una valutazione aperta ad una moltitudine di soggetti, e l'interazione ed il feedback tra gli stessi permetta la formazione di un giudizio positivo o negativo sul progetto da finanziare, anche si rischia di andare incontro al fenomeno del “herding”<sup>6</sup>, rivolgendosi principalmente a una platea di investitori prevalentemente non qualificata.

---

<sup>1</sup> Mollick, E., 2014, The dynamics of crowdfunding: an exploration study, *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, pp 1-16

<sup>2</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments*, COMMISSIONE EUROPEA, 2018, p. 6. Disponibile presso <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1166-Legislative-proposal-for-an-EU-framework-on-crowd-and-peer-to-peer-finance>

<sup>3</sup> De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan R., Marom D., 2012, A Framework for European Crowdfunding. Disponibile presso <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>

<sup>4</sup> In estrema sintesi, come è stato scritto: «crowdfunding involves an open call, mostly through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for the future product or some form of reward to support initiatives for specific purposes». Cfr. Bellaflame, Lambert e Schwienbacher, “Crowdfunding: Tapping the right crowd”, in *Journal of Business Venturing*, 2013, p. 8.

<sup>5</sup> Surowiecki, J., “The Wisdom of Crowd”, Anchor, 2004

<sup>6</sup> Spyrou, Spyros. (2013). Herding in financial markets: a review of the literature. *Review of Behavioral Finance*. 5. DOI: [10.1108/RBF-02-2013-0009](https://doi.org/10.1108/RBF-02-2013-0009)

In realtà il successo del crowdfunding si fonda principalmente su una community già esistente, attraverso la quale l'imprenditore riesce a raggiungere gran parte, se non tutto, l'obiettivo finanziario preposto. Individuare e riferirsi ad una platea potenziale di soggetti interessati a supportare una specifica causa è rilevante per riuscire ad intercettare e costruire una propria "community" di riferimento.

Il concetto di community, a differenza di quello di "crowd" (folla), è verticalizzato rispetto ad una tematica che fa da collante tra soggetti eterogenei. Questa rappresenta un insieme di persone interessate ad un determinato argomento, con un approccio comune alla vita di relazione, che comunicano tramite internet, costituendo un network sociale con caratteristiche ben definite. In questo ambito si parla di network exploitation e knowledge exploitation<sup>7</sup>, come le attività che mirano ad aumentare le relazioni con gli stakeholder, la visibilità dell'azienda, la conoscenza del mercato intesa come strategia di sviluppo del prodotto per valutare la propria offerta e le sue probabilità di successo, aggiungendo oltre alla natura finanziaria del fenomeno nuovi attributi e benefici, che le imprese possono sfruttare per instaurare una relazione longeva e profittevole con gli investitori. Inoltre, il giudizio positivo della community sulla campagna di raccolta può essere visto come un rafforzamento della credibilità finanziaria per eventuali e future raccolte di capitale, in ottica di espansione tramite i più classici dei sistemi di approvvigionamento di capitale, dove molto spesso le imprese nelle prime fasi del ciclo di vita incontrano da sempre difficoltà di accesso<sup>8</sup>.

Da queste affermazioni emerge il carattere innovativo e alternativo di questo strumento, che permette di superare difficoltà nella raccolta classica di capitale. Dato l'alto numero di partecipanti e la piccola somma che questi investono, il sistema di raccolta sembra conciliare in maniera ottimale le necessità delle start-up a differenza dei classici sistemi di approvvigionamento di capitale, che invece si andrebbero a scontrare con la dimensione ridotta del progetto<sup>9</sup>. Infatti, come è stato provato, i grandi investitori che sono i principali attori nel finanziamento delle imprese standardizzano gli investimenti e la loro disponibilità, andandosi a scontrare con quelle che sono le priorità di finanziamento delle start-ups<sup>10</sup>. Essendo il crowdfunding uno strumento accessibile a chiunque e non sottoposto a particolari vincoli formali, è risultato terreno fertile per il finanziamento di progetti che avvalorano i fini idealistici o altruistici, oltre al mero profitto. Per esempio, piattaforme di crowdfunding come "Kickstarter" e "Indiegogo" consentono a artisti e imprenditori di presentare idee e raccogliere numerosi piccoli contributi per ottenere una somma target<sup>11</sup>.

Il crowdfunding si presenta quindi come un sistema alternativo ai convenzionali canali del credito bancario, del venture capital e dei business angels, il cui tratto caratterizzante è il modo attraverso il quale avviene la raccolta: internet. Va oltre il mero interesse di questo elaborato l'analisi approfondita di ciascuno degli ulteriori modelli riscontrati, ma basti considerare che le varie modalità aprono ad una nuova stagione dei metodi di finanziamento all'insegna di una maggiore democratizzazione e del coinvolgimento diretto del risparmiatore, e che sono previste diverse ricompense in cambio del proprio supporto per ogni tipologia. I modelli economici

---

<sup>7</sup> Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A. (2018). "Crowd Equity Investors: An Underutilized Asset for Open Innovation in Startups". *California Management Review*, 60(2), 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>

<sup>8</sup> Si fa riferimento a un'intervista rilasciata sul sito web <https://www.crowd-funding.cloud/it/starsup-il-primoportale-autorizzato-per-l-equity-crowdfunding-in-italia-1336.asp>

<sup>9</sup> Alessandro M. Lerro, *Equity crowdfunding, investire e finanziare l'impresa tramite Internet*, Gruppo 24 ore, 2013, pp 12 e ss.

<sup>10</sup> Bidhè, A., (1992), "Bootstrap finance: the art of Start-ups", *Harvard Business Review*, 70:60, 109-117

<sup>11</sup> Parker, S. (2018). Entrepreneurial Venture Growth. In *The Economics of Entrepreneurship* (pp. 453-471). Cambridge: Cambridge University Press.

del fenomeno del crowdfunding, riscontrati specialmente dalla letteratura americana, sono essenzialmente quattro<sup>12</sup>:

- *donation model*: viene considerata la prima forma classica<sup>13</sup> no profit di crowdfunding, ossia un modello tipico di donazione, in cui si devolve altruisticamente il proprio denaro a sostegno di una causa specifica, non ricevendo in cambio alcuna ricompensa o, al massimo, ricompense simboliche, spesso intangibili<sup>14</sup>. Il funzionamento del modello è piuttosto semplice. I donatori, che vengono chiamati backer, possono visualizzare le campagne di raccolta fondi all'interno dei cosiddetti portali di donation crowdfunding e trattandosi appunto di una donazione non è atteso un beneficio materiale. Il proposito che spinge gli individui a partecipare è la realizzazione di progetti rivolti a finalità sociali, culturali, ambientali e altri<sup>15</sup>.
- *lending model*: è un canale di finanziamento, alternativo rispetto a quello rappresentato dagli intermediari creditizi, per mezzo del quale famiglie e piccole imprese sono finanziate direttamente da una moltitudine di investitori<sup>16</sup>, tramite l'incontro tra domanda e offerta su piattaforme on-line. Questa operazione è riconducibile all'attività di microcredito svolta da parte degli intermediari finanziari e istituti di pagamento ma a ben considerare, si fonda su una logica del tutto opposta, poiché non è più uno, generalmente l'istituto di credito, che finanzia molti, ma sono i molti che tramite piccoli apporti finanziano il singolo<sup>17</sup>.
- *reward model*: non prevede una libera donazione ma permette di ricevere una determinata ricompensa, in base all'importo che il soggetto ha investito che spesso coincide con il risultato finale del progetto che l'azienda ha finanziato con questo strumento. Se si vuole avere un riscontro nel nostro ordinamento si può interpretare come pre-ordine<sup>18</sup>, che in base all'esito della campagna di raccolta viene portato a termine. Resta comunque molto complessa a livello giuridico una lettura chiara e ben definita, considerando che molti sono stati gli utilizzi effettuati e proposti al mercato. È possibile suddividere a sua volta il modello in 3 tipologie, ognuna con una propria normativa<sup>19</sup>: donazione modale, il già citato preordine e il profit sharing dove si offre al backer un premio di natura finanziaria che corrisponde ad una quota dei ricavi per un certo intervallo temporale. Inoltre, la raccolta può essere configurata come "all or nothing" e quindi in caso di fallimento gli organizzatori devono restituire la cifra, o "keep it all" quando qualunque sia l'esito gli imprenditori avranno a disposizione la cifra raccolta.

---

<sup>12</sup> CROWDSOURCING.ORG, *Massolution Report. Crowdfunding Industry Report 2012, Market trends, Composition and Crowdfunding Platforms*, Research Report, Abridged Version, 2012, pp. 19 ss. Disponibile all'indirizzo <http://reports.crowdsourcing.org/>

<sup>13</sup> U. PIATTELLI, *Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, G. Giappichelli Editore, 2013, pp. 11 ss.

<sup>14</sup> <https://www.crowd-funding.cloud/it/donation-135.asp>

<sup>15</sup> Daniele Forza, *Donation Crowdfunding per la causa sociale*, disponibile presso <https://italiancrowdfunding.it/donation-based-crowdfunding/>.

<sup>16</sup> Marcello Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 375 marzo 2017. Disponibile presso [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF\\_375.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF_375.pdf)

<sup>17</sup> Il vantaggio è in termini di parcellizzazione del rischio.: così Laudonio, "La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding", in "Orizzonti del diritto commerciale", 2014, 1, p.15, disponibile all'indirizzo [http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio\\_a\\_def.pdf](http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf).

<sup>18</sup> Secondo il codice civile, ex art 1472, riguarda una compravendita futura con effetti obbligatori che si perfeziona con la realizzazione del bene

<sup>19</sup> Lerro A. M., *op. cit.*, pp 29-30.

- *equity model*: l'individuo sottoscrive una quota del capitale sociale della società emittente a fronte dell'investimento, divenendo parte attiva del rischio di impresa, andando anche a migliorare l'efficienza del mercato facilitando l'incontro tra gli investitori e le imprese e i loro prodotti<sup>20</sup>.

## 1.2 Che cos'è l'equity crowdfunding

L'equity crowdfunding<sup>21</sup> è un sistema di raccolta del capitale di rischio realizzato attraverso piattaforme on-line, che facilitano l'incontro di domanda ed offerta di capitale, provenienti rispettivamente dalle imprese e dalla moltitudine dei piccoli risparmiatori, direttamente e senza l'intermediazione bancaria o finanziaria<sup>22</sup>. Varie sono le definizioni in circolazione ma per gli interessi dell'elaborato è utile partire da quella che viene diffusa dalla Consob, organo che si occupa della vigilanza in materia, sul suo portale:

*“(...) 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>23</sup>.*

Volendo aggiungere un'ulteriore definizione, in termini strettamente economici, l'equity crowdfunding ha il potenziale di irrompere nel circolo vizioso innescato tra il debito pubblico-privato e la chiusura degli indotti da parte degli istituti di credito, andando a mobilitare il risparmio dei privati, c.d. unità in surplus, per destinare risorse economiche alle imprese di piccole dimensioni, c.d. unità in deficit. Seguendo la linea di quest'ultima, si può ancora interpretare il fenomeno come risposta del mercato al contesto economico attuale, dove la velocità di reazione del management e l'ampliamento del numero dei potenziali hanno impattato sull'attività del fundraising<sup>24</sup>.

L'equity crowdfunding si sviluppa con l'obiettivo di rafforzare la struttura finanziaria delle imprese seguendo la costante volontà del legislatore di ricercare nuovi canali, i quali incentivino la piccola impresa ad accedere al mercato mobiliare come sistema complementare alle fonti del credito bancario, soprattutto dopo le difficoltà evidenziate dalla crisi finanziaria del 2008, smobilizzando il risparmio diffuso e spronando all'investimento i singoli individui abilitandoli a investire in nuovi progetti tramite quote di capitale. Nella letteratura economica, si afferma che: *«in theory, individuals already finance investments indirectly through their savings, since banks act as intermediary between those who have and those who need money, In contrast, crowdfunding occurs without any intermediary: entrepreneurs “tap the crowd” by raising the money directly from individuals. The typical mode of communication is thorough Internet»<sup>25</sup>.*

Pur avendo il fascino della novità, l'equity crowdfunding non è privo di insidie: è uno strumento che apre le PMI al mercato mobiliare e che vuole attingere al risparmio, chiamando direttamente all'investimento il piccolo investitore, che, per inesperienza, non è nella posizione di valutare il rischio di illiquidità e di frode, fattori che rendono maggiormente rischioso l'investimento, specie nella fase di lancio di un progetto.

<sup>20</sup> Wilson, Testoni, 2014. Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital market. <https://www.researchgate.net/publication/266024973>

<sup>21</sup> Il termine è stato coniato da Michael Sullivan, il quale nel 2006 lanciò il portale “Fundvalog”.

<sup>22</sup> De Luca, Furnari e Gentile, Equity Crowdfunding, in Dig. disc. priv., sez. comm., Torino, 2018, p. 157.

<sup>23</sup> <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>

<sup>24</sup> CONSOB-CNDCEC, Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa, “L'equity crowdfunding. Analisi sintetica delle normative e aspetti operativi”, agosto 2016, pp 32.

<sup>25</sup> Schwienbacher e Larralde, Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, in The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford, 2012, p. 371.

### 1.3 Quando un'impresa dovrebbe ricorrere all'equity crowdfunding?

È noto in letteratura che la presa in considerazione delle imprese di questa forma di finanziamento è collegata strettamente alla fase del ciclo di vita della stessa. Le forme di finanziamento per le imprese nelle prime fasi della loro operatività sono principalmente: il patrimonio iniziale, i fondi di venture capital<sup>26</sup>, i business angels<sup>27</sup> (Wilson et al., 2014) o forme di finanziamento pubblico rappresentati da concorsi o gare dove vengono aggiudicati dei fondi. Se l'apporto personale di risorse ricade prevalentemente alla nascita della start up, gli altri due vengono qualificati come investitori professionali che entrano in gioco in fase successive del ciclo di vita e con altre priorità. Inoltre, come si apprende dalle ricerche pubblicate, la forma del credito bancario risulta essere la più problematica nelle prime fasi di vita per qualsiasi realtà imprenditoriale, data la mancanza di collaterals da offrire e le ripercussioni dell'effetto del *credit crunch* che ha colpito la maggior parte dei sistemi finanziari. L'equity crowdfunding quindi ha generato opportunità di investimento a molti imprenditori che in passato avrebbero riscontrato difficoltà, andando a colmare potenzialmente un gap esistente.

Considerando la provenienza delle forme principali di finanziamento di impresa, la scelta di ricorrere all'equity based crowdfunding si dovrebbe collocare coerentemente con la teoria dell'ordine di scelta<sup>28</sup> come ultima soluzione di approvvigionamento. Infatti, si ritiene che in presenza di asimmetrie informative i manager prima utilizzeranno le fonti interne e sola una volta esaurite sceglieranno di emettere nuovo debito; solo quando il livello di indebitamento diverrà insostenibile gli amministratori ricorreranno a una nuova emissione azionaria. Dato che i costi informativi sono presenti anche nel crowdfunding azionario<sup>29</sup>, la teoria trova riscontro in questa fattispecie come è confermato da (Walthoff-Borm et al, 2018), che si interrogano sul perché le imprese scelgano di offrire quote del proprio capitale su un portale online. Se per le altre tipologie di crowdfunding le motivazioni possono racchiudere anche altre sfumature, per quanto riguarda l'equity based la motivazione sembrerebbe essere principalmente quella imprenditoriale. Dunque sebbene sia uno strumento innovativo e in forte crescita come fonte di finanziamento, rimane il fatto che il suo utilizzo venga influenzato in parte dai costi informativi, perciò la ricerca di fonti di esterne di equity continua a presentare problematiche prevalentemente omogenee indipendentemente dalla natura sottostante. Di conseguenza, le imprese più profittevoli e con capacità di emettere debito saranno meno propense a ricorrere all'equity crowdfunding, mentre le altre emetteranno quote di capitale proprio su queste piattaforme online come "last resort" (Walthoff-Borm et al, 2018).

Lo strumento del crowdfunding in generale si posiziona nei primi stadi di vita<sup>30</sup> escludendo *l'initial concept e seed*, dove invece sono riconosciuti come principali finanziatori gli stessi fondatori e i pochi membri di un network privato. Come detto in precedenza, non tutti i modelli crowdfunding sono da considerare equivalenti e sostituiti perché assumono diversi orientamenti secondo il fine che perseguono. Per questo motivo è bene interpretare l'equity crowdfunding come la forma di fundraising da utilizzare nella fase di crescita, che prende avvio quando l'impresa è riconosciuta come un'entità efficiente e redditizia, ossia quando si iniziano a

---

<sup>26</sup> I venture capital sono attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate, in fase di start up successiva a quella dell'equity crowdfunding, caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo che in genere si sviluppa in più round di finanziamento.

<sup>27</sup> Gli angels investors sono persone fisiche che avendo maturato esperienza nel campo dell'imprenditorialità decidono di impiegare i propri fondi in altre realtà non perseguendo solamente interessi economici bensì con la volontà di fornire le proprie competenze a beneficio della start up.

<sup>28</sup> Myers, S., Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *J. Financ. Econ.* 13 (2), 187–221.

<sup>29</sup> Si rimanda al paragrafo 1.4 per la trattazione dell'argomento.

<sup>30</sup> Rossi, M., 2014, The new ways to raise capital: an exploration study of crowdfunding. *International Journal of Financial Research*. Vol 5, N. 2. Disponibile presso <http://dx.doi.org/10.5430/ijfr.v5n2p8>

realizzare i primi fatturati piuttosto che veri e propri profitti<sup>31</sup>. L'impresa che decide di utilizzare questo strumento si trova in una fase di espansione, dimostrando una forte crescita che dovrebbe continuare nel tempo. Quest'ultima è in grado di dimostrare il successo e può presentare le sue richieste di finanziamento a potenziali sostenitori tramite la realizzazione di un business plan<sup>32</sup>, che racchiuderà informazioni obiettivamente verificabili come dati finanziari e sulla sua base di clienti. La pubblicazione di questi documenti aiuterà anche la società a stimolare l'investimento e ad assicurarsi il successo della raccolta, cosa che invece non accadrebbe se la stessa si trovasse ancora in uno stadio primordiale del suo ciclo di vita, non potendo ancora stimare e comprendere correttamente i futuri sviluppi del proprio settore o i propri flussi finanziari. Gli investitori valuteranno l'adesione alla campagna confrontando il rendimento offerto con quello di altre attività comparabili, ma prenderanno in considerazione il merito della proposta in base ai primi risultati riconosciuti dal mercato e sintetizzati appunto nei business plan o in generale nei documenti rilasciati al pubblico dalla società.

#### 1.4 Le fasi della raccolta e i loro attori.

Volendo ora passare in rassegna quelle che sono i principali steps che un'impresa deve affrontare una volta intrapresa la via dell'equity crowdfunding, si può suddividere l'intero percorso in più fasi. Nelle varie fasi si vedrà come le imprese interessate alla modalità si andranno a interfacciare con più di un attore, come per esempio il gestore del portale, eventuali professionisti o istituzioni interpellati durante percorsi di consulenza e infine con i potenziali investitori che possono assumere diverse forme. Per avere una visione generale del processo si può considerare che da una parte ci siano gli investitori seguiti, in genere, dal proprio consulente, dall'altra gli emittenti offerenti che per l'equity crowdfunding si configurano come piccole e medie imprese con il relativo advisor, con l'intervento inoltre di un intermediario collocatore o di un intermediario gestore dei portali, che permette l'incontro della domanda e offerta all'interno della propria piattaforma online.

##### 1.4.1 I principali attori e altri soggetti che partecipano alla raccolta.

- *Impresa emittente*: le campagne di crowdfunding hanno per oggetto strumenti finanziari il cui valore emergerà solo successivamente la sottoscrizione e sulla base delle future performance societarie: spetta all'emittente, coadiuvato da esperti, cioè a colui che conosce maggiormente lo strumento che offre, fornire informazioni veritiere e corrette sulla società in modo tale da garantire il giusto prezzo di sottoscrizione dello strumento finanziario. Il ruolo del portale web risulterà fondamentale successivamente per garantire agli investitori quei servizi di verifica e certificazione dell'operato degli emittenti. L'offerente dovrà affidarsi ad un intermediario gestore del portale web o ad un intermediario tradizionale per agevolare le transazioni tra emittente e investitore, e ridurre i costi di transazione sulla base della dimensione della PMI<sup>33</sup>.
- *Portale web*: il portale è una piattaforma online di raccolta fondi che permette l'incontro tra la domanda di finanziamenti di progetti di crowdfunding e l'offerta di denaro degli investitori; può essere generalista, cioè che raccoglie progetti di ogni tipo, o tematico, cioè specializzato in una tipologia

---

<sup>31</sup> Paschen J., "Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle", Business Horizons, vol 60, 2017, pp. 179-188. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bushor.2016.11.003>

<sup>32</sup> Il ruolo del business plan viene considerato di primaria importanza nella letteratura e dalle autorità di vigilanza anche perché viene certificato il suo ruolo conoscitivo tanto da renderlo un documento di disclosure obbligatorio per le offerte pubbliche di capitale mediante portale on-line.

<sup>33</sup> Ciocca, N., & Accettella, F. (2017). Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding [ §§ 2,3,4,5,10,11]. GIURISPRUDENZA COMMERCIALE, 44(2), 237-270.

specifica o progetti di determinati settori. Percepisce dei ricavi sulla base delle commissioni percentuali che si applicano (in Italia la media è del 5%)<sup>34</sup> ai singoli progetti pubblicati, oltre ad un eventuale compenso fisso per la pubblicazione del progetto sulla piattaforma. Se da una parte la piattaforma aiuta gli investitori ad individuare il settore, la società di interesse e le informazioni che concernono le caratteristiche e i rischi, dall'altra aiuta le imprese offerenti a rendersi maggiormente visibili ai potenziali finanziatori. Il portale ha la capacità di operare come gatekeeper<sup>35</sup>: viene reputato un valido certificatore, in quanto partecipando alla fase preparatoria dell'offerta al pubblico dispone di un notevole patrimonio informativo dell'emittente, possiede una notevole esperienza ed altrettante risorse economiche ed umane necessarie per valutare le informazioni. Questo risulta essere determinante anche per l'intero settore del crowdfunding, poiché la piattaforma ha necessità durante i processi che precedono la raccolta, di selezionare società meritevoli al fine di creare una reputazione affidabile per gli investitori.

- *Investitori*: gli investitori sono quei soggetti che impiegano i propri capitali nella raccolta in cambio di benefici di varia natura. L'investimento nelle società che ricorrono all'equity crowdfunding presenta caratteristiche particolari e rischi economici<sup>36</sup> più elevati rispetto agli investimenti tradizionali, al punto che il legislatore ha predisposto un giusto equilibrio nella regolamentazione tra la tutela dell'investitore e gli oneri dei gestori delle piattaforme online<sup>37</sup>. Viene naturale pensare che quando si sceglie di finanziare certi progetti gli investitori abbiano a disposizione tutti gli strumenti necessari per effettuare una scelta consapevole. A maggior ragione la Consob<sup>38</sup> disciplina che: a) durante la campagna l'investitore deve aver preso visione del materiale sull'educazione finanziaria e delle informazioni sintetiche e comprensibili inerenti i rischi di perdita del capitale investito e di una potenziale illiquidità dell'investimento; b) deve fornire informazioni in merito la propria conoscenza ed esperienza in strumenti finanziari; c) deve dichiarare di sostenere economicamente l'eventuale perdita dell'investimento effettuato.
- *Altri soggetti*: come si è appreso fino a questo momento, oltre agli attori principali coinvolti nell'operazione spesso vengono interpellati altre figure che aiutano e guidano i soggetti prima menzionati nella buona riuscita. Esistono infatti altri soggetti che svolgono servizi essenziali per l'efficienza dell'intero processo. Innanzitutto, l'architettura informatica del portale viene spesso sviluppata da outsourcer esterni, che si occupano di progettare la veste grafica e soprattutto di implementare il sistema di gestione degli ordini da parte dei finanziatori<sup>39</sup>. Un'altra categoria di soggetti è rappresentata dagli advisor legali che si sono specializzati nel settore. Proporre una campagna di crowdfunding espone il proponente a rischi di contestazioni e responsabilità civili. Lo stesso vale per i gestori delle piattaforme<sup>40</sup>. La consulenza specifica sullo sviluppo del progetto, importante per la redazione del business plan ed anche per impostare la necessaria attività di marketing multicanale specialmente sui social networks, viene fornita o dalle piattaforme stesse oppure da studi già conosciuti dal proponente<sup>41</sup>. Di rilievo potrebbe essere il ruolo svolto dalla figura del

---

<sup>34</sup> Ancillotti, Gian Marco, "Srl e equity crowdfunding", Tesi di laurea, Università degli studi di Padova, anno accademico 2019-2020, rel. Prof. Speranzin Marco.

<sup>35</sup> Andrew A. Schwartz, *The Gatekeepers of Crowdfunding*, 75 Wash. & Lee L. Rev. 885(2018). Disponibile presso

<sup>36</sup> Si rimanda al prossimo paragrafo.

<sup>37</sup> CONSOB, CNDCEC, *L'equity crowdfunding analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, 2016, pp 57.

<sup>38</sup> Cfr Regolamento Consob, art 15, co. 2.

<sup>39</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, *Osservatorio crowdfunding. 5° Report italiano sul Crowdinvesting*, p. 8. Disponibile su <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

<sup>40</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, *op. cit.* p. 9.

<sup>41</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, *op. cit.* p. 9.

commercialista<sup>42</sup> come un advisor, con la doppia funzione di consulente/supporto per la strutturazione e il managing dell'operazione nella definizione dell'assetto dell'operazione dal punto di vista societario, la pianificazione di operazioni future, nella scelta della tipologia offerta e nella redazione dei documenti informativi, o anche affiancando l'investitore<sup>43</sup> al fine di illustrare e divulgare le principali caratteristiche, le opportunità e rischi dello strumento. Può capitare che vengano coinvolti anche dei periti indipendenti, laddove sia opportuno fornire ai finanziatori una valutazione di brevetti, marchi o altri asset<sup>44</sup>. Anche le compagnie assicurative sono entrate nel settore a seguito dell'obbligo imposto dal Regolamento Consob<sup>45</sup> per le piattaforme di equity crowdfunding di aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, di stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale.

#### 1.4.2 Le fasi principali di una operazione di equity crowdfunding

- *Fase preliminare*: la procedura si sviluppa a partire dalla fase di preparazione alla pubblicazione dell'offerta su un portale autorizzato. Le imprese che vogliono raccogliere capitale dovranno prima di tutto instaurare un rapporto comunicativo con il gestore, che concerne la mera valutazione dell'operazione in generale, anche rispetto al ciclo di vita dell'impresa. Si andranno a discutere quelle che sono le principali criticità dell'operazione come le opportunità che possono derivare e/o mancanza delle condizioni necessaria per una corretta riuscita. Dopodiché si prendono in analisi, con i propri consulenti, tutta una serie di aspetti legislativi e tecnici come la delibera di aumento di capitale verso per mezzo di terzi, la tipologia di quote offerte alla sottoscrizione<sup>46</sup>, la valutazione premoney<sup>47</sup> che determina l'ammontare delle quote da cedere a ciascun investitore, l'apposizione di eventuali clausole riguardanti una soglia minima di raggiungimento e il trattamento dell'overfunding<sup>48</sup>. La fase si conclude con la vera e propria pubblicazione sulla piattaforma, in una sezione dedicata, di ulteriori documenti come il business plan o il canvas model<sup>49</sup>, una breve sintesi visiva dei principali indicatori finanziari, la presentazione del team del management con relativi curriculum ed infine eventuali documenti ritenuti utili.
- *Fase della raccolta*: una volta completata la fase burocratica e pianificatrice del processo, si lascia agli investitori decidere il merito della proposta. Per l'emittente inizia quella che viene chiamata dagli esperti fase marketing<sup>50</sup>, in cui l'offerente deve essere in grado di trasmettere al destinatario le ragioni per le quali conviene investire. Dal punto di vista pratico la gestione degli ordini e dei pagamenti è affidata a un istituto finanziario convenzionato con il gestore, tramite l'apertura di un conto corrente dedicato. Il portale, oltre a tutti gli obblighi e vincoli a cui deve sottostare, dovrà essenzialmente

---

<sup>42</sup> FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019, *L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende*, p 26 e ss. Disponibile presso

<sup>43</sup> FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019, *op. cit.* p 26.

<sup>44</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, *op. cit.* p. 10.

<sup>45</sup> Cfr Regolamento Consob, art 7-bis.

<sup>46</sup> Si riporta al paragrafo 2.1

<sup>47</sup> Come riportato da <https://www.startup-news.it/valutazione-pre-money-cose-come-si-calcola-perche-e-importante-per-il-crowdfunding/> si tratta di una tappa fondamentale per la predisposizione della raccolta.

<sup>48</sup> L'aspetto tecnico-legislativo sarà trattato nel capitolo 2.

<sup>49</sup> CONSOB-CNDCEC, Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa, "*L'equity crowdfunding. Analisi sintetica delle normative e aspetti operativi*", agosto 2016, pp 40.

<sup>50</sup> <http://www.crowdadvisors.net/equity-crowdfunding/>.

attenersi ad attività meramente esecutive<sup>51</sup> e di trasparenza verso il pubblico, aggiornando le informazioni della proposta se fosse necessario.

- *Fase della chiusura*: il successo della campagna dipende sicuramente da molti fattori non solo di natura economico-imprenditoriale. Effettuando un'analisi concisa della procedura, si interpreta essenzialmente questa fase come la fine del procedimento di raccolta. La tipologia di offerta incide sicuramente sull'esito e dal punto di vista operativo le campagne possono essere strutturate secondo due modelli<sup>52</sup>: *all or nothing*, dove la somma target deve essere raggiunta entro una finestra temporale altrimenti il finanziamento si considera fallito; *keep it all o flexible fund*<sup>53</sup>, nel quale qualsiasi importo raccolto rimarrà all'emittente anche se non verrà raggiunto il target stabilito. Qualunque sia la scelta della tipologia di offerta la raccolta termina con la scadenza della *funding window* prestabilita. Naturalmente le conseguenze scaturite dal successo o meno sono differenti: in caso di esito positivo della campagna i sottoscrittori divengono soci a tutti gli effetti. Spetterà alla stessa promotrice la gestione di queste nuove relazioni; nell'evenienza contraria, saranno restituite agli investitori le somme versate.
- *Fase del post investimento*: per completezza è bene indicare un'ulteriore fase successiva che riguarda gli aspetti successivi al completamento della campagna di raccolta<sup>54</sup> e l'eventuale realizzarsi dell'uscita dall'investimento. Diventa quindi importante definire gli sviluppi della compagine sociale in caso di altri round di finanziamento. I soci iniziali potrebbero andare incontro a una diluizione della propria posizione e si potrebbe ritenere significativo valutare l'apposizione di clausole relative alla circolazione delle quote<sup>55</sup>, nonostante l'autorità di vigilanza abbia già previsto delle tutele<sup>56</sup> a testimonianza dell'importanza della programmazione di questa fase. Inoltre, per quanto riguarda quello che succede dopo il perfezionamento della raccolta, si riscontrano delle differenze notevoli con *business angels* o *venture capitalist*, poiché riscontrato il grande numero di partecipanti e il basso impiego messo a disposizione, hanno meno incentivi a fornire un supporto attivo alla società e a compiere attività di controllo e monitoraggio (Agrawal et al., 2014) rispetto all'interesse degli operatori professionali. L'exit dall'investimento invece, data la natura dello stesso, difficilmente avverrà nei primi anni di attività della impresa, almeno fino a quando non avrà raggiunto uno stadio del ciclo di vita tale da poter accedere a nuovi canali di finanziamento, come dei round di investimento di un fondo di venture capital o procedere alla prima quotazione presso un mercato regolamentato.

## 1.5 Costi e benefici dell'equity crowdfunding.

Per concludere la trattazione generale del fenomeno dell'equity crowdfunding si passano in rassegna gli oneri e i vantaggi che generalmente si riscontrano nel normale processo di raccolta, sia durante la preparazione, sia nelle fasi successive considerando anche che nel corso degli anni la rilevanza del fenomeno è cresciuta apportando nuove opportunità di business e di pari passo nuovi obblighi e rischi. Naturalmente la prospettiva dei vantaggi e degli svantaggi muta a seconda del soggetto coinvolto nell'operazione per questo, in accordo con quanto scritto nei precedenti paragrafi è conveniente condurre un'analisi separata.

---

<sup>51</sup> De Luca, "Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità", Fondazione Nazionale Commercialisti, 2015, pp 20 e ss. Disponibile presso <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>.

<sup>52</sup> In letteratura di tende a traslare i modelli esistenti per il reward based crowdfunding, che sono già stati menzionati nel paragrafo 1.1.1

<sup>53</sup> FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019, *op. cit.* p 28.

<sup>54</sup> Wilson K., Testoni M., 2014, *op. cit.*

<sup>55</sup> FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, 2019, *op. cit.* p 27.

<sup>56</sup> Regolamento Consob, art 24.

### 1.5.1 Costi e benefici per gli investitori

Quando si parla di investitori nel crowdfunding si fa riferimento potenzialmente a una folla di individui portatori di molteplici interessi e motivazioni, che il legislatore tende a tutelare affinché possano partecipare alle raccolte autorizzate. Si tende a differenziare gli operatori professionali dai singoli individui in virtù delle diverse caratteristiche insite nei loro profili di investimento. La differenza più importante tra i due tipi è sicuramente il background e si tratta di una circostanza che ha scaturito la nascita di un dibattito istituzionale su quali siano le migliori misure per garantire la protezione agli investitori più vulnerabili. Questa tendenza ha portato il legislatore di riferimento a definire l'investitore *retail* come persona fisica o giuridica a cui viene rivolta l'offerta di equity crowdfunding, mentre gli investitori professionali<sup>57</sup> sono individuati come: a) i soggetti autorizzati ad operare nei mercati finanziari, b) le imprese di grandi dimensioni che possiedono almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio pari o superiore a 20 milioni di euro, fatturato netto pari o superiore a 40 milioni di euro, fondi propri o superiori a 2 milioni di euro, c) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

L'informazione rappresenta il problema maggiore per gli investitori non professionali<sup>58</sup>, come è noto frequentemente le parti interessate non possiedono lo stesso livello di conoscenza delle notizie rilevanti rispetto ad altri operatori del mercato e come accade nell'equity crowdfunding il fenomeno potrebbe essere accentuato dalla scarsa specializzazione degli investitori e dalla poca disclosure delle informazioni aziendali.<sup>59</sup> Infatti, la natura del crowdfunding potenzialmente rende l'investimento nelle prime fasi di vita di un'impresa ancora più rischioso rispetto ad altri strumenti e nonostante la presenza di soggetti qualificati, il rischio di queste operazioni rimane molto elevato. Preso atto dell'impegno nella diffusione di informazioni sugli imprenditori e la loro impresa, persiste il problema del manifestarsi di asimmetrie informative<sup>60</sup> sotto forma della selezione avversa nella fase che precede l'investimento e nell'impiego del capitale raccolto successivamente dall'impresa. La poca consapevolezza degli investitori riguardo le competenze dei manager, la possibilità di coinvolgimento in delle frodi e i pochi incentivi dei singoli nel mettere in atto quella che si definisce *due diligence*, aumenteranno consistentemente il rischio. Tenuto conto di questi pericoli, potenzialmente si andrà incontro ad un fallimento del mercato, dove le imprese qualitativamente valide non ricorreranno all'equity crowdfunding e nessun soggetto sarà propenso a investire<sup>61</sup>.

Una soluzione alla problematica viene indicata nell'operatività dei sindacati<sup>62</sup> come possibile argine all'asimmetria informativa. Tramite queste organizzazioni la folla di investitori si assicurerà un investimento diversificato, beneficiando allo stesso tempo della dovuta diligenza e del monitoraggio a posteriori sull'investimento. Gli investitori a capo del sindacato e i manager dell'impresa saranno incentivati a perseguire interessi comuni nell'affrontare i problemi di asimmetria informativa; i primi godranno di buona reputazione se ottengono buone performance finanziari, mentre i secondi risponderanno negativamente agli investitori se non rispetteranno le previsioni.

Tra gli altri rischi si rilevano:

---

<sup>57</sup>CNDCEC, CONSOB, 2016, *op cit*, p. 16.

<sup>58</sup> Majluf N. S., S. C. Myers, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, pp. 187-221.

<sup>59</sup>Lerro A. M., *op. cit.*, 2013, pp 156 e ss.

<sup>60</sup> Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., 2013, "Some simple economics of crowdfunding", NBER Working Paper No. w19133. Disponibile online presso: <https://ssrn.com/abstract=2281044>

<sup>61</sup> Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., 2013, *op. cit.*, pp. 63-97.

<sup>62</sup> Agrawal, A., Catalini, C. and Goldfarb, A. (2016) "Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?", *California Management Review*, 58(2), pp. 111–124. doi: [10.1525/cm.2016.58.2.111](https://doi.org/10.1525/cm.2016.58.2.111).

- Il fallimento del progetto o dell'intera società, che comporta la perdita completa del capitale investito, che comporta per sua natura una partecipazione diretta al rischio di impresa.
- L'investimento potrebbe non garantire immediatamente i diritti patrimoniali tipici dello status di socio, a causa per esempio di norme che impediscano la distribuzione di utili<sup>63</sup>, impendendo almeno in un primo periodo il godimento dei vantaggi tipici di un investimento diretto nel capitale.
- Chi partecipa a una raccolta sopporta anche il rischio di liquidità<sup>64</sup>, non essendoci ancora un mercato secondario tale da garantire la liquidazione della partecipazione prima di ulteriori nuovi round di finanziamenti, come si riscontra in altri strumenti negoziati in mercati organizzati. Pertanto, risulta fondamentale comprendere che il profilo dell'investitore debba essere allineato con la natura dello strumento.
- Il rischio di imbattersi in piattaforme online fraudolente<sup>65</sup>, volte a perseguire truffe o comportamenti scorretti non rispettando la normativa vigente.

In generale i benefici che l'investitore rileva, qualunque sia la sua natura e motivazione, oltre a quelli legati alla convenienza economica e finanziaria dell'investimento, sono di natura sociale ed emotiva. Per tale ragione i seguenti sono definibili come i fattori che il soggetto stima durante l'investimento<sup>66</sup>, la cui valutazione influenza la scelta di partecipazione al progetto:

- l'associazione della propria figura a progetti rilevanti dal punto di vista tecnologico, etico e scientifico.
- *lottery effect*: aver investito con grandi prospettive di guadagni.
- *back to work*: possibilità di apportare il proprio bagaglio di conoscenze e competenze entrando nella governance aziendale.
- *give back*: convincimento di aver contribuito a qualcosa di utile.
- *emotional value*: consapevolezza di aver partecipato a un progetto innovativo e intraprendente.

### 1.5.2 Costi e benefici per l'impresa

Per quanto riguarda la prospettiva dell'imprenditore o in generale della società che inizia una campagna di raccolta, a fronte di molti vantaggi riconosciuti, vi sono altrettanti oneri che caratterizzano l'operazione. Come detto in precedenza, l'accesso all'equity crowdfunding permette la raccolta di risorse finanziarie nella forma di mezzi propri in un lasso temporale relativamente breve. I costi risultano essere trasparenti e ben definiti, poiché in aggiunta alle commissioni fisse applicate dal portale, vi sono le spese per i consulenti e gli oneri bancari.

<sup>63</sup> Il decreto-legge 179/2012 ha previsto per le start-up innovative ha previsto il divieto di distribuire eventuali utili conseguiti fino a che la società rispetti i requisiti appunto di start-up innovativa.

<sup>64</sup> La liquidità di uno strumento finanziario è la capacità dello stesso di essere trasformato rapidamente e senza sopportare ulteriori costi in moneta tramite mercati secondari o intermediari.

<sup>65</sup> CNDCEC, CONSOB, 2016. op. cit. p. 61.

<sup>66</sup> CNDCEC, CONSOB, 2016. op. cit. p. 59-60

Dal punto di vista organizzativo, l'onerosità aumenta se si considera la ridotta dimensione della società e tutte le procedure da dover mettere in atto quando si avvia a un'operazione straordinaria come una nuova raccolta di capitale di rischio. Il rischio principale che si sostiene è quello che l'operazione non vada a buon fine infatti, sono molti i fattori da considerare: il *pricing* della quota, il timing dell'offerta e la fattibilità dell'operazione<sup>67</sup>.

Inoltre, una buona promotion della campagna risulta essere allo stesso tempo fondamentale e piena di ostacoli<sup>68</sup> perché si configura un rischio reputazionale sull'immagine della società, al verificarsi di eventuali errori o negligenze nella comunicazione. In aggiunta, la diffusione di informazioni strategiche come piani industriali e business plan oppure la trasmissione di dati periodici alla platea degli investitori potrebbero essere motivo di riluttanza per l'imprenditore/fondatore.

Alla società è richiesta implicitamente una corporate governance<sup>69</sup> capace nell'adempiere agli obblighi necessari nonché disponibile ad un cambio di approccio alla gestione volto a maggiore trasparenza verso gli stakeholder dovuto al passaggio da una compagine sociale ristretta a una più allargata<sup>70</sup>; tutti concetti che sono sicuramente propri di aziende più mature e che rappresentano una sfida per le piccole e medie realtà.

Oltre ai benefici finanziari si possono considerare ulteriori aspetti che potrebbero giovare all'impresa una volta conclusa la campagna. Il crowdfunding viene interpretato anche come possibile miglioramento della reputazione dell'imprenditore o in generale come *market validation* per l'appetibilità e lo sviluppo del prodotto<sup>71</sup>. I partecipanti alla campagna quindi non contribuiscono solamente con skills e know-how, ma svolgono un ruolo chiave nel supporto del progetto, sfruttando le loro community virtuali e creando collettivamente valore. Infatti, si rileva che i partecipanti sono attratti dall'investimento e disponibili a finanziarlo se questo condivide e rispecchia i loro valori e la loro visione<sup>72</sup>. Lo sviluppo di queste relazioni porta gli investitori successivamente a comportarsi come clienti, fornitori o collaboratori. Si viene a creare un *valuable network* dove gli investitori si fanno portavoce del prodotto o del servizio in modo simile a quanto si riscontra nell'attività svolta dai business angels. Quest'ultima accezione è molto importante nella fase di espansione del ciclo di vita dell'impresa se consideriamo i benefici pubblicitari e concorrenziali per i nuovi prodotti<sup>73</sup>.

Altri<sup>74</sup> invece individuano potenziali vantaggi nella maggiore pubblicità e automatizzazione del processo della raccolta fondi, che prepara l'impresa per eventuali altri round di finanziamento esterni e sviluppa un network di referenze utili al fine di ottenere finanziamenti pubblici o prestiti bancari. La validazione dell'iniziativa imprenditoriale rafforza la credibilità dell'emittente nei confronti degli istituti creditizi, e questo facilita le successive richieste di finanziamento (*rating upgrade*)<sup>75</sup>.

---

<sup>67</sup> Turan, S., S., 2015, "Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle" Journal of Financial Innovation, Vol. 1, pp. 141–151.

<sup>68</sup> Mollick, E., "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", Journal of business venturing 29, 2014, pp. 1-16.

Disponibile presso <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>

<sup>69</sup> Cfr Turan, S., S., 2015, op cit, p 149.

<sup>70</sup> Come riportato nel position paper del Cndcec e della Consob, le imprese finanziate si dovranno ripensare e modificare gli organi sociali in virtù dell'entrata di nuovi azionisti.

<sup>71</sup> Bradford, S., "Crowdfunding and the federal securities laws", Columbia Business law Review, Retrived 11, 2012. Disponibile in formato PDF presso <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>

<sup>72</sup> Wilson K. E., Testoni M., 2014, op. cit.

<sup>73</sup> Schwienbacher, A., Larralde, B., Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures (September 28, 2010). HANDBOOK OF ENTREPRENEURIAL FINANCE, Oxford University Press, Forthcoming, Disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=1699183> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1699183>

<sup>74</sup> I. PAIS-P. PERETTI-C. SPINELLI, *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014, pp 24

<sup>75</sup> CNDCEC, CONSOB, 2016, op. cit., p. 10

## Capitolo 2 L'equity crowdfunding in Italia: aspetti normativi e dati sul mercato

### 2.1 Il quadro normativo italiano

Il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, noto come Decreto Crescita bis, convertito con modificazioni dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221 e poi le seguenti norme attuative, disciplinano per la prima volta nel nostro ordinamento l'istituto dell'equity based crowdfunding e attribuiscono una definizione di impresa innovativa ad alto valore tecnologico, la startup innovativa. Si tratta di una grande novità da tutti i punti di vista tanto che pone il nostro paese come il primo in U.E a legiferare in materia<sup>76</sup>. Pochi anni dopo le maggiori istituzioni europee hanno affermato e adottato una serie di provvedimenti che rientrano nel quadro della realizzazione di un'Unione dei mercati dei capitali<sup>77</sup>, volta ad ampliare l'accesso dei finanziamenti per le imprese innovative, le start-up e altre aziende non quotate dove lo stesso parlamento europeo afferma che:

*“l'Unione dei mercati dei capitali debba creare un contesto normativo appropriato che migliori l'accesso transfrontaliero alle informazioni sulle società in cerca di strutture di credito, di equity e quasi equity, al fine di promuovere la crescita di modelli di finanziamento non bancario, tra cui il finanziamento collettivo [crowdfunding] e il prestito peer-to-peer”*<sup>78</sup>.

Il decreto suddetto è stato attuato, in virtù dell'art. 30, con il Regolamento Consob del 26 giugno 2013, n. 18592/2013, *“Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese start-up innovative tramite portali online”*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 12 luglio 2013, n. 162<sup>79</sup>. In origine quindi, la disciplina dell'equity crowdfunding italiana, a differenza di quelle adottate in altri paesi, aveva carattere elitario ed era destinata alle sole start-up innovative. Come si rileva dalla lettura dell'art. 25 del d.l. 179/2012, *«l'impresa start-up innovativa»*, è *«la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del DPR 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione [...]»*. Di fatto quindi, non siamo alla presenza di un nuovo modello societario: quella di start up innovativa è una qualità ulteriore ed aggiuntiva che può essere vestita da una qualsiasi società di capitali, se *«b) è costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi; c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia; d) a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda»*, oltre a possedere gli ulteriori requisiti indicati per legge.

---

<sup>76</sup>Da segnalare inoltre è il “JOBS act” emanato nel 2012, fortemente voluto dal presidente Obama come volano per la rilancio dell'economia USA, come una delle prime fonte normative che hanno legiferato in materia crowdfunding riconoscendo le grandi potenzialità del fenomeno.

<sup>77</sup> Per “unione dei mercati di capitali” si intende *<[...]l'iniziativa dell'UE volta ad approfondire e integrare ulteriormente i mercati dei capitali degli Stati membri dell'UE dove la maggior parte delle azioni è incentrata sul trasferimento dell'intermediazione finanziaria verso i mercati dei capitali e sull'abbattimento delle barriere che ostacolano gli investimenti transfrontalieri. [...] Il piano d'azione comprende una gamma di strumenti, dagli atti giuridici dell'UE al sostegno per le iniziative promosse dall'industria>*. (<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/>)

<sup>78</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015 su «Costruire un'Unione dei mercati dei capitali» (2015/2634(RSP) OJ C 265, 11.8.2017, p. 76–83. Disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015IP0268&from=IT>

<sup>79</sup> CAGNASSO, Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.), in Nuovo dir. soc. 2014, pp. 7 ss.;

Nella Relazione Illustrativa al d.l. n. 179/2012<sup>80</sup> si legge che «la creazione di un ecosistema favorevole alle start-up innovative rappresenta per la prima volta un preciso strumento di politica economica teso a favorire la crescita, la creazione di occupazione, in particolare quella giovanile, l'attrazione di talenti e capitali dall'estero, e a rendere più dinamico il tessuto produttivo e tutta la società italiana, promuovendo una cultura del merito e dell'assunzione di rischio». In particolare, alle imprese rientrate nella precedente definizione venivano concesse agevolazioni fiscali, civilistiche e giuslavorista. L'obiettivo programmatico del decreto è infatti di incoraggiare la formazione di un «ambiente favorevole all'attività imprenditoriale e al rilancio della competitività»<sup>81</sup>. Con queste parole il legislatore ha manifestato la volontà di rispettare gli impegni assunti in seno alla strategia Horizon 2020<sup>82</sup>, atto con il quale la Commissione Europea suggeriva agli stati di attivarsi per dare maggiore sostegno all'impresa nascente.

L'art. 30 del d.l. 179/2012 poi ha introdotto l'art. 50 -quinquies, co. 2, del T.U.F. “Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative” che ha delimitato l'ambito soggettivo attraverso il principio della riserva di attività ed affidato alla gestione dei portali on-line la raccolta del capitale di rischio per le start-up innovative, che vogliono farvi ricorso<sup>83</sup>. Lo stesso art. 30 del d.l. 179/2012 ha introdotto l'art. 100 -ter del T.U.F. “Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”, con il quale si pone una parziale deroga alla disciplina generale in tema di offerta al pubblico, tipizzando la fattispecie dell'offerta realizzata attraverso portali di equity crowdfunding.

### 2.1.1 Modifiche alla disciplina

La disciplina originaria è stata nel corso degli anni modificata. Sinteticamente qui vengono raccolti i cambiamenti attuati al cosiddetto “decreto crescita bis”:

- Decreto-legge 31 maggio 2014 n.83. La prima modifica alla originaria regolamentazione è stata attuata con il d.l. 31 maggio 2014, n. 83, “Decreto cultura e turismo”, convertito nella l. 29 luglio 2014, n. 106, che ha ammesso al finanziamento mediante portali di crowdfunding le neointrodotte start-up turismo, cioè quelle società che abbiano come oggetto sociale la promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e lo sviluppo di software originali, in particolare, agendo attraverso la predisposizione di servizi rivolti alle imprese turistiche .
- Decreto-legge 24 gennaio 2015 n.3. Ulteriore modifica alla originaria normativa è stata poi apportata con l'art. 4 del d.l. 24 gennaio 2015 n. 3, “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti” – meglio noto Decreto Crescita 3.0 – convertito con modificazioni dalla l. 24 marzo 2015 n. 33. Con tale normativa ha esteso anche alle PMI innovative, definite all'art. 4, co. 1, d.l. 3/2015 197, e costituite nella forma di s.r.l., la possibilità di lanciare offerte attraverso portali on-line. Parimenti, ha esteso la qualità di emittenti anche agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società

---

<sup>80</sup> Consultabile all'indirizzo: [https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/start\\_up\\_relazione\\_incentivi.pdf](https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/start_up_relazione_incentivi.pdf)

<sup>81</sup>MISE, Rapporto Restart, Italia!, 2012, disponibile all'indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/per-imedia/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>.

<sup>82</sup>Commissione Europea, Comunicazione della Commissione Europea 2020, Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, 3 marzo 2010, disponibile all'indirizzo <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:EN:PDF>

<sup>83</sup> Fregonara, Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative, febbraio 2014, *V CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE “ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE*, p. 3.

di investimento a capitale variabile (SICAV) che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative.

- Le modifiche della Legge di bilancio 2017. Il nuovo TUF 2018. L'art. 1, co. 70, della legge, 11 dicembre 2016, n. 232 (Legge di Bilancio 2017) ha depennato il lemma "innovative" accanto alle parole start-up ed ha riscritto gli artt. 1, co. 5 -novies 205, e 50 -quinquies 206 del T.U.F., relativi ai soggetti legittimati al sistema crowdfunding. Di conseguenza, il criterio della innovatività viene destituito da condicio sine qua non per accedere all'offerta di quote mediante portale<sup>84</sup>. Il legislatore è intervenuto poi nuovamente con l'art. 57, d.l. 24 aprile 2017, n. 50, noto come Decreto Correttivo, convertito poi con modificazioni dalla l. 21 giugno 2017, n. 96, con il quale ha esteso il regime formale previsto per gli emittenti di quote di partecipazione tramite portali on-line a tutte le PMI, dato che le modifiche portate dalla Legge di Bilancio 2017 si concentravano sulla sola disciplina dell'equity crowdfunding incorporata nel T.U.F.. L'art. 57, co. 1, d.l. 57/2017, rubricato "Attrazione per gli investimenti", dispone che: «all'articolo 26, commi 2, 5 e 6, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, le parole: "start-up innovative" e "start-up innovativa", ovunque ricorrano, sono sostituite dalla seguente: "PMI". Con tale norma è stata quindi, generalizzata a tutte le PMI costituite in forma di s.r.l. la facoltà di godere delle deroghe previste alla disciplina comune di diritto societario<sup>85</sup>. Successivamente, è stato promulgato il D.Lgs. 3 luglio 2017, n. 112, intitolato "Revisione della disciplina in materia di impresa sociale", il quale con l'art. 18, co. 8, ha portato ad una nuova riscrittura degli articoli del T.U.F. in materia di equity crowdfunding, equiparando le imprese sociali alle PMI nella qualità di emittenti di strumenti finanziari tramite portali on line. L'art. 1, co. 5-duodecies, T.U.F. – aggiunto dallo stesso art. 18 – chiarisce che «per "imprese sociali" si intendono le imprese sociali ai sensi del decreto legislativo 3 luglio 2017, n. 112, costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa». Dunque, escluse le società di persone o gli enti regolati dal Libro I del codice civile, tutti i modelli societari, che operano nel settore non profit, purché regolati secondo principi corporativi, possono accedere ai meccanismi dell'equity crowdfunding. Ne restano escluse, tuttavia, le associazioni e le fondazioni, oltre naturalmente agli enti ecclesiastici.
- Decreto Legislativo 3 agosto 2017, n.129. A seguito della promulgazione del D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129 in attuazione della direttiva MiFID II, Dir. 2014/65/UE, si è proceduto alla ricodificazione generale della disciplina dei mercati finanziari. Sono plurimi i profili che a seguito della disciplina comunitaria sono mutati rispetto alla trattazione originaria. Tra le novità più importanti, si segnala la riscrittura dell'art. 1, co. 5-novies, T.U.F., che rinvia per la definizione delle piccole e medie imprese che accedono ai portali per la raccolta di capitali, all'art. 2, paragrafo 1, lett. f), del Reg. 2017/1129/UE 218, in forza del quale sono considerate "PMI", ai fini del finanziamento tramite portali, le società che in base all'ultimo bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno uno dei requisiti indicati dalla norma, ossia che il numero medio dei dipendenti nel corso dell'esercizio non abbia superato le duecentocinquanta unità, o che lo stato patrimoniale non risulti superiore a quarantatre milioni di euro, o infine il fatturato netto annuale non sia superiore a cinquanta milioni di euro. Ancora, è stato ampliato il novero dei soggetti che possono ricoprire il ruolo di gestore di diritto dei portali, «alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q -bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese». Invece, per i gestori dei portali iscritti

<sup>84</sup>Cucchiato, L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità, in Riv. dir. banc., 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/l-equitycrowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilità-2017>

<sup>85</sup> Maltoni, Ruotolo e Boggiali, La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata, Studio n. 101-2018/I, disponibile all'indirizzo <https://www.notariato.it/sites/default/files/101-2018-I.pdf>.

alla sezione ordinaria del registro Consob è stato imposto l'onere di stipulare una polizza assicurativa di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente agli investitori (art. 50-quinquies, co. 3, lett. e -bis), T.U.F. 221. La riscrittura dell'art. 100-ter, commi 2 -bis e seguenti, T.U.F., ha esteso il regime alternativo di circolazione delle quote a tutte le PMI<sup>86</sup>. Sono stati inoltre, innovati anche i poteri affidati alla Consob. Il legislatore, nell'ambito dell'esercizio delle funzioni di vigilanza, ha riconosciuto alla Consob il potere di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori dei portali (art. 50-quinquies, co. 6, T.U.F.); in più, ha conferito delega all'authority per definire i piani di intervento al fine di rafforzare le policy in ambito di conflitti di interesse e di prevenzione al fenomeno c.d. *whistleblowing*. Da tali modifiche è conseguito un'inevitabile e nuova revisione del Reg. Consob 18592/2013 resa effettiva con la delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204, immediatamente seguita da una seconda delibera del 17 gennaio 2018, n. 20264 226, le quali hanno dato attuazione alla moltitudine delle modifiche intervenute sulla fonte di rango primario, e in via transitiva, in sede comunitaria.

- Il D.L. n. 50/2017 ha apportato modifiche per quanto concerne il regime circolatorio e la categorizzazione delle quote delle S.r.l che rientrano nell'indicazione di PMI<sup>87</sup>.
- Legge 30 dicembre 2018 n.145 (Legge di Bilancio del 2019). Ha introdotto modifiche al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.), al fine di estendere l'ambito di applicazione della normativa italiana in tema di portali per la raccolta di capitali on-line anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi dalle piccole e medie imprese innovando ancora una volta il settore di finanziamento per le PMI, con la possibilità di sottoscrizione, in una sezione del portale diversa da quella riservata all'equity crowdfunding, agli investitori professionali e particolari categorie riconosciute dalla Consob. Pertanto, con i sopra descritti interventi legislativi l'attività dei gestori di portali per la raccolta di capitali on-line è stata ampliata ricomprendendovi anche la promozione di offerte aventi ad oggetto titoli di debito delle piccole e medie imprese.
- La delibera della Consob n. 21259 del 6 febbraio 2020 ha modificato il regolamento del crowdfunding adeguando le disposizioni regolamentari in virtù della novità introdotte dal d.lgs. n. 165/2019 che ha modificato l'art. 50-quinquies del TUF, il cosiddetto correttivo MiFID per quanto riguarda l'obbligo di adesione a un sistema di indennizzo per gli investitori mantenendo quindi la sola obbligatorietà della copertura assicurativa<sup>88</sup>

### 2.1.2 Il nuovo regime delle quote S.r.l-PMI

Un nuovo scenario si apre per le S.r.l-PMI dal momento queste società sono state equiparate al resto delle S.p.a. sotto una pluralità di importanti profili. Si tratta di una radicale contro-riforma del diritto societario rispetto a quella elaborata nel 2003 dove la S.r.l. era stata intuita come una specie di sorella minore della

---

<sup>86</sup>Macchiavello, E., 2018, La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, *Rivista di Diritto Bancario*, p. 4, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/la-travagliataevoluzione-normativa-dell-equity-crowdfunding>.

<sup>87</sup> Si riporta al sezione 2.1.2 di questo capitolo.

<sup>88</sup> Crowdfunding: pubblicate le modifiche al Regolamento Consob, *Diritto Bancario*, 10/02/2020. Disponibile presso <http://www.dirittobancario.it/news/capital-markets/crowdfunding-pubblicate-le-modifiche-al-regolamento-consob>

società azionaria; mentre oggi vi è una radicale retromarcia<sup>89</sup> con la possibilità di manifestazione di problematiche interpretative in sede di ricostruzione della normativa applicabile e con l'eventualità di alterare consistentemente gli assetti tipici del modello e della governance societaria<sup>90</sup>.

In virtù del D.l 50/2017, alle società a responsabilità limitata, che rientrano nella denominazione PMI<sup>91</sup>; è stata estesa la possibilità di assumere un assetto capitalistico e di emettere al pubblico categorie di quote fornite di diritti diversi<sup>92</sup> come era stato previsto per le start-up innovative dal decreto crescita-bis e poi per S.r.l che rappresentavano PMI innovative. All'atto costitutivo viene ora espressamente consentita la possibilità di emettere quote oggettivate e standardizzate e di adottare un regime alternativo di circolazione in deroga al diritto comune per favorire. Tali elementi fanno venir meno il cardine che, in precedenza, consentiva di identificare il tipo normativo della s.r.l. in una società destinata ad avere un assetto proprietario chiuso. Le S.r.l. di piccole e medie dimensioni acquistano quindi la capacità di fare appello al mercato del capitale di rischio, in particolare all'equity crowdfunding, per promuovere la formazione di un assetto proprietario aperto rivolto alla raccolta e alla circolazione dell'investimento presso una platea potenzialmente indeterminata di soci<sup>93</sup>.

Infatti, è ora consentito in deroga all'articolo 2468 c.c comma secondo e terzo:

- che le quote di partecipazione in P.M.I. costituite in forma di s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari attraverso i portali per la raccolta di capitali online.
- di suddividere il loro capitale in "categorie" di quote caratterizzate dall'attribuzione di diritti diversi a ciascuna di esse, da intendere come gruppi di quote dal contenuto omogeneo e che presentino delle caratteristiche difformi da quelle di altri gruppi.
- di attribuire a tali categorie di quote, notevoli e svariate limitazioni del diritto di voto e diversi privilegi patrimoniali<sup>94</sup> senza incorrere in fattispecie vietate dalla legge<sup>95</sup>.

---

<sup>89</sup> Angelo Busani, "Categorie di quote nella S.r.l.-PMI", *Le società*, aprile 2019, pp 493-506 disponibile all'indirizzo [http://www.notaio-busani.it/Massime\\_notarili\\_e\\_orientamenti\\_professionali\\_Categorie\\_di\\_quote\\_nella\\_S.r.l.-PMI](http://www.notaio-busani.it/Massime_notarili_e_orientamenti_professionali_Categorie_di_quote_nella_S.r.l.-PMI)

<sup>90</sup> Corso, S.,2019, "S.r.l.-PMI aperte al mercato scelte statuarie e diritti dei soci investitori". *Banca Borsa e titoli di credito*, vol. LXXXI, fascicolo 6, pp. 877-912. Consultabile presso <http://hdl.handle.net/11584/284677>

<sup>91</sup> La denominazione PMI non è compresa nel D.L. 50/2017 però la commissione europea con la raccomandazione 2003/361/CE identifica questa categoria come la società che: <<1) abbia ad oggetto una qualsiasi attività economica, anche non commerciale e anche non di impresa (art. 1 racc. CE); 2) occupi meno di 250 persone ed abbia un fatturato annuo non superiore ai 50 milioni di Euro oppure un totale di bilancio annuo non superiore ai 43 milioni di Euro (art. 2 racc. CE); 3) non appartenga a gruppi di imprese il cui potere economico superi quello di una PMI ai sensi dei considerando 9, e ss., e degli artt. 3 e 6 della racc. CE.>>

<sup>92</sup> Baccetti, Niccolò, 2019, "Informazione e postergazione tra s.p.a e nuove s.r.l.", *BANCA BORSA TITOLI DI CREDITO*, vol. 5, p. 701. Accesso remoto Biblioteca Luiss.

<sup>93</sup> Baccetti, 2019, op. cit, p. 702

<sup>94</sup> La nuova formulazione prevede che: <<l'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga all'articolo 2479, quinto comma, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative>>.

<sup>95</sup> Le categorie di quote devono pur sempre rispettare i limiti imposti dalla legge in particolare: << a) il divieto di patto leonino: ex art. 2265 c.c. "è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite" [...], b) il divieto di prevedere forme di remunerazione garantite a favore dei soci [...] allo scopo di dividersi gli utili, esulerebbe dallo schema causale di cui all'art. 2247 c.c. la creazione di una categoria di quote che assicuri al socio una remunerazione del capitale sociale svincolata dal risultato positivo dell'esercizio [...],c) il principio di uguaglianza relativa si ritiene che non sia ammissibile la creazione di categorie di quote che, al proprio interno, attribuiscono diritti diversi, d)il rispetto dei limiti stabiliti dalla legge in materia di S.r.l., quale ad esempio il necessario diritto di recesso al verificarsi di una delle cause inderogabili di recesso previste dall'art. 2473 c.c.>> Furlanetto, Marciano, " PMI-S.r.l. una riforma epocale", *DIRITTO 24*, 21/03/2019. Disponibile presso: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2019-03-21/pmi-srl-riforma-epocale-154432.php?preview=true>

In deroga<sup>96</sup> all'art. 2474 del codice civile è consentito compiere operazioni sulle “quote proprie” (in sostanza, di acquistarle oppure di prestare assistenza finanziaria per il loro acquisto) in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori e amministratori.

### 2.1.2 I vantaggi fiscali per gli investitori

In virtù degli ultimi interventi che hanno esteso l'area di interesse dell'equity crowdfunding, sono state influenzate non solo imprese e gestori dei portali ma anche gli investitori con la previsione di agevolazioni e incentivi fiscali per favorire l'afflusso dei capitali verso le PMI.

In origine, l'articolo 29 del D.L. 179/2012 introduceva incentivi fiscali per chi investisse nel capitale di rischio delle startup innovative perseguendo il fine extrafiscale di facilitare la diffusione dello strumento tra il pubblico<sup>97</sup>. Successivamente, fino al 2016 erano previste diverse aliquote di detrazione a seconda della società in cui venisse effettuato l'investimento: 19% in startup innovative e 25% se società a vocazione sociale. Oggi si segue la disciplina della legge di bilancio del 2017 (Legge n. 232 del 11 dicembre 2016) che ha unificato l'aliquota per i soggetti IRPEF al 30% dell'investimento in equity di startup o PMI innovative fino a 1.000.000€ annui. Il legislatore ha previsto poi una deduzione dalla base imponibile nella stessa percentuale per le persone giuridiche, soggetti passivi IRES, fino a un massimo di 1.800.000€ annui.

Soggetti	Investimenti in start up innovative	Investimenti in società a vocazione sociale	Massimo investibile
Persona fisica (IRPEF)	19%	25%	500.000 €
Persona giuridica (IRES)	20%	27%	1.800.000 €

Tabella 2.1: deduzioni/detractions previste per l'anno 2016.

soggetti	Investimenti in start up innovative e PMI innovative	Massimo investibile
Persona fisica (IRPEF)	30%	1.000.000 €
Persona giuridica (IRES)	30%	1.800.000 €

Tabella 2.2: vantaggi fiscali previsti nell'anno 2017.

Successivamente, con la legge di bilancio 2019 (Legge n. 145 del 30 dicembre 2018) all'articolo 1 comma 218 sono stati incrementate, sia per le detrazioni che deduzioni, le aliquote dal 30% al 40% limitatamente all'investimenti effettuati nell'anno 2019; per i soggetti IRES poi è stata prevista un vantaggio del 50% nei casi di acquisizione dell'intero capitale sociale.

<sup>96</sup> Art. 26, co. 6 del D.L. 179/2012 come modificato dal D.L. 50/2017.

<sup>97</sup> Buttus, S., “L'equity crowdfunding e le agevolazioni fiscali all'innovazione”, agosto 2019, disponibile all'indirizzo <http://www.rivistadirittributario.it/2019/08/16/lequity-crowdfunding-le-agevolazioni-fiscali-allinnovazione/>

Come ultima modifica alla disciplina fiscale segnalo quella prevista dal decreto-legge n. 34 del 9 maggio 2020 che prevede la detrazione d'imposta, per chi investe in una startup o PMI innovative, del 50% aggiungendo un regime fiscale ulteriormente agevolato esclusivamente per le persone fisiche che investono nel capitale sociale o tramite organismi di investimento collettivo del risparmio. Il massimo detraibile non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di 100mila euro e deve essere mantenuto per almeno tre anni. Da segnalare che la detrazione dalle imposte dovute è in questo caso secca, a differenza degli incentivi tradizionali che prevedono una deduzione dall'imponibile. Ciò significa un rientro diretto di ben metà dell'investimento<sup>98</sup>.

soggetti	Investimenti in start up innovative e PMI innovative	Massimo investibile
Persona fisica (IRPEF)	40%	1.000.000 €
Persona giuridica (IRES)	40% 50% (acquisizione capitale sociale)	1.800.000 €

Tabella 2.3: vantaggi fiscali per l'anno 2019.

soggetti	Investimenti in start up innovative e PMI innovative	Investimento massimo
Persone fisiche (IRPEF)	50%	100.000 €

Tabella 2.4: Modifiche del DL rilancio 2020 ai vantaggi fiscali.

## 2.2 Normativa e funzionamento dei portali di raccolta.

Fin da subito è stata grande l'attenzione rivolta alla disciplina che regola e vigila il funzionamento dei siti di raccolta grazie alla predisposizione di un insieme di doveri per i portali e di diritti a tutela degli investitori in modo da assicurare una maggiore trasparenza e affidabilità per proteggere il pubblico risparmio.

Le norme primarie sono integrate dal Regolamento Consob n. 18592/2013, che disciplina la figura del gestore e la materia dell'attuazione dell'offerta. Nell'ordinamento la gestione delle piattaforme on-line di equity crowdfunding è un'attività riservata a banche autorizzate e imprese di investimento, c.d. gestori di diritto, ovvero a società nate appositamente per la gestione dei portali, c.d. gestori autorizzati. Di conseguenza, il registro della Consob è a struttura binaria: accanto ad una sezione speciale destinata ai gestori di diritto, la cui iscrizione ha effetto di pubblicità notizia e certificazione anagrafica, si prevede una sezione ordinaria per l'iscrizione dei gestori autorizzati, i cui effetti pubblicitari hanno natura costitutiva. Differenza che ha automatica ripercussione anche sui sistemi di vigilanza<sup>99</sup>

<sup>98</sup> <https://mamacrowd.com/news/firmato-il-decreto-rilancio>

<sup>99</sup> CONSOB, "Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative," n. 0066128 dell'1.08.2013, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/areapubblica/ricerca/-/asset\\_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto](http://www.consob.it/web/areapubblica/ricerca/-/asset_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto)

## 2.2.1 I gestori autorizzati

Nella sezione ordinaria del registro della Consob sono iscritti i gestori autorizzati che nell'esercizio professionale dell'attività di gestione delle piattaforme sono sottoposti a determinati requisiti soggettivi, in parte coincidenti con quelli previsti per gli intermediari abilitati. Requisiti rafforzati da ulteriori previsioni di onorabilità e professionalità, la cui sopravvenuta carenza è motivo di cancellazione dal registro tenuto dalla Consob. Devono essere in possesso dei requisiti dall'art 50-*quinquies* del TUF:

- 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 italiano.
- l'oggetto sociale deve essere coerente con l'attività svolta ossia *“che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali”*<sup>100</sup>.
- possesso dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob<sup>101</sup>.
- possesso dei requisiti di professionalità e competenza da parte di coloro che amministrano e controllano il gestore.
- stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca un'adeguata protezione alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob nel regolamento<sup>102</sup>.

L'approccio con gli investitori è diversamente regolato se si tratti di un gestore autorizzato o uno di diritto. Tuttavia, permane l'obbligo da parte del gestore autorizzato di effettuare una preventiva valutazione di appropriatezza degli strumenti finanziari proposti sulla base del profilo dell'investitore<sup>103</sup> in modo da tutelare i sottoscrittori.

Di pari passo vanno rispettate le regole di condotta e comportamento nei confronti della platea di investitori di diligenza, correttezza e trasparenza. I portali devono mettere a disposizione, tenerle aggiornate e mantenerle accessibili per periodo successivo alla conclusione della raccolta le informazioni sugli emittenti e sulle singole offerte tramite apposite schede redatte secondo un modello stabilito dalla Consob<sup>104</sup> che contengano: il business plan dell'emittente, i curriculum vitae dei promotori/organi sociali, i rischi specifici dell'offerta, l'informativa contabile e altri<sup>105</sup>. Inoltre, non possono farsi carico del perfezionamento degli ordini bensì questi

---

<sup>100</sup> TUF, Art 50-*quinquies*, c.1

<sup>101</sup> Cfr. Regolamento Consob, Artt. 8 e 9. <<I soggetti devono essere scelti tra coloro che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un biennio nelle attività di amministrazione e controllo, o che hanno compiuto delle mansioni di direzione nelle imprese o attività professionali nel settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo, insegnamento universitario di materie giuridiche o economiche, o funzioni amministrative o dirigenziali presso il settore pubblico con riguardo al settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo o con riguardo a altri settori dove si gestiscono risorse economico finanziarie. Possono inoltre far parte dell'organo che svolge funzioni di amministrazione soggetti con una comprovata esperienza lavorativa, di insegnamento o di ricerca, per almeno un biennio, nei settori a elevato contenuto innovativo industriale, informatico o tecnico-scientifico, purché la maggioranza dei componenti abbia i requisiti richiamati e validi per ogni intermediario finanziario>>

<sup>102</sup> Con l'entrata in vigore del decreto legislativo n.129 3 agosto 2017, in attuazione della direttiva MiFID II è stato previsto questo ulteriore requisito patrimoniale. Il regolamento della Consob poi in virtù della delega concessa all' articolo 7-bis ha previsto: (a) una copertura minima di almeno 20.000 euro per ciascuna richiesta di indennizzo; (b) una copertura complessiva per l'importo totale delle richieste di indennizzo di almeno un milione di euro all'anno laddove i gestori effettuino direttamente la verifica relativa alla appropriatezza dell'investimento (c.d. regime di “opt-in”, ad oggi scelto dalla quasi totalità dei gestori di portali) e di almeno 500.000 euro all'anno per i gestori che utilizzino una banca o altro intermediario autorizzato per effettuare tale verifica di appropriatezza, considerati i minori rischi per l'investitore derivanti dal fatto che tale verifica di non è svolta dal portale, ma dall'intermediario che riceve l'ordine e che è a sua volta soggetto all'obbligo di adesione ad un sistema di indennizzo

<sup>103</sup>Regolamento Consob 18592/2013, Art. 13, co. 5-bis. Il gestore deve effettuare questa verifica direttamente, attraverso un questionario online dove si comprende se l'investitore possiede quel livello di conoscenza ed esperienza tali da poter comprendere le caratteristiche e rischi che l'operazione comporta.

<sup>104</sup> Allegato 3, Regolamento Consob.

<sup>105</sup> Regolamento Consob, art. 15.

devono essere trasmessi ai soggetti incaricati dalla legge<sup>106</sup> che sono le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche e, con riferimento agli ordini riguardanti azioni o quote di OICR, i relativi gestori.

Il gestore poi una volta conclusa la raccolta dovrà accertare la presenza delle clausole obbligatoriamente previste a tutela della compagine sociale di minoranza e verificare se sia stata rispettata la quota del 5% destinata agli investitori professionali<sup>107</sup>.

Coerentemente queste ultime predisposizioni, la Consob all'articolo 20-bis "*Procedure per la segnalazione delle violazioni*" riconosce, esclusivamente ai gestori autorizzati, procedure specifiche per la segnalazione interna di atti o fatti che possano costituire violazioni sulle norme disciplinanti l'attività svolta. Si tratta di una policy di *whistleblowing* interna per promuovere una cultura aziendale caratterizzata da comportamenti corretti delle risorse interne al gestore.

### 2.2.2 I gestori di diritto

Il regolamento Consob prevede come accennato in precedenza, oltre alla sezione ordinaria dove si iscrivono i gestori autorizzati, una sezione speciale del registro dove vengono iscritti i gestori di diritto, cioè le banche, le SIM, le imprese di investimento UE, imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, SGR, SICAV, e SICAF che gestiscono direttamente i propri patrimoni comunicando alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, la volontà di svolgere la gestione dei portali di equity crowdfunding.; è dunque prevista a fini di moral suasion, una semplice comunicazione preventiva per annunciarne l'inizio dell'attività secondo le disposizioni del Regolamento Consob<sup>108</sup>:

*“Le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento comunicano, prima dell'avvio dell'attività, lo svolgimento del servizio di gestione di portale indicando la denominazione sociale, l'indirizzo del sito internet del portale, il corrispondente collegamento ipertestuale nonché il nominativo e i recapiti di un referente della società. La comunicazione è sottoscritta dal legale rappresentante della società.”*

Tutti questi soggetti non hanno bisogno di un'autorizzazione particolare e, dunque, oltre alla loro attività caratteristica, coordinano e amministrano piattaforme di equity crowdfunding<sup>109</sup>.

L'iscrizione nel registro speciale è subordinata al possesso dei medesimi requisiti elencati al precedente paragrafo con l'aggiunta che il gestore di diritto, svolgendo l'attività di intermediazione, è sottoposto alle regole ordinarie previste dal TUF in merito alla prestazione dei servizi di investimento. Questi gestori di diritto possono gestire integralmente il processo di raccolta di capitali delle PMI senza ricorrere a soggetti esterni e senza l'applicazione delle regole più restrittive previste per i gestori privati autorizzati visti nel paragrafo precedente.

Tuttavia, si applica la disciplina di derivazione MiFID in merito agli ordini tanto che gestore è gravato da una serie di obblighi di disclosure superiori rispetto a quelli previsti per il gestore privato autorizzato, oltre a rispettare precisi canoni di condotta nei confronti degli investitori. L'investitore dovrà valutare bene se

<sup>106</sup> Regolamento Consob 18592/2013, art 2 comma *e-bis*.

<sup>107</sup> De Luca, 2019, op cit, p. 13

<sup>108</sup> Cfr Consob, allegato 1 punto B.1, [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>109</sup> <https://www.crowd-funding.cloud/it/tipologie-di-gestori-di-portali-di-equity-crowdfunding-gestori-di-diritto-e-gestori-autorizzati-754.asp>

affidarsi interamente al gestore di diritto, in quanto se da una parte per l'investitore ci sarà una maggiore garanzia dell'operato svolto dal gestore collocatore, dall'altra ci saranno maggiori costi<sup>110</sup>.

### 2.2.3 Le tutele agli investitori

Nei precedenti paragrafi sono state riportati le principali normative che caratterizzano la raccolta di capitale tramite portali online così come sono stati descritti i rischi potenziali degli investitori *retail*. In parte spetta ai gestori dei portali garantire che gli emittenti rispetto determinate condizioni dell'offerta in modo da tutelare gli investitori da eventuali frodi. I gestori ricadono nell'obbligo di fornire informazioni sintetiche e facilmente comprensibile riguardo l'investimento sulla sua natura e sui rischi impliciti oltre che a fornire esaurienti informazioni relativamente ai soci che amministrano fino ad arrivare a comunicare la presenza di eventuali patti parasociali<sup>111</sup>. I gestori dovranno anche verificare il sussistere di clausole statuarie nel caso in cui siano presenti diversi diritti di exit in favore dei soci<sup>112</sup>.

Si aggiunge poi una forma di tutela c.d. indiretta, secondo cui ai fini del perfezionamento dell'offerta, il 5% degli strumenti finanziari oggetto di offerta deve essere sottoscritto da investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start-up innovative.

A completare il corpus di norme si aggiungono le previsioni a tutela degli investitori che consentano l'uscita dall'investimento qualora si venissero a verificare determinate fattispecie. Questi vengono identificati come meccanismi di tutela diretta e consistono anche nel rispettare le regole del diritto societario richiamate all'interno del Regolamento ex artt. 24 e 25:

- diritto di revoca ad offerta chiusa, qualora sopraggiungano circostanze o siano scoperti errori materiali che abbiano falsato il convincimento alla sottoscrizione che può essere esercitato esclusivamente entro il termine decadenziale di sette giorni dalla data in cui gli investitori sono venuti a conoscenza delle nuove informazioni.
- diritto di recesso – *ad nutum*<sup>113</sup>– senza l'aggravio di spese, nel termine di sette giorni dall'adesione all'offerta che ha la funzione di tutelare l'investitore da un'operazione non sufficientemente ponderata<sup>114</sup>, con l'obbligo della piattaforma di restituire tutte le somme versate;
- diritto di recesso o di co-vendita delle partecipazioni possedute (*tag along*), nonché modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano dopo il lancio dell'offerta il proprio pacchetto di partecipazioni ad investitori non professionali per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta evidenziando il ruolo cruciale che i fondatori ricoprono per le società che ricorrono all'equity crowdfunding essendo questi quasi come una garanzia dell'investimento per i crowdfunders che attribuiscono alle loro qualità gran parte del successo del progetto.

---

<sup>110</sup> Ancillotti, Gian Marco, 2020, op. cit., p. 66

<sup>111</sup> Regolamento Consob, Art. 24.

<sup>112</sup> Entrambe le prescrizioni hanno valenza di requisiti posti all'ammissione dell'offerta sui portali.

<sup>113</sup> Regolamento Consob, Art. 13, co. 5

<sup>114</sup> Lerro A. M., 2013, op. cit., p. 163.

## 2.3 Mercato secondario per l'equity crowdfunding

La presenza di un mercato secondario profondo e liquido che consentirebbe agli investitori di vendere le loro quote di partecipazioni e monetizzare l'investimento prima che li sia concessa una vera e propria opportunità di exit dalla società stessa, renderebbe sicuramente più facile la diffusione al pubblico dei risparmiatori questa opportunità di investimento nelle PMI oltre che offrire nuove alternative per il loro portafoglio. La creazione di una normativa ad hoc garantirebbe più trasparenza tra gli operatori oltre che permetterebbe un aumento della circolazione dei titoli in questione.

Un mercato secondario regolamentato in cui effettuare operazioni su PMI non quotate non esiste ancora e l'ammissione alla quotazione e alle negoziazioni in mercati primari richiede in ogni caso requisiti dimensionali che la gran parte delle PMI non sono in grado di raggiungere e costi di quotazione, *governance* e di informativa che normalmente non possono sopportare. La mancanza di un mercato secondario dove disinvestire quote di PMI non quotate rappresenta allora una criticità non banale e soprattutto determina un forte disincentivo alla sottoscrizione di questi titoli, che così aggiungono alla loro intrinseca rischiosità il carattere dell'illiquidità<sup>115</sup>. Ciò implica che gli investitori possono rimanere "prigionieri" dei propri titoli, salvo che non riescano a liquidarli attraverso trattative private ovvero ad esercitare l'*exit* dalla PMI in ipotesi di cambio di controllo societario come prevede la normativa all'articolo 24 del Regolamento Consob prima descritta.

Tuttavia, in assenza di un mercato per lo scambio delle partecipazioni precedentemente negoziate online, è opportuno che vengano proposte alcune soluzioni al fine di facilitare, in ogni caso, l'uscita dall'investimento. Le modifiche apportate da Consob lo scorso anno al regolamento dell'equity crowdfunding<sup>116</sup> vanno in questo senso e consentono alle piattaforme italiane la creazione di bacheche in cui ospitare annunci di acquisto o vendita di quote. Il primo portale italiano a trarre vantaggio da questa modifica è stato "Opstart"<sup>117</sup> che ha lanciato "Crowdarena" ossia la prima bacheca digitale autorizzata dalla Consob per le compravendite di quote di startup, PMI e PMI innovative. Sicuramente un grande passo in avanti in questo senso sebbene vi siano ancora delle limitazioni piuttosto stringenti visto che:

- solo piattaforme già autorizzate all'attività di raccolta possono creare le bacheche e non terze parti.
- la bacheca può ospitare annunci relativi alle sole società che hanno raccolto sulla medesima piattaforma.
- la bacheca non può in alcun modo aiutare venditore e compratore a chiudere la transazione che, dunque, deve avvenire tramite contatto personale tra gli interessati.
- la piattaforma non può in alcun modo trarre profitto dalle transazioni.

Quindi secondo queste disposizioni il funzionamento della bacheca "Crowdarena" si basa sulla creazione di un annuncio sulla pagina web dell'azienda a cui si è interessati, in modo da manifestare la propria volontà sia se si vuole vendere o acquistare una quota. Come si legge sul sito web della bacheca<sup>118</sup>:

*"L'utilizzo del portale Crowdarena esclude esplicitamente qualsiasi servizio di investimento per i quali suggerisce agli utenti di avvalersi in ogni caso di intermediari autorizzati. Nel caso in cui l'utente necessiti di un parere o di un supporto in materia fiscale e societaria, consigliamo di rivolgersi a propri professionisti esperti di fiducia. In ogni caso Crowdarena non entra nel merito e non si assume la responsabilità su alcuna"*

<sup>115</sup>De Mari, M., Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?, 04/02/2019. Disponibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/editoriali/michele-de-mari/equity-crowdfunding-pmi-non-quotate-e-mercati-secondari-una-lacuna-da-colmare>

<sup>116</sup> CONSOB, Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019.

<sup>117</sup> Il sito della piattaforma è disponibile all'indirizzo <https://www.opstart.it/>

<sup>118</sup> <https://crowdarena.it/come-funziona/>

*negoziazione e/o transazione tra gli inserzionisti, totalmente rimessa alla libera volontà delle parti che dovranno autonomamente verificare quanto negoziato, i valori e la legittimazione. Gli annunci non costituiscono offerta al pubblico ex articolo 1336 C.C., né costituiscono promessa al pubblico ex articolo 1989 C.C., né costituiscono sollecitazione del pubblico risparmio ai sensi delle leggi vigenti e pertanto non comportano obblighi o impegni di alienazione o di acquisto nei confronti di eventuali offerenti e, per questi ultimi, alcun diritto a qualsivoglia prestazione o rimborso.”*

Sebbene il mercato secondario ha un potenziale interessante e di rilevante attenzione per il regolatore perché permettere di rendere più liquido lo strumento dell’equity crowdfunding, l’attuale normativa come si apprende, resta ancora primordiale e sembra non consentire un reale sviluppo. Da un lato, infatti, il potenziale flottante per ogni impresa è troppo limitato, dall’altro, le restrizioni non facilitano né l’accesso né le transazioni, limitandone dunque ulteriormente l’efficacia rendendolo di fatto ancora una soluzione marginale.

L’ordinamento italiano prevede indirettamente un altro metodo che favorisce il processo di trasferimento delle partecipazioni, sulla base di quanto previsto dall’art. 100-ter TUF, tramite il contributo operativo delle società fiduciarie, qualora le stesse partecipazioni acquisite siano intestate a queste ultime derogando quanto disposto dall’articolo 2470 cc in tema di circolazione ordinaria delle quote. Nella pratica potrebbe avvenire che, una piattaforma di equity crowdfunding può accordarsi con un intermediario finanziario per dare agli investitori l’opzione di intestare fiduciarmente le quote all’intermediario. Dunque, i portali usufruendo del regime fiduciario tramite queste società potranno offrire un servizio supplementare agli investitori, nei mesi o anni dopo la chiusura del round di crowdfunding: vendere ad altri azionisti o a terzi le quote sottoscritte durante la campagna. In questo modo, le quote offerte possono essere negoziate, andando in sostanza a ridurre il rischio di illiquidità<sup>119</sup>. Infatti, la fiduciaria nel rispetto delle note forme di pubblicità ed assumendo la titolarità della partecipazione per conto degli investitori ben potrà cedere ad altro soggetto interessato le quote come semplice atto interno di trasferimento, sempre a condizione che anche l’acquirente dia mandato alla fiduciaria evitando così le forme di pubblicità dell’atto di trasferimento al registro delle imprese con risparmio di tempo e denaro soprattutto per le operazioni di piccolo taglio, in quanto la titolarità della partecipazione rimane in capo alla fiduciaria che provvederà al trasferimento interno mediante una semplice scrittura nell’ambito delle proprie rubriche intestate ai fiducianti<sup>120</sup>.

L’orientamento del legislatore verso il supporto al mercato secondario per le PMI italiane si evince anche dalla formulazione del comma 2-quater dell’art. 100-ter, in base al quale quanto fin qui analizzato riguarda anche “l’esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da start-up innovative e da PMI innovative”, sempre a condizione che siano realizzate tramite piattaforme web. Sarà, quindi, possibile immaginare, oltre all’equity crowdfunding puro, un mercato di strumenti finanziari creati con l’esercizio delle facoltà previste sempre per le imprese innovative, che legittimano la creazione di titoli con diritti diversi<sup>121</sup>.

Diversa invece è la situazione nel Regno Unito dove alcune piattaforme hanno proposto una loro versione di mercato secondario dove gli investitori successivamente possono fare compravendita di quote divenendo di fatto in materia gli unici benchmark a livello europeo. Il mercato secondario di *Seedrs*<sup>122</sup>, ad esempio, è aperto alle transazioni una settimana al mese, dal primo martedì del mese al martedì successivo, anche se chi vende

<sup>119</sup> <https://www.crowd-funding.cloud/it/intestazione-conto-terzi-nell-equity-crowdfunding-intestazione-fiduciaria-1323.asp>

<sup>120</sup> Policaro G. A., Lo sviluppo in Italia dell’«equity crowdfunding». Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale*. 1/2019, pp. 67-94. Doi: [10.4478/94283](https://doi.org/10.4478/94283)

<sup>121</sup> De Luca, R., 2015, Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità. *Fondazione Nazionale Commercialisti*, disponibile presso <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>.

<sup>122</sup> Seedrs è una delle maggiori piattaforme di crowdfunding operanti nel Regno Unito con una raccolta pari a circa un miliardo di sterline e circa 1200 campagne completate con successo. Il sito web all’indirizzo <https://www.seedrs.com/>.

può postare le proprie offerte a mercato chiuso. Solo le società che hanno chiuso con successo almeno una campagna su *Seedrs* sono ammesse e il prezzo di riferimento non è influenzato dalle transazioni, ma solo dal valore definito da *Seedrs* secondo una valuation policy che si basa sul *fair value* della società. In estrema sintesi, la valutazione indicativa si basa sul prezzo delle azioni della società e moltiplicando il numero di quote/azioni emesse per il prezzo stimato si ha una valutazione dell'equity. In altre parole, il *fair value* delle azioni è definito in base al valore post money dell'ultima campagna su *Seedrs* se questa è avvenuta in un periodo recente, sempre che la società non sia manifestamente in una situazione di dissesto o sia in liquidazione, nel qual caso la valutazione è pari a zero<sup>123</sup>.

La gestione del mercato secondario è facilitata dal modello con cui *Seedrs* da sempre gestisce il suo mercato primario<sup>124</sup> e che sembra essere sempre più adottata dagli operatori italiani. Infatti, per ogni campagna lanciata sulla piattaforma, viene costituito una special purpose vehicle gestita da *Seedrs*, in cui confluiscono tutti gli investitori, i quali danno una sorta di mandato fiduciario a *Seedrs*, che diviene un *nominee*, che risulta essere quindi l'unico nuovo azionista della società target. Questo permette anche di condurre un'analisi migliore in ottica di determinazione del fair value rispetto ad altre piattaforme che non hanno accesso a certe informazioni societarie interne. L'unica differenza con la fattispecie italiana dell'articolo 100-ter del TUF si può trovare nella considerazione precedente ovvero che l'intestazione fiduciaria delle quote avviene solo chi per decidere di godere di questo regime mentre nel caso della piattaforma inglese questa è il *nominee* per tutti gli operatori.

## 2.4 Dati del mercato italiano

Si passeranno in rassegna alcune statistiche rielaborate sulla situazione del mercato italiano dell'equity crowdfunding con l'obiettivo di mettere in luce che, nonostante una normativa ancora in fase di sviluppo, sia grande l'attenzione rivolta dalle istituzioni e dagli investitori a questa tipologia di investimenti.

Secondo gli ultimi dati pubblici, il mercato del crowdfunding italiano è più che raddoppiato rispetto all'anno precedente e in generale nel periodo 2015-2019 la crescita è stata esponenziale fino ad arrivare a una raccolta complessiva di 442,7 milioni di euro. I modelli che hanno impattato maggiormente sullo sviluppo del settore sono sicuramente quelli dell'equity e del lending crowdfunding. Da segnalare sicuramente è anche il grande successo del real estate crowdfunding, che secondo un recente studio di *Ernest & Young*, nei soli primi cinque mesi del 2020 ha già raccolto 21,5 milioni di euro che, confrontati con i 35 milioni totali raccolti lo scorso anno, fanno intravedere grandi prospettive di crescita del settore<sup>125</sup>.

Rispetto ai paesi europei risulta però ancora esserci un gap, soprattutto se comparato con i numeri del Regno Unito che risulta essere il principale contributore alla crescita del settore. Questa differenza si è ridotta nel corso degli anni, a testimonianza di una maggiore apertura verso l'utilizzo dello strumento nel resto dei paesi. Se il Regno Unito è ancora molto lontano<sup>126</sup>, sono state colmate le distanze con Germania (33 milioni di euro) e Francia (31 milioni di euro) come deducibile dal grafico. Nel 2018 in Italia sono stati raccolti circa 36 milioni di euro in equity crowdfunding<sup>127</sup>.

<sup>123</sup> Per maggiori informazioni sui criteri di valutazioni utilizzati dalla piattaforma <https://www.seedrs.com/learn/portfolio>.

<sup>124</sup> Allegreni, F., Il mercato secondario di Seedrs per l'equity crowdfunding: unico benchmark in Europa, 01/07/2020, disponibile presso <http://www.crowdfundingbuzz.it/mercato-secondario-seedrs-per-equity-crowdfunding-unico-benchmark-in-europa/>.

<sup>125</sup> Alessia Maccaferri, "Real estate, 21 milioni in solo cinque mesi", Sole 24 ore, p. 34 pubblicato il 2/07/2020

<sup>126</sup> T. Ziegler-R. Shneor-K. Wenzlaff-A. Odorović-D. Johanson-R. Hao, L. Ryll, Shifting Paradigms. The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report, Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019. Disponibile presso [https://www.crowdfunding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Cambridge2019/Shifting-Paradigms-European-Report-2019.pdf](https://www.crowdfunding.cloud/public/dps/dwl_file/Cambridge2019/Shifting-Paradigms-European-Report-2019.pdf)

<sup>127</sup> Politecnico di Milano, 2020, op. cit., p 10.

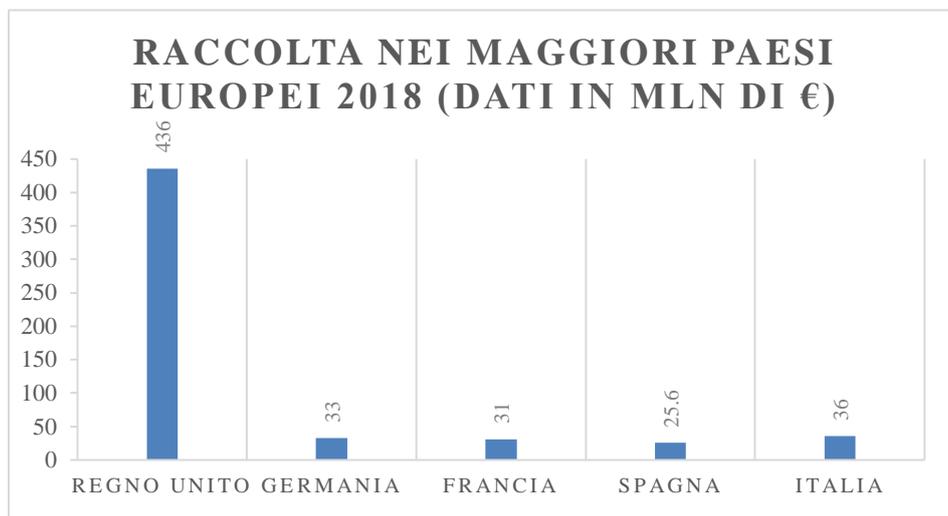


Grafico 2.1: confronto raccolta crowdfunding nei principali paesi dell'unione europea 2019. Fonte Cambridge.

Tornando all'equity crowdfunding, secondo il report di *Starteed* si registra una crescita del 114% nel 2019 rispetto all'anno precedente che rappresenta la variazione più ampia tra le tipologie analizzate. Nel primo semestre del 2020, nonostante la crisi economica mondiale causata da *Covid19*, il mercato ha raccolto circa 39 milioni di euro<sup>128</sup>, riportando un incremento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La raccolta trimestrale confrontata con gli altri anni riporta un notevole decremento da attribuire a fattori esogeni sfavorevoli degli ultimi trimestri<sup>129</sup>.

Il dato complessivo di raccolte completate con successo nel 2019 è di 138<sup>130</sup>, in netta crescita rispetto l'anno precedente (+20%). Il tasso di successo delle campagne avviate e concluse nel 2019 si appresta ad essere del 75%, sopra la media generale del 72,2%<sup>131</sup>.



Grafico 2.1: Tasso di successo campagne di raccolta anno 2019. Elaborazione personale

<sup>128</sup> Valentina Magri, articolo disponibile presso l'indirizzo <https://bebeez.it/2020/07/06/nuovo-record-per-lequity-crowdfunding-in-italia-che-raccoglie-39-mln-euro-nel-primo-semester-2020/>

<sup>129</sup> Dati e infografica disponibile presso <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/>

<sup>130</sup> Politecnico di Milano, 2020, op. cit., pp. 18.

<sup>131</sup> Politecnico di Milano, 2020, op. cit.,

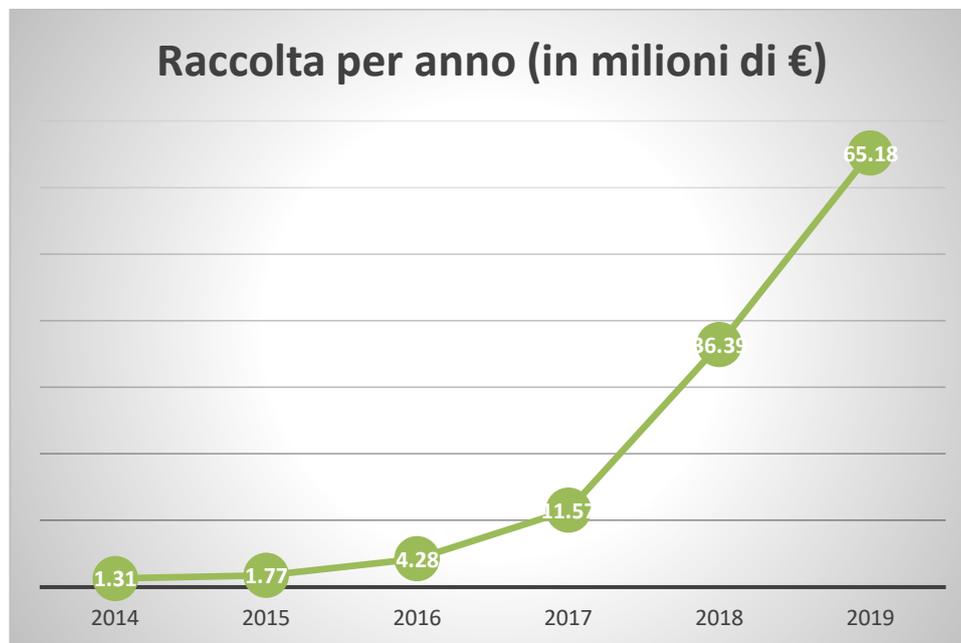


Grafico 2.3: raccolta per anni equity crowdfunding in Italia, rielaborazione personale. Fonte: Starteed e 5° report crowdfunding

Per l'anno 2020 è difficile fare previsioni per i motivi precedentemente elencati. Finora si riportano 70 campagne completate nell'arco del primo semestre per un totale di 38,37 milioni di euro raccolti<sup>132</sup>, di conseguenza sarà cruciale osservare i dati del secondo semestre per trarre le migliori conclusioni sull'impatto della crisi. Nonostante gli ultimi scenari economici, gli operatori del settore sono ottimisti sul raggiungimento di alti traguardi alla fine dell'anno, poiché si tratta di un risultato superiore al precedente record (37.8 milioni) del secondo semestre 2019. Per dare un ulteriore riferimento, in tutto il 2018 la raccolta ammontava all'importo di 36 milioni.

Per quanto riguarda gli operatori, a luglio 2020 il numero dei portali autorizzati nella sezione ordinaria del registro è di 40, mentre nella sezione speciale sono annotate 2 società. In particolare, nel corso degli anni, si registra dal lato dell'offerta, appurata la grande ascesa dello strumento, l'aumento del numero di piattaforme dedite all'emissione e raccolta, fintanto da passare da pochi operatori a circa 40 grazie. L'aumento dei portali operativi rispetto agli scorsi anni si ritiene sia dovuto alle nuove opportunità create dal legislatore, come la compravendita di quote e azioni e l'emissione di titoli obbligazionari<sup>133</sup>. Nonostante questo, i round si sono sempre concentrati su un numero ridotto di portali a testimonianza di una forte concentrazione delle campagne su pochi portali, premiando sicuramente l'esperienza accumulata. Circa il 79% dei collocamenti avviene nei primi 6 portali per importo raccolto<sup>134</sup>, che secondo gli ultimi rilevamenti sono: [Mamacrowd](#), [Crowdfundme](#), [Walliance](#), [BacktoWork24](#), [Two Hundred](#) e [Concrete](#)<sup>135</sup>.

<sup>132</sup> Politecnico di Milano, 2020, op. cit., p 22

<sup>133</sup> La legge di bilancio 2019 (legge 30 dicembre n.145) ha introdotto modifiche al TUF introducendo il comma 1-ter all'art. 100-ter che prevede: "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". Fonte <https://www.dirittobancario.it/news/crowdfunding/novita-dal-regolamento-consob-debito-e-bacheca-elettronica-incentivare-il-crowdfunding-italiano>.

<sup>134</sup> Dato inserito all'interno del "4° report italiano sul crowdinvesting" pag 16, disponibile presso <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>.

<sup>135</sup> Da segnalare che Walliance e Concrete sono piattaforme specializzate nel real estate crowdfunding rispetto invece alle altre che coprono più segmenti.

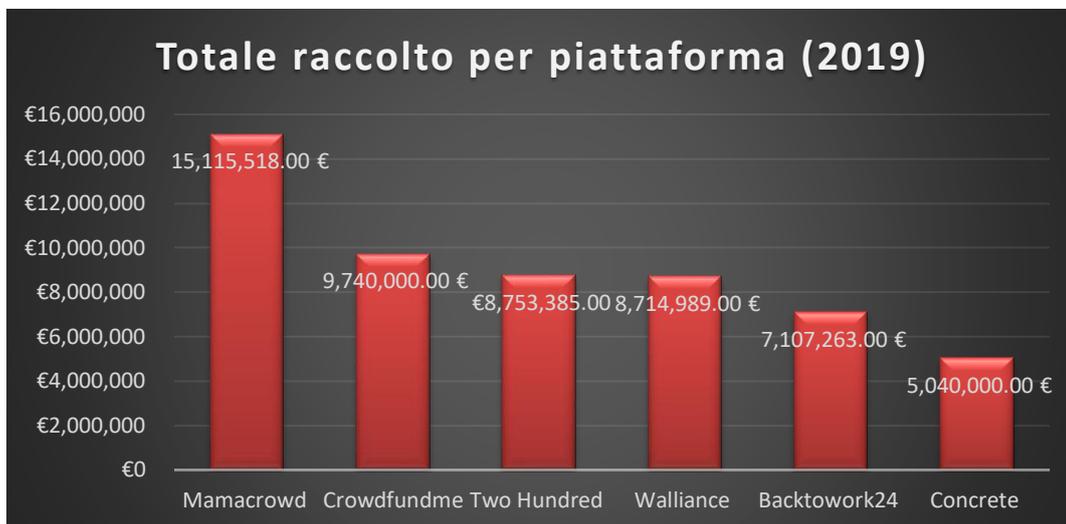


Grafico 2.4: Totale raccolto per piattaforma nell'anno 2019, elaborazione personale. Fonte: Crowdfunding Buzz

Analizzando ora i dati che riguardano gli investitori, si rileva che è in aumento l'ammontare dei partecipanti ai round. Si pensi che nel 2015 erano solo 261, mentre nel 2019 si sono registrati circa 18000 investitori. Di maggior impatto l'incremento rispetto al 2018 del 90% degli investitori, ulteriore testimonianza del grande successo dello strumento, che oltre ad offrire un ritorno finanziario, rende consapevole l'individuo di apportare un beneficio all'economia reale del paese. Da sottolineare il grande incentivo voluto dal legislatore nazionale nel creare un regime agevolato di tassazione. In generale, come si apprende da Maccaferri<sup>136</sup>, il settore del crowdfunding si orienta sempre più verso iniziative imprenditoriali legate alla green economy, per la tutela ambientale e lo sviluppo sostenibile. Rappresenta uno strumento di grande versatilità, in grado di adattarsi alle nuove opportunità di business.

Come conseguenza della diffusione e dell'ampliamento della normativa rispetto ai primi anni di esistenza, l'importo medio investito si è notevolmente ridotto dimostrando che l'equity è diventato oggetto di interesse anche per i piccoli investitori, i quali colgono le opportunità di diversificare il loro portafoglio e di beneficiare dell'innalzamento delle detrazioni fiscali<sup>137</sup>. Come riportato da Crowdfunding Buzz, nel 2015 la media dell'importo investito era di 6800€, mentre nell'anno 2019 è risultata di 4900€

<sup>136</sup> Alessia Maccaferri, "Crowdfunding, più digitale con un occhio all'impatto", Il Sole 24 Ore, 2/07/2020, pp 34.

<sup>137</sup> "4° report italiano sul crowdinvesting", Politecnico di Milano, 2019, pp. 34

## Capitolo 3 Fase del post investimento: cosa accade dopo il completamento della raccolta

### 3.1 I fattori di successo delle campagne di raccolta e gli effetti sulla vita aziendale

#### 3.1.1 Fattori di successo della campagna

Molti sostengono che il successo nel contesto del crowdfunding sia la conclusione della raccolta di fondi e sebbene questa sia una pietra miliare rappresenta soltanto l'inizio della costruzione di un'attività redditizia. Gli investitori di equity crowdfunding sono spinti da un ampio spettro di motivazioni nelle loro attività di investimento, che vanno dal puro altruismo al desiderio di ottenere alti rendimenti<sup>138</sup>. Al contrario, gli investimenti di *venture capitalist* e *business angel* sono motivati unicamente dal raggiungimento di rendimenti finanziari, sebbene questi siano meno importanti per i Business Angel che investono anche per ragioni intrinseche<sup>139</sup>. In letteratura<sup>140</sup> si afferma che i criteri di decisione di investimento in equity crowdfunding sono più simili a quelli degli individui che partecipano ad altri tipi di crowdfunding rispetto a quelli degli operatori prima menzionati. I criteri tipicamente utilizzati dagli *angel investors* o *venture capital* non sono rilevanti per gli investitori in equity crowdfunding, le cui decisioni di investimento dipendono piuttosto da caratteristiche facilmente osservabili all'interno delle campagne di crowdfunding, quali:

- il target di raccolta
- l'investimento minimo richiesto
- la finestra di investimento
- la pubblicità di dati finanziari

Inoltre, viene ritenuto che un buon sfruttamento del network privato e una comunicazione studiata appositamente per veicolare nel modo più semplice e comprensibile le caratteristiche del prodotto sono fattori determinanti per il raggiungimento dell'obiettivo.

Il successo iniziale nei primi giorni della raccolta sembra aumentare la probabilità che una campagna raggiunga il suo obiettivo in varie piattaforme di crowdfunding<sup>141</sup>. Questo potrebbe trovare spiegazione, come detto in precedenza, nella natura degli stessi investitori quali non sarebbero interessati in primis a valutare le società in base alle dimensioni dei criteri di investimento utilizzati da altri, bensì valutando positivamente altri fattori. Tuttavia, esistono evidenze contrarie riguardanti questa peculiarità, poiché i soggetti sembrerebbero essere più interessati in campagne che hanno obiettivi di finanziamento più elevati<sup>142</sup>.

Ulteriori fattori determinanti per il successo della raccolta sono presentati in uno studio sull'equity crowdfunding di (Ahlers et al. 2015), il quale evidenzia le determinanti delle campagne di successo sulla base della *signaling theory* di (Spence, 1973). Analizzando le offerte concluse sull'Australian Small Scale Offerings

---

<sup>138</sup> Lukkarinen, A., Wallenius, J., Seppälä, T., 2017, Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3263434>.

<sup>139</sup> Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital* 2(2), 91–109. Disponibile presso: <https://doi.org/10.1080/136910600295729>

<sup>140</sup> Lukkarinen, A., Teich, J.E., Wallenius, H., Wallenius, J., 2016, Success drivers of online equity crowdfunding campaigns, *Decision Support Systems*, Vol. 87, pp 26-38, Disponibile presso <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006>.

<sup>141</sup> Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., 2015. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 24, pp. 253-274. DOI: <https://doi.org/10.2307/1882010>

<sup>142</sup> Cfr Lukkarinen A., Teich J.E., Wallenius H., Wallenius J., 2016, op cit.

Board<sup>143</sup>, si rileva che le startup con molti membri nel consiglio di amministrazione con un elevato livello di istruzione e facenti parte di network privati migliori, hanno maggiori probabilità di attrarre investimenti e di avere un numero maggiore di investitori.

Oltre a ciò, lo studio di (Vulkan et al.,2016) sui dati della piattaforma *Seedrs* per il periodo 2012-2015 mostra che i finanziamenti sono molto distorti e rivela le grandi differenze fra le campagne di successo e quelle infruttuose. I fattori di successo determinanti risultano essere: a) l'importo raccolto nella prima settimana, b) il target minimo, c) l'importo promesso dall'investitore principale, d) il numero di investitori. Inoltre, le campagne di maggior successo incorrono spesso nell'overfunding, raggiungendo fino a 2,75 volte il capitale target, mentre le campagne infruttuose non riescono a raccogliere quanto desiderato con un ampio scarto. Infine, emerge che l'importo raccolto nella prima settimana risulta essere determinante per il successo della raccolta.

L'analisi di (Ralcheva et al., 2016) utilizzando dati disponibili sulle raccolte completate sulla piattaforma *Crowdcube*, dimostra come avere accesso a finanziamenti esterni tramite investitori tradizionali o sovvenzioni facilita il successo nell'equity crowdfunding. La certificazione di terze parti aiuta a comprendere i determinanti del successo della campagna equity crowdfunding riducendo la presenza di asimmetrie informative. I loro risultati suggeriscono che le aziende sostenute da un *business angel* o che hanno accesso a sovvenzioni e proteggono la loro proprietà intellettuale, una volta che si affacciano all'equity crowdfunding hanno maggiori probabilità di concludere le campagne con successo.

### 3.1.2 Dopo la raccolta

Per quanti riguarda quello che succede dopo il completamento della prima raccolta, (Signori e Vismara,2018), tramite la piattaforma *Crowdcube*, analizzano lo sviluppo delle società che hanno condotto con successo una prima campagna. Hanno rilevato che: 54 aziende hanno svolto ulteriori campagne di equity crowdfunding, 20 hanno ricevuto investimenti da parte di venture capitalist o business angels, 3 sono state coinvolte in una fusione e acquisizione, 38 aziende hanno fallito mentre 97 sono rimaste semplicemente attive. Tali risultati sono di particolare rilevanza poiché evidenziano alcuni fattori che influenzano la raccolta di capitale futuro: le vendite positive, la presenza di amministratori non esecutivi, brevetti depositati e un rapido successo nella raccolta iniziale. Inoltre, emerge che il grado di partecipazione degli investitori nell'offerta iniziale ha importanti implicazioni per le prospettive future di un'azienda. In particolare, le aziende sostenute da un numero maggiore di investitori hanno minore probabilità di emettere ulteriore capitale, mentre quelle che riescono a raccogliere il target più rapidamente tendono a tornare sulla piattaforma lanciando un'altra offerta di crowdfunding. In aggiunta, la partecipazione di investitori istituzionali nell'offerta iniziale è un forte indicatore della capacità dell'impresa di sopravvivere a lungo. La maggioranza delle imprese che ricorre all'equity crowdfunding sembra essere più predisposta a effettuare in futuro altre raccolte di capitali. Nonostante questi risultati sugli sviluppi aziendali successivi non garantiscano agli investitori iniziali un concretamente un rendimento monetario, dimostrano una prospettiva futura.

In ottica delle future campagne di finanziamento, è evidente come l'attività di investimento perseguita dalle società di venture capital rappresentino, durante il ciclo di vita di una startup, una tappa fondamentale per la crescita della stessa. Rimane importante sottolineare che le interazioni tra le forme nuove e tradizionali di finanziamento di capitale di rischio comportano conseguenze nell'accesso ai finanziamenti futuri. Il successo

---

<sup>143</sup> L'Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB) è uno strumento di crowdfunding per le piccole imprese australiane per raccogliere finanziamenti azionari. Sito web

nell'equity crowdfunding valida il progetto e attrae l'investimento successivo degli investitori istituzionali, che dimostrano una maggiore disponibilità ad erogare capitali ad un'impresa finanziata da un volume elevato di partecipanti e che abbiano raccolto i capitali attraverso piattaforme con una comprovata esperienza di successo nel mercato<sup>144</sup>.

Bisogna inoltre considerare che se le campagne di finanziamento iniziale e le loro condizioni comunicano informazioni che riducono l'incertezza sulla qualità dell'impresa, influenzeranno la probabilità di ottenere una valutazione positiva nelle decisioni di screening degli investitori nelle fasi successive<sup>145</sup>. La partecipazione iniziale di operatori con una esperienza nel settore aumenta in modo significativo la probabilità che i successivi investitori di venture capital scelgano la start-up in oggetto, mentre il ricorso al crowdfunding, al contrario, funge da segnale negativo per le successive decisioni di finanziamento dei venture capitalist. Il motivo è che si riscontra un pregiudizio di selezione negativo, che considera non meritevoli le start-up che si finanziano tramite crowdfunding<sup>146</sup>. Al contrario, come evidenziato da altri autori, i segnali generati dai crowdfunders, nei casi in cui il target di raccolta venga raggiunto rapidamente e la natura del progetto sia di tipo di business-to-consumer, aumentano l'utilità percepita dagli investitori professionali e influenzano la loro politica decisionale.

Il successo della raccolta di fondi non solo è importante per le aziende per realizzare le loro previsioni di crescita, ma lo è anche per i crowdfunders iniziali poiché i loro investimenti devono crescere per ottenere un'uscita attraente. È probabile che il buon esito dei finanziamenti successivi venga influenzato dall'esito del crowdfunding iniziale<sup>147</sup> e per un'impresa in forte crescita in cerca di nuovi fondi, che ha già condotto con successo una campagna di raccolta, si ritiene che la maggiore fonte di fondi esterni è rappresentata dall'equity crowdfunding, dato che grazie all'esito positivo precedente condurre una seconda raccolta sembra essere vantaggioso in termini di asimmetria informativa e di attrattiva per altri investitori<sup>148</sup>.

Alla luce di queste considerazioni, è importante che gli imprenditori segnalino la loro fiducia nel potenziale dell'azienda e si impegnino a mantenere una quota di partecipazione elevata, poiché la loro presenza nella compagine sociale, anche dopo la conclusione dell'operazione, aumenta la popolarità della campagna e attrae più investitori e capitali<sup>149</sup>. Recentemente nel mercato italiano la partecipazione alla raccolta di soggetti professionali, come alcuni business angels, è considerata come indice di qualità di un'azienda per investitori esterni non informati. Sostanzialmente gli investitori professionali e altre figure che basano la loro attività sul mercato sulla propria reputazione, guarderanno attentamente dal comprometterla in quanto in questo processo è in gioco il loro capitale reputazionale<sup>150</sup>.

La valutazione dei risultati post-campagna è fondamentale per il futuro dei mercati dell'equity crowdfunding anche in sede di tutela dell'investitore retail poiché, dato il basso livello di investimento, i crowdfunders avranno meno incentivi a fornire supporto attivo all'azienda ed il beneficio che ne ricaveranno sarà molto

---

<sup>144</sup> Drover, W., Woodand M.S., Zacharakis, A., 2017, Attributes of angel and crowdfunded investments as determinants of VC screening decisions, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(3), 323-347. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12207>

<sup>145</sup> Moedl, M. M., 2017. Is Wisdom of the Crowd a Positive Signal? Effects of Crowdfinancing on Subsequent Venture Capital Selection. *Max Planck Institute for Innovation and Competition*, Research Paper No. 18-15. Disponibile presso <https://ssrn.com/abstract=3222461>

<sup>146</sup> Cfr. Moedl, M. M., 2017, op. cit., pp 26.

<sup>147</sup> Buttice, V., Colombo, M. G., Wright, M., 2017. Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success. *Entrepreneurship: Theory and Practice*. DOI <https://doi.org/10.1111%2Fetap.12271>

<sup>148</sup> Coakley, J., Lazos, A., Zegarra, J., 2018, Follow on equity crowdfunding, *Business and Local Government Data Research Centre*, Essex Finance Centre, and Essex Business School. Disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3224106>

<sup>149</sup> Vismara, S., 2016. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, vol. 46, pp 579-590. Disponibile presso DOI: [10.1007/s11187-016-9710-4](https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4)

<sup>150</sup> Cfr Vismara, S., 2016, op. cit., p. 10

ridotto; di conseguenza negli scenari post-investimento non sarà loro riconosciuto un grande ruolo decisionale<sup>151</sup>. Indipendentemente dai problemi di moral hazard che sono presenti nella fase post-investimento, le aziende finanziate dal crowdfunding potrebbero fallire subito dopo la campagna, a causa della natura rischiosa dei progetti o dell'eccessiva fiducia dei loro sostenitori. Questo sarebbe in linea, statisticamente, con quello che accade con tutte le start up, dove solo una piccola percentuale di esse riesce a raggiungere il successo, mentre la maggior parte è destinata a fallire o a restare incompiuta<sup>152</sup>.

Per il successo dell'iniziativa è consigliato indicare nelle fasi di definizione della raccolta clausole relative alla circolazione delle quote, gli effetti delle operazioni future sui diritti dei soci<sup>153</sup> e l'eventuale considerazione di operazioni straordinarie come fusioni o IPO. Molte sono le insidie che i nuovi investitori potrebbero riscontrare entrando nel capitale sociale, considerando le aspettative e le strategie dei fondatori o magari di altri soci con posizioni amministrative rilevanti<sup>154</sup>. L'eventuale apposizione di un'opzione call sulle nuove quote emesse tutela i crowdfunders iniziali da una diluzione della loro partecipazione nei successivi round e segnala la fiducia che questi hanno nel progetto e nella sua futura crescita. Questo non è da considerare come l'unico scenario possibile poiché alcune categorie di investitori possono non essere interessati all'aspetto amministrativo della loro partecipazione ma solamente all'aspetto patrimoniale configurandosi come meri investitori.

Ricevendo una prima valutazione di mercato del progetto e fornendo prove di una connessione con sostenitori attivi, le aziende beneficiano di una campagna di crowdfunding di successo, sia commerciale che finanziario. Come accade spesso, le aziende su piattaforme di crowdfunding azionario propongono aspettative di crescita ottimistiche che sono, tuttavia, difficili da soddisfare al primo round di finanziamento. Sono poche le realtà che riescono a rispettare gli obiettivi prefissati nei business plan presentati agli investitori. Pertanto, viene ritenuto improbabile che le aziende finanziate inizialmente con successo dal crowdfunding successivamente non si impegnino in ulteriori round di finanziamento e diventino aziende ad alta crescita. In particolare, i progetti che hanno raccolto con successo fondi su piattaforme di crowdfunding generalmente hanno una maggiore probabilità di essere selezionati da una società di *venture capitalist*<sup>155</sup>.

### 3.2 Ritorno sull'investimento e performance di una campagna di equity crowdfunding.

Come si è ampiamente discusso nel primo capitolo, ci sono buone ragioni per affermare che le imprese che ricorrono a questo tipo di finanziamento possono superare le performance di quelle che invece si finanziano con altre soluzioni. Infatti, si ritiene che il meccanismo di selezione da parte degli investitori abbia dietro la sua natura delle accezioni singolari e migliori, rispetto alle imprese che ricorrono ad altre fonti che possono giustificare le maggior performance dal punto di vista finanziario e innovativo. Come menzionato prima, la possibilità di poter effettuare l'investimento e beneficiare del regime di intestazione fiduciario permette sicuramente di ridurre i costi di agenzia in virtù della maggiore efficienza nel monitoraggio<sup>156</sup> per via della ridotta compagine sociale. Contrariamente, se a ogni investitore viene riconosciuta una quota di partecipazione

---

<sup>151</sup> Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. 2014. Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*. 14. 63-97. DOI: [10.1086/674021](https://doi.org/10.1086/674021)

<sup>152</sup> Politecnico di Milano, 2020, op. cit., p. 34.

<sup>153</sup> Cfr FNC, 2019, op. cit., pp. 27

<sup>154</sup> Come già indicato al capitolo 2 di questo elaborato, vige l'obbligo di informare i crowdfunders di eventuali patti parasociali se esistenti.

<sup>155</sup> Drover, W., Wood, M.S., Zacharakis, A., 2017. Attributes of angel and crowdfunded investments as determinants of VC screening decisions. *Entrepreneurship Theory Practice*, Vol. 41, pp. 323–347. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12207>.

<sup>156</sup> Cumming, D. J., Vanacker, T. R., Zahra, S. A., 2019, Equity Crowdfunding and Governance: Toward an Integrative Model and Research Agenda. *Academy of Management Perspectives*, Forthcoming. Disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=3317678>

non significativa sarà più difficoltoso e dispendioso per la società bilanciare tutti gli interessi di quest'ultimi al verificarsi di eventi societari straordinari.

(Walthoff-Borm et al., 2018) esaminano la relazione tra equity crowdfunding, strutture degli azionisti e performance dell'impresa nel breve termine. Sebbene non riscontrino differenze nella redditività post-campagna tra le imprese che ricorrono all'equity crowdfunding e non, emerge che le aziende che raccolgono capitali online generano grandi perdite nell'anno della loro campagna così come accade per il resto delle aziende. Sorprende come, tuttavia, le aziende finanziate dal crowd mostrano tassi di fallimento significativamente più elevati rispetto a quelle comparate. Combinati, questi risultati suggeriscono che, nonostante i meccanismi di selezione unici incorporati nelle piattaforme di crowdfunding azionario come la "wisdom of crowd", persistono importanti problemi di asimmetria informativa nei mercati del crowdfunding azionario. Tuttavia, troviamo che le aziende che raccolgono capitali online battono le performance delle aziende che non ricorrono all'equity crowdfunding in termini di prestazioni innovative mostrando una maggiore richiesta di brevetti rispetto alle altre aziende. Pertanto, le piattaforme di equity crowdfunding fungono da catalizzatore per attività innovative.

In secondo luogo, i risultati proposti<sup>157</sup> forniscono evidenze che le strutture degli azionisti a intestazione fiduciaria sono positivamente associate alla performance finanziaria dell'impresa subendo perdite minori rispetto a quelle con struttura diretta; il che può essere una conseguenza dell'aumentata influenza che possono esercitare, degli incentivi a monitorare la gestione e dei minori costi di coordinamento. Tuttavia, per quanto riguarda la performance innovativa all'interno delle aziende che si finanziano con equity crowdfunding, troviamo che le aziende con struttura diretta sono più predisposte sulla richiesta di brevetti e hanno più domande di brevetto internazionali rispetto a quelle che hanno strutture a intestazione, il che può essere una conseguenza del maggiore senso di appartenenza degli azionisti diretti che si traduce nel maggiore contributo al percorso innovativo delle imprese.

Parlando di performance aziendali si deve tenere conto dei rendimenti che gli investitori possono realizzare liquidando la partecipazione in caso di exit o ricevendo dividendi; naturalmente vi è anche il rischio di una perdita totale in caso di fallimento e di una minusvalenza sul controvalore della quota. È bene considerare che è stato analizzato da (Ahlers et al., 2015) che al momento della campagna il 48% degli imprenditori del campione elencato sulla piattaforma australiana ASSOBS prevedeva un'IPO come uscita più probabile e il 48% prevedeva una acquisizione da società esterne come uscita più probabile. (Signori e Vismara, 2018) invece, come descritto in precedenza, mostrano che delle 212 aziende che hanno raccolto l'iniziale equity-crowdfunding su Crowdcube tra l'inizio della piattaforma nel 2011 e il 2015, solo 3 uscite sono state realizzate tramite M&A. Questa tendenza può essere confermata ancora in Italia dove però i dati sulle performance sono ancora irrilevanti rispetto a paesi come il Regno Unito nel quale invece molto sono le imprese che dopo il successo nella prima campagna di equity crowdfunding accedono ad altri finanziamenti permettendo quindi di comprendere meglio quali sono i rendimenti per gli investitori e la vita post-offering della società. Si rileva che nel nostro paese sono circa 360 le imprese che hanno avuto successo nella raccolta e di queste solo poche hanno raggiunto la quotazione in borsa o sono state acquistate o fuse<sup>158</sup>. Risulta essere molto più popolare la scelta di procedere ancora una volta con la raccolta online evidentemente giovando dell'esperienza maturata dalla prima occasione.

Dato che l'esistenza di pesanti asimmetrie informative potrebbe ridurre gli incentivi degli investitori a perseguire tutte quelle attività che si possono racchiudere nella due diligence ex ante e il monitoraggio ex post,

---

<sup>157</sup> Cfr. Walthoff-Borm, X., Vanacker, T. R., Collewaert, V., 2018. Op. cit.

<sup>158</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, op. cit., pp. 30.

la valutazione dei rendimenti degli investimenti in equity crowdfunding è di cruciale importanza per il futuro di questo mercato<sup>159</sup>. La mancanza di meccanismi di certificazione di terze parti tipicamente utilizzate in altri contesti, come l'approvazione da parte di prestigiosi underwriters nelle IPO, rende più difficile evitare problemi di selezione avversa. Le problematiche associate alle asimmetrie informative portano a un equilibrio non ottimale in cui solo le iniziative di bassa qualità accedono alle piattaforme di crowdfunding<sup>160</sup> non garantendo rendimenti finanziari adeguati all'asset class in questione. (Signori e Vismara, 2016) nel loro studio calcolano il ritorno atteso per gli investitori iniziali nel crowdfunding basandosi sulla comparazione della valutazione dell'impresa con quella implicita nell'operazione successiva indipendentemente dal fatto che la nuova offerta consista in una vendita di parte della società sul mercato secondario o da una nuova emissione di capitale anche se questa non rappresenti una vera e propria exit. Considerando quindi tutte i vari scenari post equity crowdfunding, dal loro campione emerge che il ritorno medio degli investitori si attesta a 8,8% concludendo che la maggior parte delle imprese che hanno raccolto capitale online si sono poi trovate a procurarsi altri fondi a una valutazione più alta. Nonostante questo risultato, persistono ancora problematiche sul verificarsi delle vere e proprie opportunità di rendimento per i crowdfunders che come visto si basano per lo più su attività straordinarie di impresa in mancanza per esempio di un mercato secondario sviluppato che garantirebbe liquidità allo strumento e maggiore consapevolezza sui rendimenti.

Ulteriormente per quanto riguarda la performance, confrontando i dati del 5° Report italiano sul Crowdfunding sui risultati d'esercizio pubblicati dalla società, dall'anno in cui avviene la raccolta a quello successivo non emergono grosse sorprese. Il numero di aziende profittevoli non sembra variare del tutto e ciò si ritiene sia dovuto alla natura di lungo termine degli investimenti effettuati con i capitali raccolti. Se questo vale per i risultati d'esercizio, la ricerca del Politecnico di Milano evidenzia che dopo un anno dal completamento vi è un aumento del fatturato distinguendo le imprese che aumentano il proprio giro d'affari da quelle che rimangono più o meno sugli stessi livelli<sup>161</sup>.

In più, si apprende che nell'ultimo periodo si sono verificate alcune exit quali quotazioni, acquisizioni e fusioni mentre allo stesso tempo si sono svolti successivi round di aumento di capitale che hanno registrato valutazioni societarie maggiori. Ciò come è naturale che sia porta a una rivalutazione delle quote di partecipazioni in funzione dell'ammontare del nuovo sovrapprezzo. Gli investitori precedenti vedranno aumentare il valore della loro quota, in caso di nuovo sovrapprezzo superiore, che sarà tanto maggiore quanto più titoli saranno emessi, d'altra parte la quota risulterà diluita una volta concluso il successivo round in virtù di un valore societario maggiore.

Dato che tracciare sinteticamente l'eventuale rivalutazione dei titoli emessi tramite equity crowdfunding consente di apprezzare maggiormente l'evoluzione del mercato e permette di fornire un indicatore utile per tutti gli attori partecipi, lo stesso Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano ha elaborato "*L'ITALIAN EQUITY CROWDFUNDING INDEX*"<sup>162</sup> che consiste "su un algoritmo di rivalutazione delle quote sottoscritte dagli investitori nei diversi round, in funzione dei multipli osservati nei round successivi e degli eventi successivi osservati". Ad oggi, il valore dell'indice "diluted" è di 111,22 mentre quello dell'indice "not-diluted" è di 132,12. La differenza tra le due versioni risiede nel valore che si attribuisce a una nuova operazione di equity crowdfunding che risulta essere 100 in ogni caso nella versione diluita e pari al valore corrente dell'indice al momento dell'inserimento nella opzione non diluita. In sostanza, l'indice mostra

---

<sup>159</sup> Signori, A., Vismara, S., 2016, Return on investments in Equity Crowdfunding, Disponibile SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765488>

<sup>160</sup> Agrawal, A.K., Catalini, C., & Goldfarb, A., 2013, op. cit.

<sup>161</sup> POLITECNICO DI MILANO, 2020, op. cit., pp 32

<sup>162</sup> L'indice è consultabile tutto l'anno presso l'indirizzo <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>. Alla stesura di questo elaborato la versione più aggiornata è quella di aprile 2020.

l'apprezzamento teorico del valore di un portafoglio contenente tutti i titoli acquistati dagli investitori tramite i portali.

### 3.3 La piattaforma CrowdFundMe e le opportunità di exit.

In questo paragrafo finale si analizzano alcune campagne di equity crowdfunding in modo da mettere in risalto cosa accade dopo il completamento dell'operazione. A questo fine si è scelto di analizzare la piattaforma italiana CrowdFundMe e le caratteristiche dei suoi progetti inizialmente procedendo con un'analisi statistica dell'archivio delle raccolte completate per poi descrivere i casi di exit che si sono verificati nel panorama italiano dell'equity crowdfunding.

La società che gestisce il portale, fondata nel 2016 come PMI innovativa, è stata pioniera dell'equity crowdfunding dimostrando anche una grande fiducia nello strumento utilizzandolo per raccogliere nel 2017 circa 278 mila euro. La società ha raggiunto un nuovo stadio quando si è quotata presso il mercato AIM nel marzo del 2019 divenendo così il primo portale di crowdfunding ad approdare sul mercato azionario con l'obiettivo di avviare una strategia di consolidamento della posizione di leadership nel settore e di implementare un mercato secondario. Il portale è uno dei maggiori operatori in Italia<sup>163</sup> nell'equity crowdfunding con 89 progetti conclusi dalla sua nascita e circa 31 milioni di euro raccolti<sup>164</sup> che corrispondono circa al 19% del complessivo nel mercato nazionale in raddoppio se comparato l'anno precedente<sup>165</sup>. Numeri che certamente rendono il portale una scelta rimarchevole per le società che vogliono intraprendere questo tipo di operazioni perché oltre a offrire lo spazio per la raccolta l'emittente viene accompagnata nelle fasi di progettazione con attività di consulenza in materia di struttura finanziaria, strategia industriale e commerciale. Nello specifico la piattaforma offre servizi di:

- analisi di mercato e studio di idee per lo sviluppo aziendale;
- sviluppo di piani aziendali tramite attività di supporto alle aziende e nell'organizzazione di eventi esplicativi, convegni e seminari;
- servizi di consulenza nel mondo della comunicazione web.

Il portale è anche attiva nell'avvio di nuove aree di business consapevole delle potenzialità del crowdfunding, in quanto a fine ottobre è entrata nel registro dei listing sponsor del mercato ExtraMOT 3 (segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle società non quotate per emissioni fino a 50 milioni ciascuna, vale a dire mini-bond) e ha anche inviato alla Consob l'istanza integrativa per avviare l'attività di collocamento di titoli di debito tramite la propria piattaforma on-line<sup>166</sup>.

Sicuramente l'ammissione alla negoziazione mette in primo piano la trasparenza e la credibilità dell'operatore rispetto al mercato nonché l'obiettivo di unire in qualche modo le nuove opportunità dell'industria fintech alla finanza tradizionale<sup>167</sup>. Importante sottolineare come CrowdFundMe risulta, ad oggi, la miglior piattaforma in termini di exit per gli investitori italiani appreso che due società sono arrivate all'IPO. Questo a testimonianza

<sup>163</sup> Si riporta al grafico nel secondo capitolo

<sup>164</sup> Dati recuperati dalla sito stesso del portale consultato a settembre 2020.

<sup>165</sup> Incorvati, L., Liquidità per 908 milioni dal crowdfunding, *Sole 24 ore*, articolo pubblicato il 21/07/2020.

<https://www.ilsole24ore.com/art/liquidita-908-milioni-crowdfunding-ADe92Wf>

<sup>166</sup> Novellini, V., Aim ai raggi X: come funziona il crowdfunding in Piazza Affari, *Sole 24 Ore*, articolo pubblicato il 10/01/2020.

<https://www.ilsole24ore.com/art/aim-raggi-x-come-funziona-crowdfunding-piazza-affari-ACLWwBBB>

<sup>167</sup> Conti, F., CrowdFundme l'equity crowdfunding sbarca in Borsa, articolo online pubblicato il 04/12/2018. <https://www.wealth.com/it/news/fintech/crowdfunding/crowdfundme-equity-crowdfunding-sbarca-borsa/>

dell'attenzione che il team, il quale accompagna gli emittenti nella totalità del processo, ha rispetto al post-offering nel lungo periodo rimarcando la sua crucialità nella vita degli investimenti in equity crowdfunding.

### 3.3.1 Analisi delle strategie di exit

In questa sezione sono esposti i risultati numerici derivanti dallo studio effettuato sui dati raccolti, presentati in maniera statistica, con l'aggiunta di alcune osservazioni tra i valori ottenuti, al fine di trarre conclusioni sul rispettivo andamento. Lo studio riguarda 78 progetti che hanno avviato e concluso con successo una campagna di equity crowdfunding sulla piattaforma CrowdFundMe. L'analisi delle operazioni concluse è stata effettuata tramite l'accesso all'*archivio progetti crowdfunding*<sup>168</sup> della stessa piattaforma registrandosi con le proprie credenziali. Una volta effettuato il login è stato possibile accedere ai dettagli societari dove gli emittenti esprimevano le loro valutazioni in merito alle eventuali attese di exit future. Per ogni società presente nell'archivio è stata riportata la tipologia di exit prevista indicata nel proprio business plan o comunicata agli investitori nei documenti pubblicati sulla pagina dedicata alla raccolta. I dati quindi sono stati sintetizzati indicando la tempistica prevista dell'operazione e la tipologia di exit riportando con il valore 1 se era stata menzionata, viceversa riportando il valore 0 se gli emittenti non indicavano nessuna strategia futura. In generale è stato rilevato che le imprese del campione nei loro piani di sviluppo futuro indicavano agli investitori futuro le seguenti possibilità:

- IPO
- acquisizione e fusione
- private equity e venture capital
- buy back.

Per quanto concerne le exit strategies, l'analisi effettuata ha riportato un numero di possibili soluzioni pari a 86. Interpretando il dato si deduce che molti progetti forniscono agli investitori come plausibile più di una soluzione, 21 su 78, mentre 42 sono più focalizzati sul raggiungimento di un singolo obiettivo. Nel campione poi, si sono riscontrate 14 società che inizialmente non hanno previsto o non hanno indicato una strategia di exit per i nuovi soci.

La ripartizione dei casi è presentata nella tabella e nel grafico a torta seguenti.

<b>Tipologia exit</b>	<b>Frequenza assoluta</b>	<b>Frequenza relativa</b>
IPO	30	34,88%
Acquisizione	45	52,33%
Fondo private equity/vc	7	8,14%
Buy back	4	4,65%

*Tabella 3.1 Frequenza delle exit strategies*

<sup>168</sup> <https://www.crowdfundme.it/archivio-progetti-crowdfunding/>



*Grafico 3.2 Frequenza delle exit strategies*

Commentando questi risultati si evidenzia la preferenza da parte dei progettisti per l'acquisizione strategica da parte di player che operano nel settore di appartenenza che, rappresenta il 52% delle "exit" menzionate. Questo dato testimonia la volontà dei promotori dei progetti di assecondare le esigenze degli investitori nell'ottica di realizzare un ritorno economico consistente in termini di liquidità. L'acquisizione strategica garantisce infatti la possibilità di ottenere importanti plusvalenze al momento della cessione, specialmente se questa avviene in un momento favorevole all'azienda. È altresì la strategia che maggiormente valorizza il potenziale del business, in quanto il prezzo fissato per le operazioni di acquisizione risente in maniera sostanziale delle opportunità di sviluppo che l'acquirente intravede nell'azienda in esame.

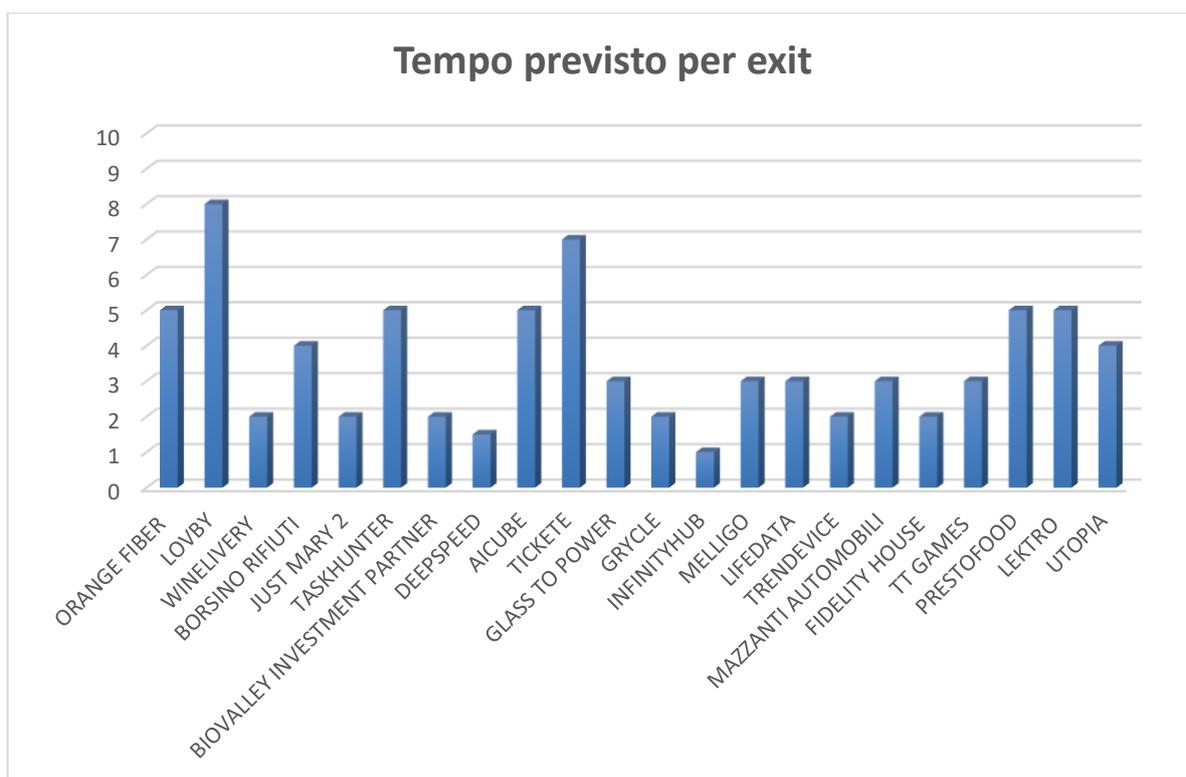
Questo discorso vale anche per quanto riguarda la partecipazione di fondi di venture capital e private equity, che tuttavia non godono della stessa popolarità, solo l'8%, tra gli obiettivi dei progettisti nonostante sia noto nel mondo delle start up come questi possano essere catalizzatori.

La soluzione di quotarsi in un mercato regolato tramite offerta pubblica è ben nota agli emittenti che la considerano come una fase in cui dimostrare la maturità della società e il consolidamento del business per attrarre molti investitori. Nel campione, l'IPO registra 31 menzioni con un percentuale del 34,88% sul totale a testimonianza della riconosciuta difficoltà del processo. Da segnalare che in molti progetti veniva indicata questa soluzione come la più probabile negli anni successivi ma che al momento dell'avvio dell'equity crowdfunding risultava ancora essere irraggiungibile da molte realtà data l'incertezza.

Infine, il buy back viene previsto solamente 3 volte per il 3,5% del totale confermando l'operazione come marginale nei futuri piani societari dopo l'equity crowdfunding anche in virtù delle limitazioni che sono previste sull'ammontare del riacquisto.

#### *Time to exit*

Una delle caratteristiche dell'investimento in capitale di startup è la monetizzazione nel lungo periodo che si deve attendere prima di giovare dalla rivalutazione delle quote. Per quanto riguarda il "time to exit", l'analisi nel campione ha evidenziato come solamente 21 progetti abbiano riportato tale informazione nei propri prospetti con un valore medio corrispondente a 3,49 a testimonianza del fatto che si tratta di una previsione in cui tenere conto di molto fattori che possono non portare immediatamente a una conclusione.



*Grafico 3.2 Time to exit rilevato*

È significativo rilevare che il numero massimo di anni previsto corrisponde a 8, valore menzionato in solo caso, mentre il più piccolo intervallo temporale è di un solo anno, cifra prevista ancora una volta in un solo in progetto perciò si ritiene che l'orizzonte temporale medio ottenuto dal campione riesca a dare una visione generale del fenomeno. La media si ritiene essere bassa soprattutto in relazione al fatto che si tratta di realtà imprenditoriali ancora in fase di definizione e sviluppo ed anche in virtù del fatto che si deve considerare quanto detto nei precedenti paragrafi ovvero il troppo ottimismo degli emittenti nel rispettare gli obiettivi prefissati in fase di raccolta. In particolare, si sottolinea che nel caso di IPO le tempistiche necessarie per programmare e portare a termine l'operazione sono maggiori rispetto a quelle indicate e sono poche le società dove può rappresentare un'opportunità fattibile, in quanto si richiede una tale maturità aziendale da poter attirare molti investitori internazionali e sofisticati oltre l'esistenza un percorso di crescita ben delineato dai vertici aziendali. Ad oggi nel mercato italiano trovano riscontro queste considerazioni poiché si rileva solo qualche caso di imprese che una volta ricorso all'equity crowdfunding si sono affacciate al mercato primario pubblico<sup>169</sup>.

### *Dividendi*

Di fianco alle opportunità di exit che si presentano ai soci durante il ciclo di vita dell'impresa, per ottenere un rendimento sul proprio investimento vi è la possibilità di ricevere dei dividendi proporzionali alla propria posizione. Questa strategia è particolarmente difficoltosa per una start-up, in quanto presuppone la capacità di sostenere il proprio business in autonomia e versare somme periodiche ai detentori di quote della società, sollecitando le risorse aziendali, usualmente scarse nel caso di una start-up che invece dovrebbero essere indirizzate verso principalmente verso la crescita e lo sviluppo del business. Spesso questo meccanismo è solo una soluzione transitoria e marginale in preparazione ad una vera e propria exit strategy, in quanto solitamente non rappresenta l'obiettivo primario degli investitori. Nell'analisi svolta, solamente 27 progetti su 78 prendono in considerazione questa soluzione, e sempre abbinata ad altre strategie, a dimostrazione del fatto che essa non

<sup>169</sup> Si riporta al paragrafo 3.3.2 di questo capitolo per l'approfondimento dei casi di IPO.

si tratta di una prospettiva finale per l'investitore, bensì di uno strumento di gestione temporaneo in attesa di una vera e propria exit. Questo aspetto contribuisce allo scarso successo della strategia di distribuzione dei dividendi a favore di una strategia di aumento di valore delle quote per poi procedere con le exit più consone all'impresa.

Altra considerazione che rende il pagamento dei dividendi difficoltoso è lo status di startup innovativa, che molte società di nuova costituzione adottano, previsto dal nostro legislatore<sup>170</sup> che impedisce esplicitamente fino al quinto anno di vita della società di distribuire gli utili ai soci promuovendo l'investimento in opportunità di crescita e sviluppo. Il discorso invece è leggermente diverso per il resto delle PMI che possono decidere più liberamente a riguardo rendendo più probabile il pagamento dei dividendi. In questo senso è da segnalare come nella pratica la prima società che ha raccolto una campagna di equity crowdfunding e che poi ha distribuito parte degli utili agli investitori è Cesynt Advanced Solutions. La società ha registrato nel 2018 un notevole aumento di fatturato battendo ogni previsione ed ha deliberato il pagamento di un dividendo dell'importo di circa 50 mila euro, da elargire tra tutti soci sottoscrittori del crowdfunding<sup>171</sup>.

### 3.3.2 I casi di IPO

La quotazione presso mercati regolamentati è sicuramente una tappa di fondamentale rilevanza nel ciclo di vita per le startup segnando così l'ingresso di nuovi soci e nuovi capitali con cui accelerare la crescita, migliorare lo status e la credibilità della società nei confronti di tutti gli interlocutori, aumentare e promuovere la trasparenza, ampliare internazionalizzazione, attribuire un valore oggettivo alla società e quindi rendere misurabili le sue performance sul mercato<sup>172</sup>. È noto come l'accesso a questi mercati sia per le imprese costoso e difficoltoso e per questo in molti paesi sono stati istituiti delle sezioni dei mercati principali adatti a quelle aziende di piccole e medie dimensioni che si affacciano per la prima volta al mercato azionario. In Italia è il caso dell'AIM<sup>173</sup> ovvero un mercato alternativo al MTA che offre un percorso semplificato con requisiti minimi di accesso studiato appositamente per le PMI tecnologiche ed altamente innovative. Ad oggi le imprese italiane che hanno beneficiato di questo strumento sono circa 129 per circa 6 miliardi di € di capitalizzazione totale<sup>174</sup>. Le imprese che, invece, dopo il successo dell'equity crowdfunding si sono successivamente quotate sono 3.

La startup *ClenBnB*<sup>175</sup> è una di queste realtà che grazie all'equity crowdfunding ha sviluppato il proprio business. Fondata nel 2015, è il più diffuso operatore nazionale per la gestione di immobili in affitto breve e case vacanza e il 24 luglio 2019 è stata quotata presso l'AIM dopo il successo di due round di equity crowdfunding entrambi condotti su CrowdFundMe, uno chiuso nel giugno 2016, con una raccolta di 127 mila euro circa il 253% di overfunding sul target rispetto a una valutazione pre-money di 405.545 €, a cui hanno partecipato 90 investitori. La seconda campagna è stata avviata nel marzo 2018, raccogliendo 500.000€ da 214 investitori da tutta Italia sulla base di una valutazione pre-money di 4 milioni con circa il 500% di

<sup>170</sup> Si riporta la capitolo 2 di questo elaborato

<sup>171</sup> Bebeez, Cesynt Advanced Solution pagherà dividendo da 50k euro dopo equity crowdfunding da 250k euro. Primo caso in Italia, articolo pubblicato online il 6/03/19 all'indirizzo <https://bebeez.it/2019/03/06/cesynt-advanced-solution-paghera-dividendo-da-50k-euro-dopo-equity-crowdfunding-da-250k-euro-primo-caso-in-italia/>

<sup>172</sup> <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/perche-aim-italia/percheaimitalia.htm>

<sup>173</sup> L'AIM si concretizza come un *multilateral trading facility* secondo quanto introdotto dalla direttiva europea 2014/65 "MiFID II" ossia un mercato regolamentato da Borsa Italiana e per questo non sottoposto a vigilanza da parte della Consob. Nella fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva e successivamente non è richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. <http://www.aim-italia.it/>

<sup>174</sup> I dati sono stati presi dal sito <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

<sup>175</sup> Tutte le informazioni riportate di seguito sono state reperite dal sito web della [società](#) nonché dal profilo della stessa sul sito di [Borsa Italiana](#)

overfunding. Di conseguenza la raccolta del primo round è come se si fosse rivalutata dato che ora il valore pre-money è superiore. Supponendo che l'intera prima raccolta sia stata sottoscritta da un unico investitore quest'ultimo sarà titolare del 23,8% dell'equity. Alla conclusione del secondo finanziamento avrà una quota diluita ma di valore maggiore in quanto l'impresa ora vale 4.500.000€. In termini numerici ora possiederà il 23,85% del 88,89% ovvero il 21,2% del capitale dopo il secondo round per un valore di 953.996,917 €<sup>176</sup>.

1° round equity crowdfunding in giugno 2016			
Pre-money	404.545,00 €		
Target (inscindibile)	50.000,00 €		
Investiti	126.702,00 €	Equity	23,850%
Post-money	531.247,00 €		

2° round equity crowdfunding in marzo 2018			
Pre-money	4.000.000,00 €		
Target	100.000,00 €		
Investiti	500.000,00 €	Equity	11,11%
Post-money	4.500.000,00 €		

L'offerta al pubblico, si apprende da Borsa Italiana, è stata fissata per 2€ ad azione, che corrisponde a una capitalizzazione iniziale pari a circa 14 milioni di euro e a un flottante complessivo del 28,16%. Questa è la dimostrazione che l'equity crowdfunding può essere un percorso propedeutico alla, che supporta da un lato gli imprenditori nella crescita validando il business e dall'altro offre agli investitori l'opportunità di partecipare al capitale sociale delle startup e PMI selezionate, prima del loro ingresso sul mercato mobiliare<sup>177</sup> offrendo anche una possibilità alla liquidazione dell'investimento.

### 3.3.3 Crowdfunding: un nuovo fenomeno per il post-offering

Come analizzato precedentemente, alcune imprese nel corso degli ultimi anni hanno realizzato operazioni di exit tramite quotazioni in mercati. Per completezza è bene notare che nel mercato italiano è emerso uno strumento innovativo promosso dalla piattaforma Opstart che consiste in un modello di raccolta di capitale che si presenta come un percorso di medio-lungo termine suddiviso in 4 fasi e che ha come fine ultimo la quotazione dell'impresa su *Euronext*, ossia il mercato pan-europeo specializzato nel settore tecnologico per le PMI innovative, che si va a sovrapporre alla più "classica" ma più costosa quotazione sul AIM della Borsa Italiana. Secondo quanto indicato, nel primo step, Opstart verificherà che l'impresa offerente abbia i requisiti di fattibilità per la quotazione su *Euronext*; nel secondo step, la società effettuerà la campagna sulla piattaforma con l'obiettivo finale di raccogliere quanto necessario per procedere alla quotazione vera e propria; nel terzo step, una volta conclusa la campagna, e nel caso in cui si fosse raggiunto il target minimo di raccolta, Opstart sottoporrà il progetto ai gestori del portale *Euronext*; infine nel quarto e ultimo step, se il progetto venisse approvato, la società protagonista della campagna di crowdfunding si quota su uno dei mercati facenti parte della holding *EuronextNV*. I vantaggi di cui godono le PMI che scelgono questo percorso sono sicuramente

<sup>176</sup> Tutti i dati e i calcoli riportati precedentemente sono stati elaborati dall'archivio del portale, in questo caso CrowdFundMe, delle raccolte completate disponibile all'indirizzo <https://www.crowdfundme.it/company/cleanbnb-s-r-l/>

<sup>177</sup> Maccaferri, A., Al via la prima operazione di crowdfunding: I-Rfk si quota a Euronext, *Sole 24 Ore*, articolo del 17/12/19. Link <https://www.ilsole24ore.com/art/al-via-prima-operazione-crowdfunding-i-rfk-si-quota-euronext-ACdtgZ6>.

l'accesso a un mercato internazionale, secondo solo al Nasdaq in termini di capitalizzazione<sup>178</sup>, aumentando così il bacino dei potenziali investitori oltre che gli strumenti finanziari acquistati saranno finalmente liquidi e trasferibili senza dover sostenere i gravosi costi di trasferimento, di notaio, delle imposte di bollo e di registro, agevolando così l'acquisto di piccole quantità di azioni anche da parte di piccoli investitori. Infine, si sottolinea che si tratta sempre di una prima offerta pubblica di sottoscrizione come quella descritta nel paragrafo precedente con l'unica differenza che in questa circostanza le quote vengono offerte direttamente sulla piattaforma di equity crowdfunding.

Una delle prime società che ne hanno beneficiato è l'investment company Innovative-RFK che investe prevalentemente in PMI innovative con alto potenziale prefissandosi una way out in 18-24 mesi<sup>179</sup>. Nel giugno del 2019 aveva già raccolto equity tramite il crowdfunding sul portale CrowdFundMe per 2.500.000€ pari al 23,8% del capitale attestando la propria valutazione a 10.500.000€. La campagna ha avuto molto successo tra la community perseguendo un overfunding del 500% rispetto all'obiettivo minimo di 500.000€ e raccogliendo investimenti da 73 investitori per un chip minimo di 20.000€<sup>180</sup>. La quotazione è avvenuta con direttamente sul mercato, senza ulteriore raccolta presso gli investitori divenendo la prima società italiana a beneficiare del crowdlisting. Le motivazioni che hanno spinto il board a perseguire questa strada sono lo sfruttamento dei vantaggi di funzionamento previsti dal D. M. 5 luglio 2019 a favore di altre società per azioni quotate che investono principalmente in start up innovative e PMI innovative ammissibili; aumentare la visibilità internazionale della Società e le possibilità di crescita come in futuro, ampliando la rete di potenziali investitori e quindi la capacità di attrarre nuovi capitali necessari per nuovi investimenti e fornire agli azionisti attuali e futuri una naturale opzione di liquidità nei prossimi anni grazie alla possibilità di effettuare operazioni intraday<sup>181</sup>. Innovative-RFK si è quotata sul mercato *Euronext Access*<sup>182</sup> di Parigi con costi inferiori e senza la necessità di svolgere un roadshow completando così l'ultimo passaggio del processo di crowdlisting iniziato a settembre con una campagna di equity crowdfunding sulla piattaforma CrowdFundMe, con l'ammissione alla negoziazione delle 8.791.520 azioni che compongono il suo capitale, al prezzo di collocamento 1,19 euro per azione.

Per completezza, si cita anche un'altra operazione di crowdlisting promossa dalla piattaforma Opstart della società Cesynt Advanced Solutions che ha sviluppato *I-Skilled* ovvero un learning management system con oltre 45 mila utenti attivi e oltre 1000 corsi che rispondere ai bisogni di grandi, medie e piccole imprese che vogliano erogare formazione a distanza, migliorando l'efficacia dei propri corsi e riducendone i costi in modo significativo. Dopo aver già raccolto con una prima campagna di equity crowdfunding sulla piattaforma menzionata, l'impresa lancia un altro round di crowdfunding con valutazione pre money di 9.000.000€ e con target minimo di un 250.000€ propedeutico al completamento del processo di crowdlisting su Euronext Access. La campagna si è conclusa con una raccolta superiore al milione di euro e con un overfunding del 476%. Secondo quanto riportato dall'amministratore delegato in un'intervista<sup>183</sup> l'accesso al mercato mobiliare consentirà: *“di sviluppare nuove importanti funzionalità, gamification e realtà aumentata e ci consentiranno di espanderci anche nel mercato europeo. In questo modo siamo sicuri di incrementare il fatturato, di incrementare il valore dell'azienda e di distribuire ancora utili”*.

<sup>178</sup> <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/euronext.html>.

<sup>179</sup> Le informazioni relative sono state elaborate dal sito web della compagnia. <https://www.innovative-rfk.it/-about>.

<sup>180</sup> Dati di CrowdFundMe <https://www.crowdfundme.it/projects/i-rfk/>.

<sup>181</sup> Le informazioni sono state riprese dall'information document della società Innovative-RFK reperibile presso il sito web sotto la voce investor relation <https://www.innovative-rfk.it/>

<sup>182</sup> Si configura come un multilateral trading facility creato appositamente per le startup e le PMI che desiderano accedere a nuovi capitali per la crescita e acquisire reputazione per accedere in futuro a mercati regolamentati.

<sup>183</sup> Per l'intervista <https://www.mondoeconomia.it/2019/10/28/cesynt-advanced-solutions-spa-da-il-via-alla-campagna-di-equity-crowdfunding-per-iskilled-e-punta-alla-quotazione-su-uronext-con-linnovativo-percorso-crowdlisting-di-opstart/>

## CONCLUSIONE

L'obiettivo di questo elaborato è, innanzi tutto, dimostrare che l'equity crowdfunding è uno strumento finanziario valido, soprattutto per le prime fasi del ciclo di vita delle imprese; in secondo luogo comprendere come si evolve la vita dell'impresa dopo il completamento della campagna e quali sono le opportunità per gli investitori.

A tal fine si è proceduto alla stesura documentandosi soprattutto attraverso la letteratura disponibile, integrandola con dati empirici disponibili grazie a banche dati accessibili online riguardo la diffusione del fenomeno e l'andamento delle campagne lanciate. Inoltre, è stato indispensabile approfondire brevemente i casi reali, per capire se effettivamente l'equity crowdfunding sia uno strumento che aiuta le realtà aziendali. Considerata l'attualità del fenomeno analizzato, si attendono ulteriori sviluppi e integrazioni a quanto scritto.

Dal primo capitolo è stato possibile constatare che ormai l'equity-based crowdfunding è uno strumento affermato nonostante sia completamente innovativo. Infatti, il ruolo della "massa" risulta molto importante, così come quello della creazione di un network da sfruttare nel futuro aziendale grazie alla dimensione *social* del fenomeno. Tuttavia, la trattazione del tema sui costi e benefici dell'operazione ha evidenziato come ci siano ancora molte insidie che minacciano ancora la completa diffusione e validazione dello strumento.

Nel secondo capitolo si mette in luce come l'aspetto innovativo del fenomeno sia stato colto subito dal nostro legislatore che si è dimostrato capace, grazie poi ad ulteriori modifiche, di cogliere l'essenza dello strumento prevedendo agevolazioni fiscali e promovendolo prima limitatamente alle startup innovative fino ad arrivare alla totalità delle PMI sotto la forma di S.r.l., fattore che sicuramente aiuterà a consacrare la forma di finanziamento come canale alternativo ai sistemi tradizionali. I dati poi mostrati hanno evidenziato l'enorme potenziale dell'equity crowdfunding, con un mercato in crescita esponenziale e nel quale molte piattaforme hanno completato raccolte da più milioni di euro. Rimane di cruciale il tema dello sviluppo di mercato secondario per garantire liquidità agli investimenti e così eliminare in parte i rischi elencati nel primo capitolo. Sicuramente in questo senso, la possibilità di aderire al sistema di intestazione fiduciario delle quote ha semplificato la circolazione dei titoli.

Nell'ultimo capitolo si mostra come, nonostante gli emittenti comunichino ai potenziali investitori le possibili opportunità di exit, queste nella pratica tendono a non verificarsi completamente. Si ritiene che il corso del tempo possa confermare o meno questa tendenza. Quello che per ora sembra emergere è che sono poche le imprese che, dopo il successo della prima campagna di raccolta, raggiungono la completa affermazione nel mercato di riferimento. D'altronde anche le opportunità di rendimento si manifestano in via eccezionali esclusi pochi casi, così come la comprensione generale delle performance aziendali resta ancora in secondo piano rispetto ai problemi di asimmetria informativa. Infine, dall'analisi statistica condotta si deduce che gli obiettivi proposti risultano essere, almeno per la maggioranza, irrealizzabili così come la previsione dell'*exit strategies*, nel caso particolare della IPO, non sembra rispecchiare, per ora, la realtà dei fatti.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*. 2014, Vol. 14, pp. 63-97. DOI: [10.1086/674021](https://doi.org/10.1086/674021)

Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?. *California Management Review*, 2016, vol. 58(2), pp. 111–124. DOI: [10.1525/cm.2016.58.2.111](https://doi.org/10.1525/cm.2016.58.2.111).

Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., 2015. Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 24, pp. 253-274. DOI: <https://doi.org/10.2307/1882010>

Allegreni, F., Il mercato secondario di Seedrs per l'equity crowdfunding: unico benchmark in Europa, pubblicato online 01/07/2020 <http://www.crowdfundingbuzz.it/mercato-secondario-seedrs-per-equity-crowdfunding-unico-benchmark-in-europa/>.

Ancillotti, G. M., “Srl e equity crowdfunding”, Tesi di laurea, Università degli studi di Padova, anno accademico 2019-2020, rel. Prof. Speranzin Marco.

Angelo Busani, “Categorie di quote nella S.r.l.-PMI”, *Le società*, aprile 2019, pp 493-506 disponibile all'indirizzo [http://www.notaio-busani.it/Massime notarili e orientamenti professionali. Categorie di quote nella S.r.l.-PMI](http://www.notaio-busani.it/Massime_notarili_e_orientamenti_professionali.Categorie_di_quote_nella_S.r.l.-PMI)

De Paolis M., Equity crowdfunding: le caratteristiche dell'aumento di capitale, febbraio 2017. <https://www.studiolegaledepaolis.it/it/news/item/11-equity-crowdfunding-le-caratteristiche-dell-aumento-di-capitale>

Baccetti, Niccolò, 2019, “Informazione e postergazione tra s.p.a e nuove s.r.l.”, *Banca Borsa Titoli Di Credito*, vol. 5, p. 701. Accesso remoto Biblioteca Luiss.

Bebeez, Cesynt Advanced Solution pagherà dividendo da 50k euro dopo equity crowdfunding da 250k euro. Primo caso in Italia, articolo pubblicato online il 6/03/19 all'indirizzo <https://bebeez.it/2019/03/06/cesynt-advanced-solution-paghera-dividendo-da-50k-euro-dopo-equity-crowdfunding-da-250k-euro-primo-caso-in-italia/>

Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. 2012. Crowdfunding: Tapping the Right Crowd. *Journal of Business Venturing*. Vol 29. Disponibile presso [10.2139/ssrn.1578175](https://ssrn.com/abstract=102139).

Bidhè, A., Bootstrap finance: the art of Start-ups, *Harvard Business Review*, 1992, 70:60, 109-117. Disponibile presso <https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/10122688/>

Bofondi, M., Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 375 marzo 2017. Disponibile presso [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF\\_375.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF_375.pdf)

Bradford, S., Crowdfunding and the federal securities laws, *Columbia Business Law Review*, Retrieved 11, 2012. Disponibile in formato PDF presso <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>

Brandaleone G., Negri A., Novità dal regolamento Consob: debito e bacheca elettronica per incentivare il crowdfunding italiano, articolo pubblicato online il 5/11/2019 all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/news/crowdfunding/novita-dal-regolamento-consob-debito-e-bacheca-elettronica-incentivare-il-crowdfunding-italiano>.

Butticè V., Colombo M. G., Wright M., Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success, 2017, *Entrepreneurship: Theory and Practice*. DOI <https://doi.org/10.1111%2Fetap.12271>

Cagnasso O., Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.), 2014, *V Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale “Orizzonti del diritto commerciale”*. Disponibile presso [http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24074/cagnasso\\_o.pdf](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24074/cagnasso_o.pdf)

Ciocca, N., Accettella, F. (2017). Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding, *Giurisprudenza Commerciale*, 44(2), 237-270. Disponibile presso <http://hdl.handle.net/2108/192338>

Coakley, J., Lazos, A., Zegarra, J., 2018, Follow on equity crowdfunding, *Business and Local Government Data Research Centre, Essex Finance Centre, and Essex Business School*. Disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3224106>

COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione Europea 2020, Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, 3 marzo 2010, disponibile all'indirizzo <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:2020:FIN:EN:PDF>

COMMISSIONE EUROPEA, Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments, 2018, p. 6. Disponibile presso <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1166-Legislative-proposal-for-an-EU-framework-on-crowd-and-peer-to-peer-finance>

CONSOB, “Comunicazione riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative,” n. 0066128 dell'1.08.2013, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/web/areapubblica/ricerca/-/asset\\_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto-](http://www.consob.it/web/areapubblica/ricerca/-/asset_publisher/B7kKXz2TuELz/content/comunicazione-consob-1-agosto-)

CONSOB, CNDCCEC, L'equity crowdfunding. Analisi sintetica delle normative e aspetti operativi, agosto 2016. Disponibile presso <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

CONSOB, Regolamento n. 18592/2013 (Crowdfunding). Disponibile all'indirizzo [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)

- Conti, F., Crowdfundme l'equity crowdfunding sbarca in Borsa, articolo online pubblicato il 04/12/2018. <https://www.we-wealth.com/it/news/fintech/crowdfunding/crowdfundme-equity-crowdfunding-sbarca-borsa/>
- Corso S., "S.r.l.-PMI aperte al mercato scelte statuarie e diritti dei soci investitori". *Banca Borsa e titoli di credito*, 2019, vol. LXXXI, fascicolo 6, pp. 877-912. Consultabile presso <http://hdl.handle.net/11584/284677>
- Crowdfunding Cloud, "StarsUp, il primo portale autorizzato per l'equity crowdfunding in Italia", 2018, intervista pubblicata sul sito web <https://www.crowd-funding.cloud/it/starsup-il-primo-portale-autorizzato-per-l-equity-crowdfunding-in-italia-1336.asp>.
- Crowdsourcing.org, Massolution Report. Crowdfunding Industry Report 2012, Market trends, Composition and Crowdfunding Platforms, Research Report, Abridged Version, 2012. Disponibile all'indirizzo <http://reports.crowdsourcing.org/>
- Cucchiariato, L'equity crowdfunding dopo la Legge di Stabilità, *Rivista Diritto Bancario.*, 2016, pubblicato online presso <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/l-equitycrowdfunding-dopo-la-legge-di-stabilita-2017>
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan R., Marom D., 2012, A Framework for European Crowdfunding. Disponibile presso <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>
- De Luca R., Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità, *Fondazione Nazionale Commercialisti*, 2015, Disponibile presso <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>.
- De Mari, M., Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?, 04/02/2019. Disponibile all'indirizzo <https://www.dirittobancario.it/editoriali/michele-de-mari/equity-crowdfunding-pmi-non-quotate-e-mercati-secondari-una-lacuna-da-colmare>
- Di Pietro, F., Prencipe, A., & Majchrzak, A., Crowd Equity Investors: An Underutilized Asset for Open Innovation in Startups. *California Management Review*, 2018, Vol. 60(2), pp. 43–70. <https://doi.org/10.1177/0008125617738260>
- Drover, W., Wood, M.S., Zacharakis, A., 2017. Attributes of angel and crowdfunded investments as determinants of VC screening decisions. *Entrepreneurship Theory Practice*. Vol. 41(3), pp. 323–347. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12207>.
- FONDAZIONE NAZIONALE COMMERCIALISTI, L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende, 15 aprile 2019. Disponibile presso <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/1383>
- Forza D., Donation Crowdfunding per la causa sociale, 2015, articolo online disponibile presso <https://italiancrowdfunding.it/donation-based-crowdfunding/>.

- Furlanetto M. G., Marciano M., PMI-S.r.l. una riforma epocale, *DIRITTO 24*, 21/03/2019. Disponibile presso: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2019-03-21/pmi-srl-riforma-epocale-154432.php?preview=true>
- Incorvati, L., Liquidità per 908 milioni dal crowdfunding, *Sole 24 ore*, articolo pubblicato il 21/07/2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/liquidita-908-milioni-crowdfunding-ADe92Wf>
- Laudonio A., La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014 disponibile all'indirizzo [http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio\\_a\\_def.pdf](http://orizzontideldirittocommerciale.it/media/24322/laudonio_a_def.pdf).
- Lerro A. M., Equity crowdfunding, investire e finanziare l'impresa tramite Internet, Gruppo 24 ore, 2013.
- Lukkarinen, A., Teich, J.E., Wallenius, H., Wallenius, J., Success drivers of online equity crowdfunding campaigns, *Decision Support Systems*, 2016, Vol. 87, pp 26-38, DOI: <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006>.
- Lukkarinen, A., Wallenius, J., Seppälä, T., 2018, Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding. Disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=3263434>.
- Maccaferri A., "Crowdfunding, più digitale con un occhio all'impatto", *Il Sole 24 Ore*, articolo pubblicato online il 2/07/2020 <https://www.ilsole24ore.com/art/crowdfunding-piu-digitale-un-occhio-all-impatto-ADvVZHb>.
- Maccaferri A., "Real estate, 21 milioni in solo cinque mesi", *Il Sole 24 ore*, pubblicato il 2/07/2020 p. 34.
- Maccaferri, A., Al via la prima operazione di crowdlisting: I-Rfk si quota a Euronext, *Sole 24 Ore*, articolo del 17/12/19. Link <https://www.ilsole24ore.com/art/al-via-prima-operazione-crowdlisting-i-rfk-si-quota-euronext-ACdtgZ6>.
- Macchiavello, E., 2018, La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, *Rivista di Diritto Bancario*, p. 4, disponibile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/la-travagliataevoluzione-normativa-dell-equity-crowdfunding>.
- Magri V., Nuovo record per l'equity crowdfunding in Italia, che raccoglie 39 mln euro nel primo semestre 2020, articolo pubblicato online il 06/07/2020 <https://bebeez.it/2020/07/06/nuovo-record-per-lequity-crowdfunding-in-italia-che-raccoglie-39-mln-euro-nel-primo-semester-2020/>
- Majluf, N. S., Myers S. C., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, 1984, pp. 187-221. Disponibile presso [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Maltoni M., Ruotolo A., Boggiali D., La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata, *Consiglio Nazionale del Notariato*, studio n. 101-2018/I, disponibile all'indirizzo <https://www.notariato.it/sites/default/files/101-2018-I.pdf>.

MISE, “Rapporto Restart, Italia!”, 2012, disponibile all’indirizzo <http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/per-imedia/pubblicazioni/2030418-rapporto-restart-italia>.

Moedl, M. M., Is Wisdom of the Crowd a Positive Signal? Effects of Crowdfunding on Subsequent Venture Capital Selection. *Max Planck Institute for Innovation and Competition*, 2017, Research Paper No. 18-15. Disponibile presso <https://ssrn.com/abstract=3222461>

Mollick, E., 2014, The dynamics of crowdfunding: an exploration study, *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, pp 1-16. Disponibile presso <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>.

Novellini, V., Aim ai raggi X: come funziona il crowdfunding in Piazza Affari, *Sole 24 Ore*, articolo pubblicato il 10/01/2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/aim-raggi-x-come-funziona-crowdfunding-piazza-affari-ACLWwBBB>

Osman O., Crowd vs community: qual è la differenza, articolo del 27/03/2017 pubblicato online su <https://community.ulule.com/topics/crowd-vs-community-qual-e-la-differenza-16765/>

Pais I., Peretti P., Spinelli C., Crowdfunding. La via collaborativa all’imprenditorialità, Egea, 2014.  
Parker, S. (2018). Entrepreneurial Venture Growth, *The Economics of Entrepreneurship* (pp. 453-471). Cambridge: Cambridge University Press.

PARLAMENTO EUROPEO, Costruire un'Unione dei mercati dei capitali, (2015/2634(RSP) OJ C 265, 11.8.2017, p. 76–83. Disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015IP0268&from=IT>

Paschen J., Choose wisely: Crowdfunding through the stages of the startup life cycle, *Business Horizons*, vol 60, 2017, pp. 179-188. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bushor.2016.11.003>

Piattelli U., Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?. G. Giappichelli Editore, 2013.

Policaro G. A., Lo sviluppo in Italia dell’«equity crowdfunding». Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirimpenti. *Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale*. 1/2019, pp. 67-94. Doi: [10.4478/94283](https://doi.org/10.4478/94283)

POLITECNICO DI MILANO, 2020, *Osservatorio crowdfunding. 5° Report italiano sul Crowdfunding*. Disponibile su <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>.

Ralcheva, A., Roosenboom, P., On the Road to Success in Equity Crowdfunding, 2016, conference paper. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2727742>

Rossi, M., The New Ways to Raise Capital: An Exploratory Study of Crowdfunding. *International Journal of Financial Research*, 2014, Vol. 5 (2) Disponibile presso <https://www.researchgate.net/publication/273985092>.

Schwartz, A. A., The Gatekeepers of Crowdfunding, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 75, issue 2, art. 6, 2018. Disponibile presso <https://scholar.law.colorado.edu/articles/1187>

Schwiebacher A., Larralde B, Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures, *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford, 2012, p. 371. Disponibile presso <https://ssrn.com/abstract=1699183>.

Signori, A., Vismara, S., Does success bring success? The post-offering lives of equity crowdfunding firms. *Journal of Corporate Finance*, 2018, vol. 50, pp. 575-591. DOI: [10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.018)

Signori, A., Vismara, S., Return on investments in Equity Crowdfunding, 2016. Disponibile SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2765488>

Spence, A. M., Job Market Signaling, *Quarterly Journal of Economics*, August 1973, vol. 87, iss. 3, pp. 355-74. Disponibile presso <https://academic.oup.com/qje/issue>.

Spyrou S., Herding in financial markets: a review of the literature, *Review of Behavioral Finance*, 2013, Vol. 5 No. 2, pp. 175-194. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2013-0009>

Surowiecki, J., “The Wisdom of Crowd”, Anchor Books, 2005.

Turan, S. S., 2015, Stakeholders in Equity-Based Crowdfunding: Respective Risks Over the Equity Crowdfunding Lifecycle, *Journal of Financial Innovation*, Vol. 1, pp. 141–151. DOI: [10.15194/jofi.2015.v1.i2.34](https://doi.org/10.15194/jofi.2015.v1.i2.34).

Van Osnabrugge, M. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2000, Vol. 2(2), 91–109. Disponibile presso: <https://doi.org/10.1080/136910600295729>

Vismara, S., 2016. Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, vol. 46, pp 579–590. Disponibile presso DOI: [10.1007/s11187-016-9710-4](https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4)

Vulkan, N., Astebro, T., Sierra, M. F., Equity crowdfunding: a new phenomena, *Journal of Business Venturing Insight*, 2016, Vol.5, pp. 37-49. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2016.02.001>

Walthoff-Borm, X., Schwiebacher, A., Vanacker, T., Equity crowdfunding. First resort or last resort?, *Journal of Business Venturing*, 2018, vol. 33, pp. 513-533. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2018.04.001>

Wilson K. E., Testoni M, Improving the role of equity crowdfunding in Europe’s capital market, conference paper, 2014 disponibile presso <https://www.researchgate.net/publication/266024973>

## SITOGRAFIA

<http://www.aim-italia.it/>

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

<http://www.consob.it/web/consob/home>

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

<https://crowdarena.it/come-funziona/>

<https://www.crowd-funding.cloud/default.asp>

<https://www.crowd-funding.cloud/it/intestazione-conto-terzi-nell-equity-crowdfunding-intestazione-fiduciaria-1323.asp>

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

<https://www.crowdfundme.it/archivio-progetti-crowdfunding/>

<https://www.crowdfundme.it/domande-frequenti-investitori/>

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

<https://www.ilsole24ore.com>

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