



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Regolazione Finanziaria e Innovazione

“Il crowdfunding per finanziare progetti su fonti energetiche rinnovabili”

Prof. Mirella Pellegrini
Professoressa

Enzo Pazardjiklian Matr. 254151
Candidato

Anno accademico 2022/2023

SOMMARIO	2-3
INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 “IL MODELLO DEL CROWDFUNDING”	5-33
1.1 “DEFINIZIONI E ORIGINI DEL FENOMENO”	5-9
1.1.1 Definizioni.....	5-7
1.1.2 Origini del fenomeno	7-9
1.2 “FUNZIONAMENTO, RISCHI E OPPORTUNITA’”	9-12
1.3 “I MODELLI “CLASSICI””	12-21
1.3.1 “Donation Based Crowdfunding”	12-14
1.3.2 “Reward Based Crowdfunding”	14-16
1.3.3 “Equity Based Crowdfunding”	16-18
1.3.4 “Lending Based Crowdfunding”	18-21
1.4 “I MODELLI “NUOVI””	22-28
1.4.1 “Real Estate Crowdfunding”	22-23
1.4.2 “Civic Crowdfunding”	23-24
1.4.3 “Royalty Based Crowdfunding”	24-25
1.4.4 “Corporate Crowdfunding”	25-26
1.4.5 “Pre-Purchase Crowdfunding”	26
1.4.6 “Do It Yourself Crowdfunding”	26-27
1.4.7 “Invoice Trading”	27-28
1.5 “UN FOCUS SULLA SITUAZIONE IN ITALIA”	29-33
CAPITOLO 2 “REGOLAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE”	34-62
2.1 “LA REGOLAZIONE DEL CROWDFUNDING”	34-50
2.1.1 “La regolazione dell’Equity Crowdfunding in Italia”	34-43
2.1.2 “La regolazione del Lending Crowdfunding in Italia”	44-45
2.1.3 “La nuova disciplina comunitaria”	45-50
2.2 “SVILUPPI RECENTI”	50-62
2.2.1 “Fintech e COVID-19”	50-59
2.2.2 “Crowdfunding sostenibile”	59-62
CAPITOLO 3 “IL CROWDFUNDING ENERGETICO	63-84
3.1 “LA SITUAZIONE IN ITALIA SUL FRONTE RINNOVABILI E LA POSIZIONE DELL’UE”	63-74
3.2 “IL FENOMENO DEL CROWDFUNDING ENERGETICO IN ITALIA”	74-80
3.3 “I PROGETTI “EDISONCROWD” E “SCELTA RINNOVABILE ENEL” “	80-84

CONCLUSIONI	85-86
BIBLIOGRAFIA	87-90
SITOGRAFIA	91-95
INDICE DELLE FIGURE	96-97

INTRODUZIONE

Il “*crowdfunding*”, letteralmente finanziamento dalla folla, rappresenta contemporaneamente un canale alternativo per reperire fondi a disposizione sia di imprese che di singoli individui che un’opportunità per investire in realtà spesso sconosciute al grande pubblico ma caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e di sviluppo.

Coloro interessati ad un determinato progetto sfruttano l’architettura fornita dalle c.d. piattaforme per dare attuazione alla propria volontà di fornire finanziamenti per la campagna in questione; a goderne sono le controparti note come *fundraiser*,

Negli anni le dimensioni del fenomeno sono divenute sempre più rilevanti, con l’aumentare del numero di soggetti e operatori che hanno dato fiducia a questo meccanismo di finanziamento innovativo e con l’accresciuto ammontare di capitali circolanti tramite esso.

Questo elaborato è stato strutturato con l’obiettivo di ricostruire l’evoluzione del *crowdfunding* e i driver che ne hanno determinato la crescita, cercare di tracciarne i confini e definirne i modelli più rilevanti, analizzare i settori dell’economia ove ha saputo diffondersi, esaminarne i vantaggi e le specificità senza ignorarne gli aspetti più rischiosi. A questi profili è stato dedicato il primo capitolo, il quale, inoltre, riporta una panoramica sintetica sulla situazione attuale dell’Italia in relazione al fenomeno in esame.

Il *crowdfunding* non ha ricevuto un trattamento normativo uniforme, sia in relazione alle varie connotazioni che ha concretamente assunto che in base ai differenti approcci adottati dai legislatori nazionali.

L’Italia è stato il primo paese ad introdurre una normativa completa ed articolata dell’*equity crowdfunding*, il modello che prevede che il finanziatore riceva in cambio del suo contributo titoli partecipativi dell’impresa a cui sono stati indirizzati i fondi.

Il secondo capitolo dell’elaborato è mirato proprio all’analisi della disciplina italiana del *crowdfunding*, ripercorrendo i passaggi fondamentali che ne hanno modificato più volte i capisaldi.

Recentemente vi sono stati sviluppi di straordinaria importanza e di primario impatto sia sull’operatività delle piattaforme che su diritti e obblighi di *fundraiser* e finanziatori; tramite il Decreto legislativo n. 30 del 10 marzo 2023 l’Italia ha infatti recepito la nuova disciplina comunitaria prevista per i prestatori di servizi di *crowdfunding* per le imprese, la quale verrà anch’essa trattata nei suoi profili più rilevanti.

Infine, il secondo capitolo intende mettere l’accento sulle ripercussioni che la pandemia di Covid 19 ha avuto nella traiettoria evolutiva del fenomeno e introduce un primo spunto sul binomio *crowdfunding* e sostenibilità. In ultimo con il terzo capitolo, partendo da quest’ultima prospettiva, si è deciso di osservare il ruolo del *crowdfunding* nel finanziamento di progetti su fonti energetiche rinnovabili in Italia, cercando di sottolineare il potenziale del fenomeno oggetto dell’elaborato in questo specifico contesto.

Come si discuterà ampiamente, vi è infatti necessità di investimenti cospicui nel settore delle rinnovabili per sfruttare pienamente le risorse offerte dal territorio nazionale, affrontare le stimolanti sfide sul tema della sostenibilità, migliorare la posizione dell’Italia sul fronte dell’autonomia energetica e cercare di avvicinarsi agli ambiziosi target posti dall’Unione Europea per i prossimi anni.

CAPITOLO 1

“IL MODELLO DEL CROWDFUNDING”

1.1 DEFINIZIONI E ORIGINI DEL FENOMENO

1.1.1 DEFINIZIONI

L'espressione anglofona *crowdfunding* è composta da due termini che possono essere rispettivamente tradotti come folla e finanziamento¹. Da questa semplice affermazione è possibile dedurre quello che è il principio di base sottostante al funzionamento di questo fenomeno. Difatti esso consiste, in una prima formulazione approssimativa, nello sforzo congiunto di più individui, indirizzato a finanziare una determinata persona o una determinata impresa, dotandoli delle risorse economiche richieste. Il termine è stato coniato nel 2006 da Michael Sullivan con il lancio della piattaforma “*Fundavlog*”, la quale consentiva la possibilità di donare online per progetti di videoblog². Il fenomeno nel corso degli anni ha assunto i connotati più disparati, tanto che, i vari modelli di *crowdfunding* al momento diffusi sono difficilmente descrivibili compiutamente tramite una definizione univoca³. Nonostante ciò, si è ritenuto necessario riportare quelle che sono alcune delle diverse interpretazioni date a questa fattispecie da diverse autorità, istituzioni ed autori per provare a delineare le caratteristiche salienti del fenomeno e poter poi entrare nel dettaglio della tematica in maniera adeguata. La prima definizione che si intende richiamare è quella fornita dalla CONSOB attraverso il proprio sito ufficiale: “Il termine *crowdfunding* indica il processo con cui più persone (“folla” o “*crowd*”) conferiscono somme di denaro (“*funding*”), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (“*piattaforme*” o “*portali*”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa⁴”. Già dalle parole della CONSOB è possibile arricchire l'approssimazione esposta in apertura di nuovi ed interessanti elementi. Sebbene esso non risulti necessario, si introduce il concetto di ricompense come contraltare del finanziamento elargito dalla pluralità degli individui; esso, come si spiegherà, può assumere concretamente varie forme a seconda del modello di *crowdfunding* in questione. Inoltre, la CONSOB mette in risalto il ruolo fondamentale della cosiddetta “piattaforma o portale”; esso è lo strumento digitale attraverso cui gli investitori possono dare attuazione alla loro volontà di raggiungere le imprese che intendono finanziare; ad occuparsene sono i “gestori di portali”, nuove figure introdotte nell'ordinamento italiano di cui si parlerà nei capitoli successivi⁵.

¹ Pavan, (2018). “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa”, Wolters Kluwer.

² Chen, Thomas, Kohli, (2016). “What really makes a promotional campaign succeed on a crowdfunding platform?: Guilt, utilitarian products, emotional messaging, and fewer but meaningful rewards drive donations”, *Journal of Advertising Research*, 56(1), 81-94.

³ Pavan. “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa”, cit.

⁴ Consob, “Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una “start-up innovativa” tramite portali on-line”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.

⁵ Lucantoni, (2019). “La raccolta di capitali tramite portali: l’equity crowdfunding”. Da “I diversi settori del fintech”, a cura di Corapi, Lener. Wolters Kluwer.

Proseguendo con un'ulteriore definizione si è deciso di citare quella dell'European Crowdfunding Network, un'organizzazione internazionale attiva dal 2013, che si occupa di promuovere il *crowdfunding* nell'ottica di finanziare le piccole e medie realtà economiche. Così recita: “*Crowdfunding is a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions, from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs, and business owners to utilize their social networks to raise capital*”⁶. Senza soffermarsi sugli aspetti già richiamati dalla CONSOB nel proprio inquadramento del fenomeno, l'European Crowdfunding Network innesta nella trattazione una nuova componente. Annoverando fra i soggetti richiedenti finanziamenti gli “*innovators*” si può iniziare a presentare una caratteristica peculiare del *crowdfunding* che ha contribuito ad aumentarne esponenzialmente la recente diffusione. Si fa riferimento al fatto che, al giorno d'oggi, per le cosiddette “start up”, questa tipologia di finanziamento rappresenta un'alternativa valida, concreta e con un raggio d'azione sempre più ampio, al tradizionale finanziamento bancario. La possibilità di reperire fondi “dal basso” consente alla moltitudine di imprese innovative, per le quali ricorrere ad un finanziamento bancario può risultare impossibile od oltremodo oneroso, di poter ottenere risorse nella fase embrionale della propria operatività. In questo modo, non soltanto si può favorire un'economia dove l'intraprendenza sia supportata in maniera pratica e tangibile ma si fornisce agli investitori uno strumento dalle potenzialità notevoli⁷. Investire in start up innovative può infatti portare a rendimenti molto elevati in tempi relativamente brevi e, poterlo fare in maniera agevole e trasparente, incentiva indubbiamente tale pratica.

Sul tema si è espresso anche la Commissione Europea che ne ha proposto una propria ricostruzione: “Il termine generalmente indica un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico. Spesso tali inviti sono pubblicati e promossi attraverso internet e con l'aiuto dei media sociali, e sono aperti solo per un determinato periodo di tempo. I fondi provengono generalmente da numerosi finanziatori, sotto forma di contributi relativamente modesti”⁸. Ancora una volta sono sottolineati gli elementi cardine del *crowdfunding*, il finanziamento “dal basso”, la pluralità di individui coinvolti, la centralità del progetto come elemento giustificante la raccolta in questione.

Prima di passare alla ricostruzione delle origini del fenomeno, si intende aggiungere un ulteriore punto di vista della dottrina, per cercare di fornire una panoramica quanto più completa su cosa sia effettivamente il *crowdfunding*. La definizione in questione è quella di Giuseppe Quaranta⁹: “«*Il crowdfunding è un particolare tipo di finanziamento collettivo che, sfruttando le potenzialità di Internet, consente a coloro che hanno idee o delle necessità, ma - rispettivamente - non tutti i fondi per realizzarle o soddisfarle, di provare ad accedere a*

⁶ European Crowdfunding Network, (2012). <http://eurocrowd.org>.

⁷ Hervé, Schwiendbacher, (2019). “Crowdfunding and innovation”, Contemporary Topics in Finance: A Collection of Literature Surveys, 331-349.

⁸ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea, (2014).

⁹ Quaranta, (2016). “Crowdfunding, il finanziamento della folla o “dei folli”?”, Diritto ed Economia dell'Impresa, fascicolo n.5, G. Giappichelli editore, cit., p.273.

risorse economiche di terzi, partendo da quelle di parenti e amici (family and friends) nella speranza di attrarre anche quelle - molto più ingenti - della folla (“crowd”) che popola il mondo online, la quale (“fools”), fidandosi dei meccanismi di feedback che si generano tra gli utenti - come discriminante per la validità e la fattibilità di un progetto -, è disposta a finanziare un numero crescente di idee (bisogni), in quanto la tendenza - trainata da “World Wide Web” - è quella di vendere sempre più unità di prodotti e/o servizi specifici per piccole nicchie. In questo modo, chiunque può, potenzialmente, accedere ad un vero e proprio 'finanziamento della folla'». Si ritiene che la definizione di Quaranta sia quella che mette maggiormente in risalto il potenziale di supporto all'innovazione e all'imprenditorialità che questa forma di finanziamento collettivo possa garantire al sistema economico. Ancora, un punto da non sottovalutare è quello del ruolo dei meccanismi di feedback, definiti come “discriminanti per la validità e la fattibilità di un progetto”.

Questa componente, non menzionata nelle interpretazioni precedentemente esposte, introduce una tematica estremamente rilevante. Infatti, per coloro che intendono raccogliere fondi tramite piattaforme di *crowdfunding* è di primaria importanza risultare attrattivi verso i finanziatori; i progetti e le idee degli imprenditori devono riuscire a convincere la folla a “scommettere” su di essi. I feedback e i pareri dei finanziatori, se positivi, potranno incoraggiare una crescente partecipazione da parte di altri individui.

Inquadrare un fenomeno come il *crowdfunding*, che ha assunto negli anni forme e modalità eterogenee, e che, seguendo gli sviluppi e le tendenze del mercato è anch'esso soggetto a continue evoluzioni, non è un compito semplice. Si è comunque cercato di delineare quelle che potrebbero definirsi le caratteristiche “basilari” della fattispecie, per poter ora focalizzare maggiormente la trattazione dell'argomento.

Prima di proseguire oltre gli aspetti definitivi si intende chiarire il significato di un termine con cui spesso si tende a generare confusione quando ci si riferisce al *crowdfunding*. Si parla di *crowdsourcing*, infatti, per indicare quel fenomeno dove la folla conferisce idee, spunti o altri contributi sia fisici che non, ma anche somme di denaro. Si potrebbe dunque fare riferimento a uno sforzo collettivo di natura più ampia rispetto unicamente ai contributi finanziari. Ebbene, in questo senso il *crowdfunding* risulterebbe essere un sottoinsieme del *crowdsourcing*.

1.1.2 ORIGINI DEL FENOMENO

Ripercorrendo le definizioni sopra menzionate vi è un elemento su cui non si è volutamente porre l'attenzione fino ad adesso. Ci si riferisce ad “internet”, e al suo peso specifico nel funzionamento di questo modello di finanziamento. Affermare che internet costituisca una componente necessaria nell'inquadramento del *crowdfunding*, potrebbe infatti non essere completamente esatto. È possibile tornare al 1885 quando a New York si registravano dei forti rallentamenti nella costruzione della celeberrima “Statua della Libertà”. A risolvere la situazione fu il grande intuito di Joseph Pulitzer che tramite il giornale “*New York World*”, promettendo in cambio di pubblicare i nominativi dei donatori, raccolse la cifra di centodieci mila dollari, un

contributo fondamentale per la realizzazione del monumento¹⁰. Si potrebbe affermare che questo sia stato il primo caso di “*donation-based crowdfunding*”, ossia quella tipologia del fenomeno, in cui i finanziatori vengono retribuiti per il loro contributo con una ricompensa di natura puramente simbolico-emozionale o quei casi in cui essi sono mossi dal puro intento solidaristico¹¹, ma anche di “*civic crowdfunding*”, dove i cittadini uniscono le loro disponibilità per finanziare la costruzione o la ristrutturazione di un’opera pubblica.

Oltre un secolo prima, nel 1781 il compositore Wolfgang Amadeus Mozart aveva lasciato il suo incarico presso la corte dell’arcivescovo di Salisburgo. Per poter continuare a comporre le sue opere aveva bisogno di fondi e si rese protagonista di quella inquadabile a tutti gli effetti come una campagna di “*reward-based crowdfunding*”. Il pianista austriaco nel 1783 pubblicò infatti un invito a potenziali finanziatori, proponendo come incentivo alla contribuzione un manoscritto del suo concerto seguente. Questo fungeva da *reward*, ossia ciò che veniva dato in cambio a coloro che avrebbero dato fiducia al progetto. Mozart in prima istanza fallì nel suo intento, riuscendo, solamente in una seconda occasione, a raccogliere risorse da 176 investitori.¹² La storia proporrebbe altri casi simili ma in questa sede si è deciso di non dilungarsi ulteriormente a riguardo. È importante piuttosto chiarire che marginalizzare il ruolo di internet nel complessivo inquadramento del fenomeno non corrisponderebbe a verità. Le affascinanti esperienze come quelle di Mozart e Pulitzer non devono distorcere la realtà dei fatti. Nonostante le sue antiche origini, il *crowdfunding* ha trovato le sue più importanti forze motrici verso la fine del primo decennio degli anni 2000 nel poderoso avvento di internet, in particolare dell’internet mobile, e dei social network¹³. Questi, assieme alla crisi finanziaria del 2008 rappresentano i tre driver che hanno portato il *crowdfunding* da essere uno strumento di nicchia, spesso fortemente legato alla notorietà del soggetto richiedente fondi o del progetto da finanziare, a un fenomeno di larga scala, diffuso fra il pubblico degli investitori, declinato in una pluralità di tipologie e permeato in una moltitudine di settori¹⁴. Tornando a quanto affermato al principio di questo paragrafo, asserire che internet sia una componente necessaria per poter parlare effettivamente di *crowdfunding* potrebbe essere “etimologicamente” o formalmente errato, ma nella realtà dei fatti il destino di quest’ultimo è stato indissolubilmente legato alla dirompente ascesa del primo, che ha permesso la drastica riduzione sia dei costi informativi, quanto dei costi transazionali attraverso lo sviluppo dei pagamenti elettronici¹⁵. Come già accennato, la crisi del 2008 rappresenta una delle ragioni alla base dell’attuale popolarità del *crowdfunding*. È infatti noto che il terremoto finanziario scatenato dalla crisi dei mutui definiti “*subprime*”, in riferimento alla loro concessione a clienti dall’alto rischio di insolvenza, rapidamente si trasferì dapprima nell’economia reale

¹⁰ Cicerchia, (2013). “Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura”, *Economia della cultura*, 23(2), 175-188.

¹¹ Zhao, Shneur, (2020). “Donation crowdfunding: Principles and donor behaviour”, *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, 145-160.

¹² CrowdFinding, (2021). “Storia del Crowdfunding: dalle origini al successo moderno”. <https://crowdfunding.altervista.org/storia-del-crowdfunding-dalle-origini-al-successo-moderno/>.

¹³ De Luca, Furnari, Gentile, (2021). “Il crowdfunding”. Da “Banche, Intermediari e Fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario”, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis. Giuffrè Francis Lefebvre.

¹⁴ Pavan. “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa”, cit.

¹⁵ Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). “7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING”. <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

degli Stati Uniti per poi arrivare a coinvolgere anche quella del resto del mondo, provocando una caduta di reddito e occupazione, complessivamente causata dalla restrizione creditizia nei confronti sia di imprese che di famiglie, dal crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni e della drastica riduzione di spese per consumi e investimenti da parte delle famiglie¹⁶. Si iniziò a parlare in quegli anni del cosiddetto “*credit crunch*”. Nel caso della crisi finanziaria del 2008, questa espressione, letteralmente traducibile come “stretta creditizia”¹⁷, sta ad indicare l’irrigidimento degli standard di prestito che le banche decisero di adottare, preoccupate dalla possibile erosione a causa delle minusvalenze dovute alla crisi dei mutui. Post crisi ottenere un finanziamento bancario era divenuto tutt’altro che agevole e significativamente più oneroso rispetto agli anni precedenti.

A livello europeo, ad esempio, le Direttive 2008/48/CE¹⁸ e 2014/17/UE¹⁹, avevano, fra i loro obiettivi, quello di rafforzare la verifica del “merito creditizio”, definibile come una profilazione del richiedente fondi in termini probabilistici sulla futura solvibilità dei suoi debiti. Queste Direttive, seppur indirizzate a disciplinare il credito al consumo, trovarono applicazione anche nel credito d’impresa. È proprio in questo contesto di rallentamento del tradizionale sistema creditizio che, il *crowdfunding*, collocato nel più ampio spettro della “finanza alternativa”, ossia quell’insieme di canali e di strumenti di finanziamento appunto non tradizionali, con il fine ultimo di semplificare e snellire l’accesso al credito per i soggetti richiedenti risorse, ha rappresentato un nuovo orizzonte per le imprese specialmente non grandi e ha pertanto trovato terreno fertile per la sua diffusione.

1.2 FUNZIONAMENTO, RISCHI E OPPORTUNITA’

Il *crowdfunding* nelle sue molteplici accezioni ha come idea sottostante quella di mettere in contatto il pubblico degli investitori con coloro in possesso di un’idea o un progetto, ma sprovvisti dei fondi necessari per metterlo in atto. A svolgere il ruolo di connettore fra queste due categorie di soggetti è la “piattaforma”. Essa è una tecnologia che sfrutta internet per permettere ai “*fundraiser*²⁰” di raggiungere quanti più individui possibili in questo sistema.

Il portale deve fornire all’investitore le informazioni necessarie affinché quest’ultimo possa operare in maniera consapevole dei rischi che corre e delle caratteristiche specifiche di quanto gli viene proposto²¹. Su queste tematiche si tornerà nel secondo capitolo approfondendo la disciplina italiana in materia, che regola

¹⁶ Consob, “Le crisi finanziarie”. <https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>.

¹⁷ Il Sole 24 Ore, “Credit crunch”. <https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml>.

¹⁸ Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE.

¹⁹ Direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 febbraio 2014, in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010 Testo rilevante ai fini del SEE.

²⁰ progettisti che raccolgono il capitale.

²¹ Consob, “Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una “start-up innovativa” tramite portali on-line”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.

nel dettaglio gli obblighi a cui deve attenersi il gestore del portale, per poter svolgere la propria attività in conformità con quanto previsto dal nostro ordinamento.

La mole di idee creative, artistiche e culturali oltre a quelle prettamente imprenditoriali che possono trovare supporto in questi nuovi sviluppi è significativamente aumentata, così come si è allargata la cerchia dei possibili finanziatori, includendovi anche investitori non professionali, come suggerisce l'ampiezza del termine "crowd". Fra gli obiettivi e le opportunità che contraddistinguono questo sistema di finanziamento alternativo bisogna annoverare anche la possibilità di stimolare una partecipazione attiva dei cittadini nel promuovere iniziative di sviluppo socioeconomico, culturali e ambientali. Le ragioni che possono guidare l'azione degli individui-investitori possono essere di varia natura ma in ogni caso il sistema economico e imprenditoriale può trarre giovamento dall'attività di questi ultimi.

Soffermandoci ulteriormente sulla digitalizzazione dei servizi finanziari, questa ha comportato una vera e propria democratizzazione del sistema finanziario. Oggi, infatti, i servizi che un tempo erano esclusivamente forniti da intermediari specializzati attraverso le proprie sedi fisiche sono offerti da nuovi intermediari che possono raggiungere una fetta più ampia di individui-investitori interagendo con loro direttamente dalle loro abitazioni. Il cliente stesso, generazionalmente sempre più disposto ad accettare un ruolo non secondario della tecnologia digitale nella propria vita, trova sintomaticamente naturale che la prestazione di servizi finanziari avvenga in maniera altrettanto tecnologica²².

Nonostante il *crowdfunding* rappresenti un'opportunità molto interessante sia per chi intende ottenere rendimenti elevati dai propri risparmi sia per chi necessita fondi per finanziare le proprie idee, esso non è ovviamente un fenomeno esente da rischi e problematiche. Non sottovalutare i rischi del *crowdfunding* non significa sminuirne le potenzialità, ma troppo spesso la narrazione sul tema tende a essere oltremodo ottimistica, non dando il peso appropriato ai profili più delicati esistenti. Se ne riporta quindi una breve panoramica d'insieme. Per chi decide di finanziare un progetto tramite questo modello innovativo, il primo problema è sostanzialmente l'illiquidità dei titoli che si acquistano. Difatti non esiste un mercato secondario per la negoziazione di essi e inoltre, in Italia, il D.L. n. 179/2012²³ ha individuato una particolare categoria, la "start up innovativa". Per queste società di capitali le azioni o quote rappresentative del capitale sociale non possono essere quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione e, peraltro, fra i molteplici requisiti per classificare un'impresa in questa categoria rientra il divieto di distribuire utili fino ad un massimo di quattro anni²⁴. Dal momento che molte delle campagne di *crowdfunding* vedono come soggetto finanziato una start up innovativa, specialmente nel periodo antecedente al Decreto Legge n.3 del 24/1/2015 che tramite l'art.4 dello stesso ha ampliato nel nostro paese la cerchia dei possibili offerenti di proprie quote o azioni tramite portali, originariamente circoscritta alle start up innovative ad alto valore tecnologico, includendovi anche le P.M.I innovative e gli organismi di investimento collettivo del risparmio

²² Pavan. "Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa", cit.

²³ Decreto-legge del 18 ottobre 2012, n. 179. Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese.

²⁴ Decreto-legge del 18/10/2012, n.179.

(OICR) o le altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative ed in P.M.I. innovative²⁵, sia la questione dell'illiquidità dei titoli, che quella della mancata distribuzione iniziale dei dividendi sono due elementi da tenere in considerazione quando si analizzano le problematiche del fenomeno²⁶. Attualmente la possibilità di offrire quote del proprio capitale di rischio tramite portali è stata estesa ulteriormente, ma si tornerà sul tema quando verrà ripercorsa l'evoluzione normativa.

Come detto, il *crowdfunding* in molti casi è il mezzo per finanziare un'idea o un progetto dal notevole potenziale, ma in una fase ancora embrionale del proprio sviluppo. Ebbene, la rischiosità insita in iniziative di questo tipo è una componente da menzionare. Infatti, le imprese più giovani se da un lato possono potenzialmente rivelarsi delle scommesse vincenti, dall'altro non hanno alle spalle un'esperienza consolidata e anni di attività pregressa, e dunque non è raro ritrovarsi a finanziare un progetto che si potrebbe rivelare, in un secondo momento, un insuccesso. Inoltre, la tipologia di *crowdfunding* "equity", comporta l'acquisto di titoli partecipativi al capitale di rischio dell'impresa, per loro natura contraddistinti da un determinato profilo di rischiosità, di cui bisogna necessariamente tenere conto. Dal 2019, tramite la legge n. 145 del 30 dicembre 2018²⁷, peraltro in Italia è stata anche ampliata la gamma dei possibili strumenti negoziabili sui portali, dando la possibilità di sottoscrivere obbligazioni o altri strumenti finanziari di debito seppur con alcune limitazioni²⁸. L'investitore potrebbe godere di rendimenti positivi ma deve essere conscio della natura specifica dell'operazione finanziaria che decide di intraprendere.

Si ritiene anche opportuno segnalare che un meccanismo per effettuare investimenti agile, intuitivo e accattivante, come sono i portali, potrebbe portare i finanziatori a ritrovarsi vittime di alcuni propri *bias* cognitivi che impediscono loro di ponderare adeguatamente e consapevolmente le proprie scelte (come il fenomeno dell'*over confidence*²⁹), che, come si dettaglierà nel secondo capitolo, per questo genere di innovazioni finanziarie mettono sul tavolo varie questioni di primaria importanza.

Un'ultima riflessione da annoverare nei rischi connessi al fenomeno è il rischio di asimmetria informativa o di frode che il finanziatore deve sopportare nei confronti del progettista, per via dell'utilizzo di un mezzo impersonale per promuovere il progetto, quale è il portale, che ovviamente rischia di facilitare comportamenti di questo tipo³⁰. Su questo la regolazione si è sempre mossa cercando di massimizzare la trasparenza in questo genere di investimenti e di porre a carico della piattaforma obblighi di informazione.

Bisogna anche segnalare che gli stessi *fundraiser*, nonostante lo strumento del *crowdfunding* possa rappresentare un'opportunità unica, corrono dei rischi e devono sostenere degli oneri quando decidono di

²⁵ P.M.I. sta per "piccole e medie imprese".

²⁶ Macchiavello, (2018). "La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita", Rivista di diritto bancario 3.

²⁷ Legge 30 dicembre 2018, n. 145. Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021.

²⁸ Amato, (2018). "Il debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'equity ed al lending crowdfunding", Dirittobancario.it.

²⁹ La Consob definisce l'*over confidence* in questo modo. "Alcuni individui tendono a formulare previsioni sistematicamente distorte verso scenari positivi. Fare previsioni troppo ottimistiche o fidarsi troppo delle proprie capacità di valutazione possono indurre a sottoscrivere investimenti ad alto rischio anche quando si è fortemente avversi alle perdite".

³⁰ De Luca, Furnari, Gentile. "Il crowdfunding", cit.

lanciare le loro iniziative attraverso portali per trovare supporto. In primo luogo, per poter attrarre finanziamenti, la propria idea imprenditoriale deve essere esposta in maniera dettagliata, accurata e puntuale sulla piattaforma, in modo che gli individui interessati la possano analizzare, per ponderare opportunamente le proprie azioni. Ciò ovviamente significa rischiare di vedere le proprie intuizioni replicate e imitate, specie nel caso in cui non fossero state predisposte adeguate azioni di protezione della proprietà intellettuale. Proseguendo poi, l'impresa deve essere a conoscenza degli obblighi informativi a suo carico e del livello di trasparenza che deve mantenere nei confronti della folla. Ancora fra i rischi per gli imprenditori, c'è quello di interfacciarsi con una piattaforma fraudolenta. Infine, nella tipologia "equity", allargando l'assetto proprietario dell'impresa si aprono ovviamente nuove tematiche, rischi e problemi connessi alla presenza di più soci con obiettivi e visioni differenti³¹.

1.3 MODELLI CLASSICI

Il *crowdfunding* è un fenomeno particolarmente variegato. A seconda della specifica forma di ricompensa che riceve il finanziatore da parte dell'impresa se ne distinguono varie tipologie. Quando si fa riferimento ai modelli "classici", si parla di quelli che si sono affermati cronologicamente prima, in contrapposizione ai modelli "nuovi" che si potrebbero definire dei sottoinsiemi o delle specificazioni dei primi, dal momento che le loro caratteristiche sono in gran parte ricalcate su quelle dei modelli più noti.

Le diverse tipologie di *crowdfunding* permettono un utilizzo più ampio di tale strumento, costituendo in tal modo un'occasione sia per investitori attivi che passivi, che per individui in cerca di rendimenti per i propri risparmi che per quelli mossi semplicemente da intenti personali. I modelli classici sono fondamentalmente quattro: "donation based" e "reward based", accomunabili nella macrocategoria dei *crowdfunding* non finanziari; "equity based" e "lending based", i quali invece sono quelle tipologie di *crowdfunding* denominate come finanziarie dal momento che i risparmiatori agiscono nell'ottica di un ritorno finanziario³², e che quindi spesso vengono definite come "crowdinvesting".

1.3.1 "DONATION BASED" CROWDFUNDING

Il primo modello classico di cui si tratterà è il cosiddetto "donation based". Come suggerisce la denominazione, questa declinazione del fenomeno, che è quella più elementare da comprendere nel suo funzionamento, fa riferimento a quelle casistiche in cui la contribuzione della folla assume i connotati di una vera e propria donazione. I finanziatori, mossi da intenti personali e spesso solidaristici non ricevono nulla in cambio del loro sforzo, se non la gratificazione per il loro impegno o ricompense di natura prettamente simbolico-emozionale, come ringraziamenti, saluti, menzioni, e quindi non classificabili come un ritorno di alcun tipo.

³¹ De Luca, (2015). "Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità". Fondazione Nazionale Commercialisti. <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/846>.

³² Daniele, (2020). "Crowdfunding for Entrepreneurship", Egea editore.

Le imprese e le persone fisiche che ricorrono a questa tipologia di finanziamento sono molteplici. Negli anni si è potuto assistere a campagne di *donation crowdfunding* relative a scopi di natura culturale, sociale, assistenziale, creativa, di ricerca scientifica, educativa. Nonostante il fenomeno abbia assunto rilevanza crescente, l'ordinamento italiano, come molti altri ordinamenti europei non lo disciplina compiutamente differentemente a quanto è invece asseribile per i modelli del "*financial crowdfunding*".

Nel caso di iniziative *donation based*, la contribuzione del singolo individuo non soltanto, come avviene in tutti i modelli, si somma a quella della folla, ma in essa tende a confondersi. Infatti, ciò che rileva in questa precisa circostanza è soltanto l'ammontare complessivo che viene raccolto non spettando alcunché in cambio per il proprio impegno³³. Il finanziatore, in questo caso definibile anche donatore, accedendo ad un portale, può scegliere quale campagna di raccolta fondi lo convince maggiormente e utilizzare la piattaforma stessa per dare attuazione alla propria volontà. Indubbiamente l'avvento dirompente di internet ha permesso alle classiche raccolte fondi, sempre esistite nel corso della storia, di guadagnare una potenza diffusiva senza precedenti. Oggi, infatti, una buona causa può ricevere la contribuzione di centinaia di migliaia di donatori facendo leva in alcuni casi anche sulla popolarità del soggetto richiedente fondi o di chi sponsorizza la campagna in questione. Se da un lato sono innegabili i vantaggi connessi a un progresso del genere, che permette peraltro di abbattere barriere geografiche fra donatore e *fundraiser*, oltre a garantire a quest'ultimo una platea di potenziali finanziatori teoricamente sconfinata, non si può escludere che in futuro vi saranno interventi volti a regolare il fenomeno. Volendo trovare un fondamento normativo in Italia al *donation based crowdfunding* si dovrebbe fare riferimento all'art. 769 del Codice Civile che identifica la donazione come "contratto col quale per spirito di liberalità una parte arricchisce l'altra disponendo a favore di questa un suo diritto o assumendo verso la stessa un'obbligazione"³⁴. La donazione che si materializza nel *crowdfunding* è sostanzialmente differente da quella individuata dal Codice Civile Italiano, difatti il processo di massificazione e spersonalizzazione della contrattazione rende le due tipologie di donazione difficilmente paragonabili. Lo stesso spirito di liberalità nel caso del *crowdfunding* può essere quantomeno sollecitato da meccanismi pubblicitari a differenza di quello menzionato dal Codice Civile, inquadrabile come maggiormente spontaneo. Ancora nella fattispecie del Codice Civile il donante stesso è colui che prende iniziativa, e limita o condiziona gli effetti del suo agire. Nella donazione tramite *crowdfunding* invece è il donatario che dirige l'azione, rovesciando il ruolo delle parti e non curandosi dell'individualità dei donatori quanto piuttosto della loro consistenza a livello complessivo³⁵.

Per dare una prova tangibile delle potenzialità che lo strumento del *donation crowdfunding* porta con sé in dotazione, si può considerare il ruolo assunto dal fenomeno durante l'emergenza sanitaria e sociale dovuta alla crisi pandemica successiva alla diffusione del Covid-19 in Italia. Moltissime sono state le campagne indirizzate

³³ Renda, (2021). "Donation based crowdfunding, raccolte fondi oblativo e donazioni di "scopo"", Giuffrè Francis Lefebvre.

³⁴ Codice Civile Italiano, art.769, Libro II, Titolo V, Capo I. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/articolo-769-del-codice-civile>.

³⁵ Renda. "Donation based crowdfunding, raccolte fondi oblativo e donazioni di "scopo"", cit.

a finanziare ospedali, associazioni non-profit, iniziative culturali. Il caso più eclatante, divenuto celebre in tutto il mondo per la sua portata e la sua rapidità è stata l'iniziativa a supporto delle terapie intensive dell'ospedale "San Raffaele" di Milano che attraverso la piattaforma "GofundMe" ha raccolto l'esorbitante cifra di quattro milioni e mezzo di euro in meno di dieci giorni, raccogliendo contribuzioni da molti paesi oltre all'Italia. La donazione media degli individui, in quel caso era però stata di "soli" ventuno euro, a simboleggiare quanto facendo leva sul passaparola via internet e in particolare via social media sia possibile aggregare gli sforzi dei singoli, considerabili unitariamente come poco rilevanti, ma dall'immenso potenziale complessivo³⁶.

1.3.2 "REWARD BASED" CROWDFUNDING

L'altro modello di *crowdfunding* non finanziario fra i modelli classici è il "reward based". Esso è in Italia il più utilizzato e probabilmente il più noto fra il pubblico. Il *reward based* presenta delle peculiarità che ne possono giustificare il successo. Questo modello costituisce una scelta alternativa per quelle imprese che non hanno intenzione di aprire la propria compagine societaria o contrarre debito e quindi non intendono fare ricorso né al *lending* che all'*equity* ma hanno comunque la necessità di fondi per la loro operatività, rivolgendosi alla folla dei finanziatori.

Con questo modello, si inizia a trattare quelle tipologie di *crowdfunding* che si discostano dalla tradizionale colletta, prevedendo qualcosa in cambio del contributo della folla. Nel modello *reward based* per l'appunto il finanziatore riceve un *reward*, letteralmente un premio per il suo finanziamento. Concretamente tale ricompensa è proporzionale all'importo economico in cui si quantifica lo sforzo dell'individuo e può assumere le forme più disparate. Si va da prodotti materiali, sconti su manifestazioni artistiche, contenuti digitali in anteprima o riservati ai donatori. Negli anni, sempre più artisti, cantanti, registi e produttori hanno lanciato i loro progetti sulle piattaforme di *reward crowdfunding*, potendo far leva anche sull'affetto e il sostegno della loro *fanbase*, che spinta dal desiderio di ricoprire un ruolo di primo piano nel lavoro del progettista, ne ha finanziato iniziative discografiche, editoriali o cinematografiche, ricevendo in cambio una copia dell'opera³⁷. È importante che un *fundraiser* ponderi oculatamente il sistema di retribuzioni. I finanziatori in questo modello devono percepire che il loro contributo sia remunerato in maniera adeguata dal momento che nella grande maggioranza dei casi la componente solidaristica è assente o comunque non particolarmente impattante. Chi contribuisce con una cifra considerevole deve poter tastare concretamente la differenza nel premio che gli viene corrisposto rispetto a coloro che si sono impegnati di meno. In caso contrario, tenderà a virare su un altro progetto.

³⁶ La Repubblica, (2021). "Coronavirus, la raccolta fondi da record di Chiara Ferragni e Fedez, un anno dopo: "L'effetto emulazione fa crescere la solidarietà"".

https://milano.repubblica.it/cronaca/2021/03/09/news/coronavirus_raccolta_fondi_chiara_ferragni_fedez-291301219/.

³⁷ Alvisi, (2014). "Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico", *Rivista di diritto bancario* 10, 1-22.

Il *reward crowdfunding* può presentare analogie con il meccanismo della prevendita. Tuttavia, la distinzione fra le due fattispecie è rilevante. Infatti, nella prima l'individuo è significativamente più coinvolto, assumendo un ruolo fondamentale per la realizzazione di un determinato prodotto o servizio, spesso contribuendo anche a determinarne alcune caratteristiche, e non soltanto garantendosi un accesso prioritario ad esso come invece nel caso del "*pre-selling*", dove il progetto è già stato portato a termine o lo sarà in poco tempo³⁸. Il coinvolgimento emotivo dei finanziatori è poi una componente fondamentale per il successo della raccolta fondi. Infatti, il *fundraiser* deve essere in grado, non soltanto di predisporre un progetto che catturi l'interesse di questi anche tramite immagini, diapositive, slogan e quant'altro, ma deve inoltre riuscire a far sentire i finanziatori parte attiva dell'iniziativa. A tal proposito spesso gli individui ricevono prodotti o prototipi in anteprima che saranno disponibili sul mercato solo più avanti nel tempo e spesso a un prezzo maggiorato, in modo da far percepire la campagna come un'occasione per rendersi precursori o apripista di progetti futuri. Questa configurazione del fenomeno fornisce inoltre al progettista uno strumento interessante, in grado di procurargli un primo *feedback* dal mercato riguardo alla sua iniziativa, e capire se apportare delle migliorie tecniche o delle modifiche di prezzo prima di lanciare il prodotto al grande pubblico, oltre a potersi fare un'idea sulla domanda potenziale del proprio *business*³⁹.

Si possono delineare una serie di passaggi in cui si articolano le campagne di *crowdfunding reward based* o *donation based*. Il richiedente alla ricerca di finanziamenti si rivolge ad una piattaforma online proponendo un'iniziativa e fissando una somma obiettivo; la piattaforma esegue la sua valutazione riguardo il progetto in questione prima di rendere pubblico l'invito alla contribuzione. Qualora la valutazione riportasse esito positivo il progetto verrebbe pubblicato online attraverso la bacheca virtuale del portale, tramite cui i singoli individui possono comparare le diverse iniziative, e decidere quelle meritevoli del loro contributo. Successivamente si apre una finestra temporale in cui è possibile per i privati finanziare l'impresa o il *fundraiser*⁴⁰. Bisogna a questo punto distinguere due possibili esiti in cui può evolversi la campagna di *crowdfunding*. Se essa è di tipo "*keep it all*" il progettista riceverà la somma raccolta indipendentemente dall'ammontare di essa. Se invece si facesse riferimento alle campagne "*all-or-nothing*" la somma obiettivo fissata costituirebbe la soglia minima affinché il richiedente riceva effettivamente una contribuzione⁴¹. Qualora non si raggiungesse la cifra obiettivo, i finanziatori riceverebbero indietro quanto inizialmente versato. In entrambi i casi il *fundraiser* ha diritto a godere dei fondi raccolti in eccedenza all'obiettivo minimo prefissato nella finestra temporale di riferimento. Si può in alcuni casi proporre uno "*stretch goal*" ossia individuare un nuovo target di raccolta. Il *fundraiser* qualora non si raggiungesse questo nuovo obiettivo ha comunque diritto a ricevere quanto precedentemente raccolto.

L'impresa richiedente fondi deve ponderare attentamente la scelta fra queste 2 tipologie di campagne. In primo

³⁸ Pais, Peretti, Spinelli, (2018). "Crowdfunding: la via collaborativa all'imprenditorialità", EGEA spa.

³⁹ Pavan. "Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa", cit.

⁴⁰ Beaulieu, Sarker, Sarker, (2015). "A conceptual framework for understanding crowdfunding", Communications of the Association for Information Systems, 37(1), 1.

⁴¹ Belleflamme, Omrani, Peitz, (2016). "Understanding the strategies of crowdfunding platforms", CESifo DICE Report, 14(2), 6-10.

luogo, infatti, una scelta di tipo *keep it all* impone una “*fee*”⁴² significativamente più alta di quanto avviene per le iniziative *all or nothing*. Inoltre, molti studi di finanza comportamentale negli ultimi anni stanno attenzionando l’approccio degli investitori in relazione al tipo di campagna. Alcuni spunti molto interessanti sono ad esempio il fatto che le imprese che optano per il modello *all or nothing* sembrano dare più garanzie ai finanziatori e sembrano raccogliere somme di denaro più ingenti, dal momento che i consumatori percepiscono che il richiedente fondi si stia impegnando a non voler intraprendere un determinato progetto qualora non si raggiungesse il target minimo prefissato. Ciò rappresenterebbe un segnale di qualità e di serietà dell’iniziativa che si va a finanziare, proprio perché gli imprenditori sceglierebbero questa tipologia di campagne solo nel caso in cui percepissero di avere fra le mani un’iniziativa particolarmente promettente, potendosi dunque permettere di ambire a un target minimo elevato, mentre virerebbero su una di tipo *keep it all* qualora essi stessi dubitassero del potenziale della loro proposta⁴³. Quest’ultima tipologia, quindi, sembrerebbe avere meno chances di successo rispetto al modello AON, nonostante nell’eventualità di un sottofinanziamento quest’ultimo denoti un maggior carico di rischio per il finanziatore. Un modello KIA potrebbe però essere la scelta appropriata per quei *fundraiser* con un progetto “scalabile”, ossia rimodellabile, in funzione di quanto si sia effettivamente raccolto, riducendo gli oneri di produzione o anche ridimensionando i risultati che si erano individuati in un primo momento⁴⁴.

1.3.3 “EQUITY BASED CROWDFUNDING”

Dopo aver discusso dei modelli non finanziari si tratteranno adesso i modelli *equity based e lending based*, i quali presentano sicuramente più aspetti da tenere in considerazione, data la loro maggior complessità rispetto ai modelli *reward e donation*.

Nel crowdfunding di tipo “*equity*” coloro che decidono di finanziare un’impresa ricevono, in cambio del loro contributo, titoli partecipativi del capitale di rischio della società in questione. Ciò può concretizzarsi nell’acquisizione di quote o azioni dell’impresa del *fundraiser*. Questo tipo di finanziamento non è però una novità assoluta. Infatti, nel suo funzionamento, il fenomeno non si discosta concettualmente da un normale investimento in azioni su una borsa valori. Tuttavia, l’*equity crowdfunding* si differenzia da quest’ultimo nel risultare maggiormente accessibile a più persone, grazie ad una regolamentazione meno marcata, dettata dalla giovane vita del fenomeno, una disintermediazione maggiore e una filiera burocratica più breve⁴⁵.

Sono distinguibili due modalità con cui i finanziatori entrano nell’assetto proprietario di un’impresa nell’*equity crowdfunding*; la prima, a seguito di un aumento di capitale a servizio, effettuando i conferimenti necessari, la seconda, in cui vengono acquistate quote o azioni già esistenti. La seconda ipotesi è tuttavia poco frequente nella prassi, pertanto, si farà riferimento alla prima modalità quando si menzionerà l’*equity based*

⁴² Commissione da pagare al portale a carico del progettista.

⁴³ A riguardo, Cumming, Leboeuf, Schwienbacher, (2020). “Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing”, *Financial Management*; 49: 331– 360.

⁴⁴ Renda. “Donation based crowdfunding, raccolte fondi oblativo e donazioni di “scopo”, cit.

⁴⁵ Quaranta. “Crowdfunding, il finanziamento della folla o “dei folli”?”, cit.

crowdfunding. In cambio della loro contribuzione, gli individui, come detto, ricevono il pacchetto di diritti patrimoniali e amministrativi correlato con la loro partecipazione⁴⁶.

Questo modello di *crowdfunding* assume un taglio prettamente finanziario, configurandosi come un nuovo strumento per investire lato risparmiatore, oltre ovviamente a permettere alle imprese di remunerare capitale in una via alternativa.

È ovviamente nell'interesse di chi sceglie questa strategia di investimento, nonostante si diventi a tutti gli effetti soci della società finanziata, di lasciare al comando dell'impresa, almeno in un primo momento, i fondatori del progetto o dell'iniziativa. Difatti si è scelto di dare fiducia, e dunque investire i propri risparmi proprio in ragione quanto veniva effettivamente proposto e sul potenziale futuro di ciò. Pertanto, ci si aspetta uno sviluppo dell'iniziativa coordinato da chi l'ha primariamente messa in piedi.

Da questo punto di vista emerge una sostanziale differenza rispetto ai modelli di *crowdfunding* non finanziari (*reward e donation*), dove la raccolta di capitale può essere teoricamente condotta con un obiettivo di ricavare il massimo ammontare possibile, mentre chiaramente nel modello *equity* ciò non può avvenire, dovendo sempre tenere a mente che si sta aprendo il proprio assetto proprietario a nuovi finanziatori. Questa tipologia di *crowdfunding* per via degli obblighi e dei pericoli connessi con la partecipazione al capitale di rischio di una società, e in particolare di una società innovativa è attualmente quella maggiormente regolata sia nel panorama nazionale che in quello europeo.

La disciplina dell'*equity crowdfunding*, introdotta nel 2012 nel sistema italiano, e modificata in svariate occasioni, è ad oggi ampiamente articolata e regola nel dettaglio la fattispecie. Pertanto, riceverà apposita trattazione nel secondo capitolo dell'elaborato dove si ripercorreranno le tappe fondamentali dell'evoluzione normativa del fenomeno nel nostro paese.

Tornando al funzionamento del fenomeno *equity crowdfunding*; il processo che porta le risorse dal finanziatore all'impresa sostanzialmente si articola in una sequenza di passaggi. Il *fundraiser*, intenzionato a raccogliere capitale di rischio decide di emettere strumenti finanziari rivolgendosi ad un portale e fornendo ad esso un documento informativo. Il gestore della piattaforma, dopo aver compiuto le sue valutazioni, pubblica le informazioni, si impegna a raccogliere le adesioni degli individui interessati, e invia tali ordini alle banche o alle imprese di investimento che si occuperanno di perfezionare gli ordini. Compito del gestore è assicurare che, per ogni offerta, venga costituita una provvista nel conto indisponibile intestato all'emittente presso le banche e/o le imprese di investimento cui sono trasmessi gli ordini⁴⁷. Se l'offerta si perfeziona si trasferisce la provvista all'emittente e i titoli entrano nel portafoglio dell'investitore, che da quel momento potrà esercitare i diritti che gli spettano nelle sue nuove vesti di socio. In caso contrario, la provvista rientra nella disponibilità degli investitori. A seconda della struttura della piattaforma agli individui può essere dato il diritto di investire direttamente o indirettamente. In questo secondo caso le somme raccolte della folla vengono aggregate (in

⁴⁶ Policaro, (2019). "Lo sviluppo in Italia dell'«equity crowdfunding». Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti.", Osservatorio del diritto civile e commerciale, 8(1), 67-94.

⁴⁷ Nunziante, Magrone, (2013). "Il crowdfunding.", Rivista di diritto bancario.

inglese si utilizza la forma verbale “to pool”) e investite insieme. I dividendi eventualmente pagati sono poi ripartiti fra i vari individui che hanno contribuito⁴⁸.

Uno fra i tanti esempi di successo di campagne di *equity crowdfunding* in Italia è stato quello messo in atto dalla società calcistica "Pordenone calcio" con la sua iniziativa "Pordenone2020" nel novembre del 2018, che ha permesso ai finanziatori dell'iniziativa di entrare a far parte dell'assetto proprietario del club.

Il progetto si prefissava come obiettivi quello di migliorare la qualità della rosa della squadra, nonché del settore giovanile e delle infrastrutture societarie. Esso prevedeva tre diverse tipologie di finanziamento in base all'importo che ogni individuo si impegnava a versare e affiancava, come ricompensa, ai diritti amministrativi e patrimoniali associati alle quote partecipative sottoscritte, anche benefici tipici di una campagna di tipo *reward based*, come scontistiche e merchandising, in modo da incentivare ulteriormente l'iniziativa della folla. La campagna ha soddisfatto le aspettative iniziali a detta dei soggetti interessati, determinando l'ingresso in società di duecento cinquantaquattro nuovi soci, e oltre due milioni di euro raccolti, raggiungendo il target prefissato. Questo caso, il primo nel mondo calcistico, potrebbe rappresentare un'apripista, e concretamente ci mostra come l'*equity crowdfunding* possa rivelarsi uno strumento interessante per imprenditori di molteplici settori, come è ad esempio avvenuto nel mondo degli investimenti immobiliari, e possa rappresentare un nuovo scenario nel mondo del finanziamento⁴⁹.

1.3.4 “LENDING BASED CROWDFUNDING”

La seconda tipologia classica di *crowdfunding* di tipo finanziario è quella denominata "*lending based*". Nonostante il fenomeno negli anni si sia articolato in svariati modelli di business, che potrebbero ricevere trattazione separata, in questa sede ci si limiterà ad uno sguardo d'insieme, annoverando tutte le accezioni recenti della fattispecie nell'espressione “*lending based*”. Spesso definito "*peer to peer lending*”, in questo modello i prenditori di fondi sottoscrivono contratti di debito con i finanziatori, in modo che i primi possano ricevere le risorse necessarie, mentre i secondi possano ricevere indietro il capitale investito a una certa data potendo godere di interessi periodici. Un'ulteriore distinzione possibile è quella fra i cosiddetti prestiti "*peer to business*" e "*peer to consumer*". Nel primo caso i prenditori di fondi sono sostanzialmente imprese, mentre nel secondo sono singoli individui.⁵⁰

La Banca d'Italia ha fornito una propria definizione del fenomeno nel 2016 attraverso il "Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche". L'autorità di vigilanza ha inquadrato il *lending based crowdfunding* (denominandolo “*social lending*”, espressione che enfatizza particolarmente il carattere “sociale” del fenomeno) come "uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili

⁴⁸ Schwienbacher, (2019). "Equity crowdfunding: anything to celebrate?", *Venture Capital*, 21(1), 65-74.

⁴⁹ Calcio e Finanza, (2019), "Pordenone, crowdfunding concluso: raccolti 2,2 milioni.

<https://www.calcioefinanza.it/2019/06/20/pordenone-crowdfunding-concluso/>.

⁵⁰ Modica, (2022). "Peer to Consumer Lending", *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 11(1), 81-102.

per uso personale o per finanziare un progetto"⁵¹. Contrattualmente il riferimento sarebbe negli articoli 1813 e seguenti del Codice Civile Italiano per configurare il rapporto fra prestatore e parte finanziata⁵². Il Codice Civile nell'art. 1813 per l'appunto così recita "Il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità"⁵³. È evidente l'analogia fra quanto previsto dal Codice e quanto si è detto sul "*lending based crowdfunding*". Bisogna altresì precisare che, l'anonimato intercorrente fra *lender e borrower*⁵⁴, la presenza di contratti standard conclusi fra la piattaforma e le due parti, e la predisposizione di tali contratti da parte di un terzo (la piattaforma), che, come si dirà fra qualche riga, si professa estraneo alla relazione, rendono l'inquadramento del fenomeno con il mutuo codicistico quantomeno problematico⁵⁵.

Il provvedimento della Banca d'Italia in questione successivamente fornisce i capisaldi della regolamentazione del fenomeno che verranno analizzati ancora una volta nel secondo capitolo.

È importante sottolineare come, da quanto è possibile evincere dalle indicazioni della Banca d'Italia, i fondi conferiti al *fundraiser* possono essere utilizzati per uso personale, oltre che ovviamente per finanziare un progetto. Ciò inquadra il fenomeno in un'ottica anche esclusivamente finanziaria, mostrando come un potenziale finanziatore possa non avere interesse alcuno nella realizzazione di un'iniziativa, ma possa essere solamente motivato da un possibile ritorno sul proprio investimento. In Italia il modello *lending based* viene utilizzato nella maggior parte dei casi per le operazioni di cosiddetta "micro-finanza". In particolare, con essa si fa riferimento ai servizi finanziari che vengono offerti a una tipologia di clientela con un grado di solvibilità generalmente basso⁵⁶.

Proprio per questa possibilità concessa a soggetti che altrimenti incorrerebbero in notevoli difficoltà nel reperire finanziamenti, poiché esclusi dal circuito bancario, congiuntamente alla rapidità di elaborazione e risposta delle richieste che offrono i portali, può risultare più oneroso finanziarsi tramite questa metodologia alternativa rispetto a quanto offerto dagli istituti di credito tradizionali⁵⁷.

Anche per chi svolge la funzione di prestatore di fondi il *lending based* costituisce un'alternativa valida; è infatti possibile affermare che il tasso d'interesse offerto sia in media maggiore rispetto a quello degli intermediari finanziari tradizionali, grazie al processo di disintermediazione che permette una drastica riduzione dei costi correlati.

⁵¹ Provvedimento del 9/11/2016 della Banca d'Italia recante "Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche".

⁵² Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

⁵³ Codice Civile Italiano, Libro Quarto, Titolo III, Capo XV, Art. 1813. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/articolo-1813-del-codice-civile>.

⁵⁴ Prenditore e prestatore (di fondi).

⁵⁵ Modica, (2022). "Peer to Consumer Lending", cit.

⁵⁶ Policaro, (2020). "Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia", Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale 1/2020, pp. 161-188.

⁵⁷ Pavan, (2018). "Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa", cit.

Nel modello tradizionale di *peer to peer lending* la piattaforma riveste il ruolo di connettore fra richiedenti e prestatori, partecipando occasionalmente in prima persona ricoprendo anch'essa le vesti del finanziatore. La piattaforma oltre a quanto appena detto ha l'importante compito di stabilire un *rating* per i soggetti richiedenti valutandone il merito creditizio⁵⁸. Sulla base di esso sarà più agevole per gli individui investire in maniera consapevole e informata. Ovviamente c'è una relazione fra il *rating* assegnato al richiedente e la remunerazione prospettata, esattamente come un qualsiasi altro investimento è contraddistinto da un dato profilo rischio-rendimento. Il finanziatore basandosi sui *rating*, i tassi d'interesse, sulla durata del prestito e altre informazioni a sua disposizione, decide poi quale iniziativa finanziare e con quale ammontare.

I portali possono però anche creare dei portafogli di prestiti con medesimo rapporto rischio-rendimento, acquistabili pro-quota dagli investitori in modo da non dover concentrare tutte le proprie disponibilità su un singolo individuo/impresa. In Italia è poi diffusa la pratica dell'“*autobid*”. Essa consiste nel ripartire i fondi che il singolo finanziatore mette a disposizione fra più prenditori con simile merito creditizio, nel rispetto di quello che è il profilo di rischio-rendimento atteso dell'individuo. Questo meccanismo gestito da un algoritmo, da un certo punto di vista pone in secondo piano l'autonomia dell'investitore, subordinandone le scelte a quanto calcolato nel procedimento di *autobid*, ma permette di diversificare il prestito, e dunque mitiga il rischio⁵⁹.

Spesso si parla di modello “diffuso” quando la piattaforma ricopre un ruolo attivo nel processo di “*matching*” fra domanda e offerta, in contrapposizione a quello “diretto”, dove invece l'investitore ha piena libertà di scelta e azione.

È importante segnalare come le piattaforme sottolineino di non esercitare la raccolta di risparmio tra il pubblico, attività riservata alle banche, e in ragione di ciò non hanno l'obbligo di rimborsare quanto ricevuto dai *funders*. Inoltre, le somme ricevute non entrano mai né nel patrimonio né nella disponibilità diretta delle piattaforme, che si collocano dunque, come anticipato in apertura di paragrafo, in una posizione formale di assoluta terzietà verso il rapporto finanziatore-finanziato⁶⁰.

Volendo sintetizzare al massimo, il *lending based crowdfunding* rappresenta un'alternativa al prestito bancario dove però i soggetti finanziati hanno un debito diretto nei confronti degli investitori. Rispetto ad un tradizionale prestito bancario bisogna sottolineare che, oltre ad incrementare come detto la platea di possibili richiedenti, l'importo minimo generalmente contenuto dei possibili finanziamenti allarga anche l'ampiezza delle possibili fonti tramite cui finanziarsi, diventando una soluzione appetibile per una moltitudine di individui intenzionati a investire, oltre che per i *fundraiser*⁶¹.

In relazione al *peer to peer lending* si potrebbe trattare a lungo riguardo al ruolo della piattaforma e ai suoi obblighi e sul preciso inquadramento del rapporto che intercorre fra prenditore e finanziatore. Si tornerà su

⁵⁸ Borsa Italiana, (2022). “Peer to Peer Lending: cos'è e come funziona”. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>.

⁵⁹ Modica, (2022). “Peer to Consumer Lending”, cit.

⁶⁰ Ibidem

⁶¹ De Luca. “Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”, cit.

queste tematiche cercando di sintetizzarne gli aspetti più rilevanti e problematici nel secondo capitolo quando si analizzerà la disciplina italiana in merito al *lending based crowdfunding*.

Prima di sottoporre una breve disamina dei nuovi modelli volevo dedicare poche righe a un'importante evoluzione dell'accezione finanziaria del *crowdfunding*.

Come si è già accennato nell'esame dei rischi del fenomeno, dal 2019 tramite la legge n. 145 del 30 dicembre 2018 è stata ampliata in Italia la gamma di strumenti a disposizione dei *fundraiser*.

È divenuto infatti possibile, nel panorama del *crowdfunding* italiano, sottoscrivere obbligazioni o altri strumenti finanziari di debito riservando tale facoltà, oltre ai limiti stabiliti dal Codice Civile, *agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob*, e prevedendo che la sottoscrizione di tali strumenti venga effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio⁶². Questa nuova accezione del fenomeno si discosterebbe sia dall'*equity* che dal *lending*, sia per la tipologia di strumento negoziato, che per la categoria di investitori potenzialmente coinvolti (gli investitori retail sono esclusi dalla sottoscrizione di obbligazioni e altri strumenti finanziari di debito).

Per questo secondo parte della dottrina con l'espressione "*debt crowdfunding*" si farebbe riferimento ad una terza categoria da affiancare all'*equity* e al *lending* nel mondo del "*crowdinvesting*"⁶³.

In dottrina è poi aperto il dibattito riguardo all'ammissibilità, per le P.M.I. s.r.l. non innovative, di emissione di strumenti finanziari partecipativi e, peraltro, dell'eventuale ammissibilità dell'offerta di essi tramite portali online. Questi strumenti sono definibili "ibridi" dato che condividono alcune caratteristiche tipiche delle obbligazioni e altre delle azioni. Secondo una parte della dottrina, dal momento che il legislatore non ha mai consentito l'emissione di questo genere di strumenti alle P.M.I. s.r.l. non innovative, essa sarebbe possibile solamente per le start up s.r.l. innovative e le P.M.I. s.r.l. innovative.

Secondo altri invece, il carattere innovativo dell'oggetto sociale non rilevarebbe in tale contesto, e il silenzio del legislatore sul tema rappresenterebbe l'assenso alla possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi a tutte le P.M.I., anche non innovative.

Infine, si è notato come appaia contraddittorio permettere l'emissione di tali strumenti alle start up e alle P.M.I. innovative ma non alle P.M.I. non innovative, creando una distorta correlazione fra innovatività e ammissibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi.

Per quanto concerne invece l'ammissibilità di offrire tali strumenti tramite *crowdfunding*, la normativa è stata interpretata favorevolmente a tale prospettiva, seppure parte della dottrina ritenga che gli strumenti finanziari partecipativi, emessi da società innovative, non possano essere offerti al pubblico (e ovviamente non tramite *crowdfunding*)⁶⁴.

⁶² Amato, (2018). "Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding", cit.

⁶³ A riguardo, Preite, (2022). "Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti partecipativi", Il Nuovo Diritto delle Società, fascicolo 3/2022, sezione attualità.

⁶⁴ Ibidem

1.4 MODELLI NUOVI

Il *crowdfunding* si è rivelato una risposta innovativa ad obiettivi differenti e uno strumento adattabile a molteplici settori. Di seguito si riporterà un'analisi volutamente sintetica dei modelli definibili cronologicamente “nuovi”, che hanno riscosso maggiore successo recentemente, sviluppatasi spesso come ibridazioni, rivisitazioni, o applicazioni settoriali dei modelli classici precedentemente elencati, cercando di tracciarne una panoramica d'insieme, senza voler esaminare nel dettaglio ogni singola tipologia. Per via della flessibilità e della capacità di rivelarsi una soluzione utile in un numero sempre maggiore di contesti e scenari, questa lista non è esaustiva di tutti i modelli di *crowdfunding* esistenti allo stato attuale dell'arte, inoltre vedrà verosimilmente sviluppi futuri nei prossimi anni.

1.4.1 “REAL ESTATE CROWDFUNDING”

Il *crowdfunding* di tipo “*real estate*” permette al pubblico dei finanziatori di poter aggregare risorse da investire in progetti riguardanti il settore immobiliare. Questa tipologia di *crowdfunding* in alcuni casi declinazione settoriale dell'*equity*, in altri del *lending*, consente di finanziare iniziative immobiliari sia residenziali che commerciali. Negli ultimi anni l'ascesa di questo modello è stata dirompente tanto da rappresentare oggi uno di quelli più noti al pubblico nell'universo del *crowdfunding*. Nella maggioranza dei casi i fondi raccolti vengono utilizzati per acquistare o ristrutturare un immobile per poi venderlo o metterlo a reddito⁶⁵. Quando strutturato in forma *equity*, il ritorno finanziario per chi contribuisce si sostanzia in una quota del reddito locativo prodotto dalla proprietà o nei *capital gain* derivanti dalla vendita dell'immobile. Quando invece si opta per una soluzione di tipo *lending*, il finanziatore godrà di un tasso di rendimento fisso basato sul tasso d'interesse concordato e l'importo investito, pagato dal progettista immobiliare a cui è indirizzato il prestito⁶⁶. Ovviamente il profilo di rischio della modalità *equity* risulta più marcato rispetto a quello della *lending*.

Fra le ragioni del successo di questo nuovo modello di finanziamento nell'ambito immobiliare vi è la possibilità di contrastare i tradizionali ostacoli, che da sempre hanno costituito un parziale freno agli investimenti in questo settore. Difatti il *crowdfunding real estate* ha drasticamente ridotto l'importo minimo da avere a disposizione per poter partecipare a progetti immobiliari; ha dato poi la possibilità all'investitore di diversificare le sue attività, potendo finanziare contemporaneamente, con un dato ammontare, più progetti contraddistinti da diverse caratteristiche, anche geografiche; si è peraltro introdotta una modalità per entrare nel settore immobiliare delegando la gestione attiva dell'iniziativa comprendente, fra le altre, le attività di manutenzione dell'immobile e di gestione delle relazioni umane ai promotori della stessa, e infine grazie all'opportunità data da alcune piattaforme di poter vendere le proprie quote tramite un *marketplace* interno ad individui interessati, si è mitigata parzialmente la problematica questione dell'illiquidità degli investimenti nel

⁶⁵ Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). “7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING”. <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

⁶⁶ Gigante, Cozzio, (2022). “Equity crowdfunding: An empirical investigation of success factors in real estate crowdfunding”. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(6), 532-547.

*real estate*⁶⁷. Fra i rischi e le opportunità del modello si annoverano quelli già analizzati trattando del *crowdinvesting* a livello generale, ma se ne aggiungono altri peculiari di questo modello, come ad esempio l'eccessiva confidenza sulle proprie conoscenze nel settore immobiliare che si verifica fra gli investitori quando ricorrono al crowdfunding *real estate*, a causa della presenza della piattaforma che facilita atteggiamenti di questo genere⁶⁸. Tuttavia, non si potrà dedicare apposita trattazione a tali rischi e opportunità per esigenze organizzative dell'elaborato.

1.4.2 “CIVIC CROWDFUNFING”

Il crowdfunding di tipo “civic” era stato precedentemente introdotto in questo elaborato nel momento in cui si ripercorrevano le vicende inerenti alla costruzione della Statua della Libertà di New York. Come spiegato in quel frangente, il *civic crowdfunding* si sostanzia nell'impegno da parte della pluralità dei cittadini finalizzato a finanziare progetti a stampo sociale⁶⁹ come, ad esempio, la ristrutturazione di monumenti, la costruzione o la riqualificazione di aree verdi e la gestione dei beni pubblici.

A farsi promotori delle campagne in questione possono essere imprese, organizzazioni no profit, istituzioni governative o enti pubblici. Nonostante non manchino casi di *civic crowdfunding* declinato in forma *equity/lending* dove le motivazioni che guidano l'azione dei contribuenti sono essenzialmente riconducibili ad una matrice finanziaria, il modello è nella maggioranza dei casi un sottotipo rientrante nel *donation*, data la natura simbolico-emotiva che può assumere la contropartita del proprio finanziamento, o più propriamente nel *reward* dal momento che l'individuo in molte circostanze appartiene alla comunità che gode dei miglioramenti effettivamente sovvenzionati dai fondi raccolti, e in questa accezione, si potrebbe affermare che percepisca un premio per il suo contributo. Il *civic crowdfunding*, specialmente nella sua accezione non finanziaria fa leva sulla coscienza sociale dei cittadini e il senso di appartenenza di quest'ultimi ad una data comunità per finanziare iniziative che, per via degli stringenti limiti di bilancio pubblico, rischierebbero di non vedere mai la luce nel tradizionale approccio alla manutenzione pubblica di tipo “top down”⁷⁰. Invece coinvolgendo i cittadini secondo uno schema dal basso verso l'alto si potrebbe ottenere un impatto notevole nell'incentivare un ruolo attivo degli individui nella formazione, nel mantenimento e nel miglioramento dei territori in cui vivono. Iniziative di questo tipo rispondono altresì ad esigenze di trasparenza nell'allocazione dei fondi, dovendo informare periodicamente i “backers”⁷¹ dell'evoluzione dei progetti da essi finanziati. In alcuni casi le piattaforme su cui vengono promosse iniziative di questo genere sono di stampo generalista mentre in altri sono interamente focalizzate sui progetti *civic*.

⁶⁷ Battisti, Creta, Miglietta, (2020). “Equity crowdfunding and regulation: implications for the real estate sector in Italy”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*.

⁶⁸ Vogel, Moll, (2014). “Crowdfunding for real estate”, *The Real Estate Finance Journal*, 30, 5-16.

⁶⁹ Stiver, Barroca, Minocha, Richards, Roberts. (2015). “Civic crowdfunding research: Challenges, opportunities, and future agenda”, *New media & society*, 17(2), 249-271.

⁷⁰ “dall'alto verso il basso”.

⁷¹ Finanziatori.

Le istituzioni governative, le organizzazioni e gli enti pubblici possono concretamente ricoprire ruoli differenti in queste campagne. Possono infatti agire come “*promoter*”, prendendosi la responsabilità di raccogliere e spendere le risorse e sopportando il rischio di fallimento correlato. È altresì possibile adoperarsi nelle vesti di “*curator*” delle campagne, ossia attenzionando i progetti recanti benefici alla propria comunità o di cui condividano i valori e creando e predisponendo una sezione apposita su piattaforme esistenti di *crowdfunding* a cui i progettisti possano fare riferimento. Ancora, possono proporsi come “*facilitator*” offrendo agli individui formazione ed esperienza necessarie per poter poi condurre iniziative di tipo *civic*. Infine, lo stesso ente/istituzione/organizzazione può autonomamente dotarsi di una piattaforma in maniera da ospitare i progetti direttamente attraverso i propri canali internet in luogo del tradizionale ricorso all’infrastruttura digitale altrui⁷².

1.4.3 “ROYALTY BASED CROWDFUNDING”

Ascrivibile nella categoria dei *crowdfunding* di tipo finanziario, dal momento che prevede un ritorno economico sul capitale investito, il “*royalty based crowdfunding*” rappresenta per i soggetti finanziatori uno strumento che garantisce di ricevere come contropartita per il proprio contributo, una partecipazione pro quota ai ricavi del progetto in questione⁷³. È un modello autonomo⁷⁴, infatti non è inquadrabile come una rivisitazione o ibridazione di alcun modello classico. Fanno spesso ricorso a questa declinazione del fenomeno del *crowdfunding* artisti di vario genere, in particolare nell’ambito musicale dal momento che le loro iniziative sono in grado di riscuotere un certo “*appeal*”, ove proponano una partecipazione ai proventi, e inoltre non è per essi arduo circoscrivere con accuratezza i ricavi derivanti da quello specifico progetto, per poi ripartirli. Il *royalty based* è generalmente meno rischioso dell’*equity*; in primo luogo, ovviamente per la connotazione differente che non rende i *backers* partecipi dell’assetto proprietario del finanziato, ma anche perché il target di capitale che si punta a raccogliere è mediamente inferiore, così come è minore il contributo medio per finanziatore.

Inoltre, mentre l’*equity* spesso ha come obiettivo quello di sostenere la crescita e l’operatività di un’impresa nel suo complesso, il *royalty* tendenzialmente mira a finanziare un singolo progetto/prodotto in particolare, ancora da sviluppare compiutamente, i quali proventi verranno poi ripartiti.

È importante sottolineare che raccogliere fondi da una moltitudine di soggetti può comportare per il progettista il dover sostenere costi di informazione ingenti lungo la vita residua del progetto e costi di transazione connessi al pagamento delle *royalties* ai vari finanziatori. In Italia secondo la dottrina il *crowdfunding royalty based* potrebbe trovare fondamento normativo nell’associazione in partecipazione⁷⁵, definita dall’art. 2549 del

⁷² Davies, (2014). “Civic crowdfunding: participatory communities, entrepreneurs and the political economy of place”, *Entrepreneurs and the Political Economy of Place* (May 9, 2014).

⁷³ Belleflamme, Omrani, Peitz. “Understanding the strategies of crowdfunding platforms”, cit.

⁷⁴ Pavan. “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa”, cit.

⁷⁵ Quaranta, (2017). “Crowdfunding: esame della disciplina e ruolo dei gestori dei portali per la raccolta dei fondi”. *Diritto ed economia dell’impresa*, fascicolo 2, Giappichelli Editore srl.

Codice Civile come il contratto con cui “l’associante attribuisce all’associato una partecipazione agli utili della sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto”. Seguendo la disciplina dell’associazione in partecipazione all’art.2543 si legge “Salvo patto contrario, l’associato partecipa alle perdite nella stessa misura in cui partecipa agli utili, ma le perdite che colpiscono l’associato non possono superare il valore del suo apporto”. Inoltre, l’art 2541 nell’affermare che “I terzi acquistano diritti e obbligazioni soltanto verso l’associante” sottolinea come l’associato rimanga estraneo da rapporti di gestione verso terzi. Infine, con l’art 2542 si circoscrivono i diritti dell’associato al rendiconto annuale della gestione se non previsto diversamente dal contratto di associazione in partecipazione, delineando in definitiva un ruolo completamente differente da quello ricoperto da un ipotetico finanziatore-socio della fattispecie *equity*⁷⁶.

Peraltro, bisogna segnalare che nell’associazione in partecipazione, in caso di apporto di solo capitale (come avviene nel *crowdfunding royalty based*), la distribuzione dell’utile all’associato non sarà deducibile in capo all’associante⁷⁷. Questo scenario sicuramente è un elemento penalizzante per il *crowdfunding royalty based*.

1.4.4 CORPORATE CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* può diventare per le aziende un modo per includere i propri *stakeholders*⁷⁸ di riferimento nel lancio di nuove iniziative, anche in una prospettiva di CSR⁷⁹. La *Corporate Social Responsibility* (CSR), traducibile in italiano come responsabilità sociale d’impresa, fa riferimento all’impegno volontario dell’organizzazione esplicitato sotto forma di politiche, pratiche, azioni, comportamenti e orientamenti nell’ottica di coniugare obiettivi di redditività con tematiche di natura etica, sociale e ambientale.

La responsabilità dell’impresa si articola sia internamente che esternamente in relazione allo *stakeholder* in questione. Gli indicatori CSR sono di stampo sempre più obbligatorio per le grandi aziende, conseguentemente ciò estende l’attenzione a riguardo anche da parte delle imprese più piccole e della società in generale⁸⁰.

Un’organizzazione dovrebbe considerare il suo impatto nel contesto in cui si trova anche per motivi prettamente economici, dal momento che la fiducia dei propri *stakeholder* costituisce un fattore critico di successo per la profittabilità di un’impresa, in particolare in misura prospettica⁸¹.

Le imprese possono finanziarsi tramite questa metodologia nell’ottica di coinvolgere più soggetti portatori d’interesse nella progettazione di iniziative in grado di generare valore sociale diffuso per la comunità in cui operano. Il modello è una declinazione talvolta del *donation* e talvolta del *reward*, ed è uno strumento utile

⁷⁶ Codice Civile Italiano, Libro Quinto, Titolo VII, Art. 2549,2541,2542,2543. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/libro-quinto-del-lavoro/titolo-vii-dellassociazione-in-partecipazione>.

⁷⁷Carollo, (2020), “Il trattamento fiscale dell’associazione in partecipazione”. Fisco e Tasse. <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13736-il-trattamento-fiscale-dell-associazione-in-partecipazione.html>.

⁷⁸ Secondo l’enciclopedia Treccani, gli stakeholder sono “tutti i soggetti, individui od organizzazioni, attivamente coinvolti in un’iniziativa economica (progetto, azienda), il cui interesse è negativamente o positivamente influenzato dal risultato dell’esecuzione, o dall’andamento, dell’iniziativa e la cui azione o reazione a sua volta influenza le fasi o il completamento di un progetto o il destino di un’organizzazione”. <https://www.treccani.it/enciclopedia/stakeholder/>.

⁷⁹ Pais, Peretti, Spinelli. “Crowdfunding: la via collaborativa all’imprenditorialità”, cit.

⁸⁰ Flórez-Parra, Rubio Martín, Rapallo Serrano, (2020). “Corporate social responsibility and crowdfunding: The experience of the colectual platform in empowering economic and sustainable projects”, *Sustainability*, 12(13), 5251.

⁸¹ *Ibidem*

alle organizzazioni per reperire contributi a progetti che le facciano apparire come “compliant” (conformi) con quelli che sono i canoni e le aspettative della collettività nella prospettiva CSR, oltre ad essere una modalità innovativa per apportare benefici alla società nel suo complesso.

Un esempio nel nostro paese è stata l’iniziativa di Telecom Italia che attraverso la propria piattaforma “Withyouwedo” promuove, come si legge sul sito ufficiale, raccolte fondi indirizzate a sviluppare un progetto digitale coinvolto nell’innovazione sociale, nella cultura digitale o nella tutela ambientale⁸².

La stessa società contribuisce poi in prima persona ai progetti che raggiungono il target di capitale prefissato.

1.4.5 PRE PURCHASE CROWDFUNDING

Fra le recenti evoluzioni del *crowdfunding*, una nuova accezione del fenomeno che si ritiene opportuno citare è il modello “*pre purchase*”, una rivisitazione del tradizionale schema *reward based*.

In questa declinazione viene affiancata alla tipica contropartita ricevuta dai finanziatori delle campagne del modello *reward* quali prodotti o servizi, scontistiche o anteprime, diritti di opzione su quote o azioni in un secondo momento della vita dell’impresa⁸³.

In questo senso il *pre purchase* rappresenterebbe un’ibridazione fra il modello *reward* e quello *equity*, in una soluzione particolarmente accattivante per imprese di nuova costituzione.

1.4.6 DO-IT-YOURSELF CROWDFUNDING

Nel *crowdfunding* “*do-it-yourself*” il paradigma fino ad ora descritto viene di fatto stravolto. In luogo della consueta tripartizione progettista-finanziatore-piattaforma in questo modello è lo stesso *fundraiser* che si attiva in prima persona per promuovere la sua iniziativa attraverso un portale o un sito internet proprio⁸⁴.

Ricorrendo a questa modalità, è possibile per le imprese aggirare i limiti e gli obblighi che le piattaforme impongono per le iniziative che proporranno sulla propria bacheca virtuale oltre al significativo risparmio conseguibile derivante dal non dover pagare commissioni ai gestori del portale.

Il progettista decide di non ricorrere all’infrastruttura della piattaforma ma si organizza autonomamente quando ha intenzione di personalizzare il proprio progetto in misura marcata, senza dover sottostare a vincoli di alcun tipo. Inoltre, dotandosi di un proprio apparato, si punta a stabilire un contatto più diretto con i propri finanziatori, non trovandosi a competere per visibilità e attrattività con gli altri progetti presentati da un dato portale.

D’altra parte, le piattaforme più note permettono di raggiungere una vasta platea di eventuali finanziatori, pertanto l’altra faccia della medaglia di scegliere una soluzione *do-it-yourself* è proprio la minor risonanza di

⁸²Telecom Italia, (2022). “digitalizzazione connettività e innovazione sociale, progetti-di-csv, withyouwedo”. <http://csv2016.telecomitalia.com/it/digitalizzazione-connettivita-e-innovazione-sociale/progetti-di-csv/withyouwedo>.

⁸³ De Luca. “Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”, cit.

⁸⁴ Quaranta, (2017). “Il crowdfunding”, *Diritto ed economia dell’impresa*, fascicolo 4. Giappichelli Editore srl.

cui potrebbe godere il proprio progetto rischiando di rendere l’iniziativa “di nicchia”, venendo di fatto meno uno dei capisaldi del *crowdfunding*, ossia la potenzialità, quando considerata a livello aggregato, della folla nel finanziare un’iniziativa.

1.4.7 INVOICE TRADING

L’espressione “*invoice trading*” può essere tradotta come negoziazione di fatture.

Si tratta di cessione, in maggior misura, nella forma pro-soluto⁸⁵, delle fatture non ancora riscosse attraverso piattaforme digitali⁸⁶.

Concretamente le piattaforme di *invoice* mettono in contatto imprese che desiderano vendere le proprie fatture commerciali con il pubblico di potenziali finanziatori che si rendono disponibili ad acquistarle ad un determinato prezzo, ovviamente scontato. Proprio per questa innovazione nell’ambito delle pratiche del “*factoring*” (cessione di crediti) si parla anche di “*invoice crowdfunding*”, per sottolineare il coinvolgimento della folla nel fenomeno. Rispetto al tradizionale *factoring* poi, l’*invoice trading* garantisce una maggiore flessibilità, oltre un processo più rapido, disintermediato e automatizzato⁸⁷.

Il portale oltre a fungere da connettore fra le due categorie di soggetti si occupa di verificare il merito creditizio dell’impresa che dovrà pagare la fattura, dopodiché sottopone alla folla la possibilità di prendersi carico di queste fatture attraverso differenti modalità. La remunerazione per l’investitore è in questo caso corrispondente al differenziale monetario (*spread*) che intercorre fra il prezzo di acquisto della fattura e l’importo che si riceve nel secondo momento in cui essa viene incassata⁸⁸. Tale scarto si attesta generalmente intorno al 10/15 %.

Il meccanismo dell’*invoice trading* permette ad imprese a corto di liquidità di raccogliarla presso un’ampia platea cedendo le proprie fatture commerciali.

Per questo motivo, oltre a quanto già spiegato in precedenza, la popolarità di tale specifico fenomeno è aumentata parecchio negli ultimi anni, accrescendo le dimensioni del segmento e il numero di imprese che vi hanno fatto ricorso.

Dal momento che il finanziatore riceve un ritorno finanziario, l’*invoice* può essere classificato come un modello di *crowdfunding* di quel tipo; tuttavia, non è possibile affermare che vi siano particolari analogie né con l’*equity* né con il *lending*⁸⁹.

⁸⁵ Con la cessione “pro soluto” di un credito, il creditore cedente non è responsabile dell’eventuale inadempienza del debitore verso il cessionario, come invece avviene nel caso della cessione “pro solvendo”. La disciplina della cessione del credito è situata nel Codice Civile dall’art.1260 al 1267.

⁸⁶ Il Sole 24 Ore, (2019). “Invoice trading”. <https://www.ilsole24ore.com/art/invoice-trading-ACIFGdu>.

⁸⁷ Dietrich, Amrein, (2016). “Crowdfunding monitoring”, Switzerland: Institute of Financial Services Zug IFZ.

⁸⁸ Ibidem

⁸⁹ Shneur, (2020). “Crowdfunding models, strategies, and choices between them”, *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, 21-42.

Si è deciso infine, attraverso il seguente prospetto grafico elaborato da chi scrive, di riepilogare quanto descritto nei paragrafi precedenti. In questo quadro sintetico viene evidenziata la struttura di base dei diversi modelli di *crowdfunding*, la loro tipologia (finanziaria o meno), e il tipico ritorno di cui godono i finanziatori nelle diverse circostanze. Ancora una volta si ritiene opportuno sottolineare che la natura eterogenea, mutevole e dinamica del fenomeno non consente un inquadramento valido per ogni caso concreto, difatti sono innumerevoli le campagne di *crowdfunding* che non rientrano precisamente in una delle categorie menzionate in tabella, o che coniugano i tratti salienti di più modelli.

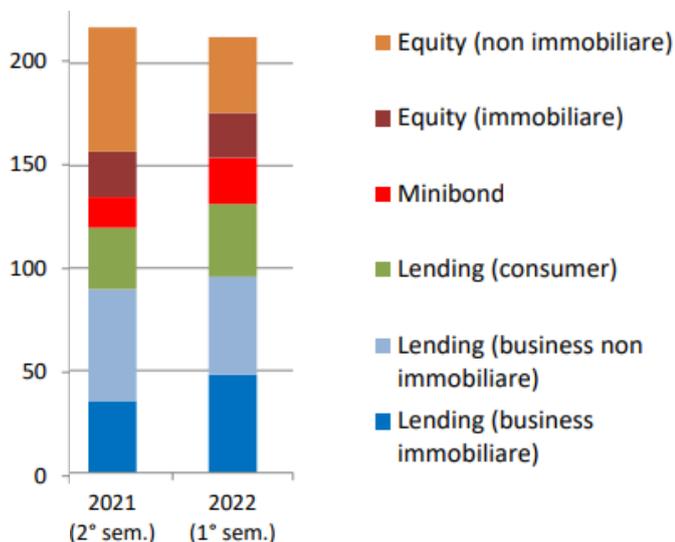
MODELLO	DECLINAZIONE/IBRIDAZIONE/MODELLO AUTONOMO	TIPOLOGIA	RITORNO PER IL FINANZIATORE
DONATION BASED	M.A.	N.F.	Assente/simbolico-emotivo
REWARD BASED	M.A.	N.F.	Prodotti/sevizi/scontistiche/anteprime
EQUITY BASED	M.A.	F.	Dividendi eventuali/ capital gains
LENDING BASED	M.A.	F.	Capitale prestato con interessi
Real estate	Equity (declinazione) Lending (declinazione)	F. F.	Quota del reddito locativo/capital gain derivanti dalla vendita dell'immobile(equity). Capitale prestato con interessi, pagati dal progettista immobiliare (lending)
Civic	Donation/Reward (declinazione) più raro equity/lending	N.F.	Assente/simbolico/godimento di servizi a beneficio di aree/luoghi/monumenti di interesse del finanziatore
Royalty based	M.A.	F.	Partecipazione pro quota ai ricavi derivanti dal progetto finanziato
Corporate	Donation/Reward (declinazione)	N.F.	Benefici derivanti da iniziative a impatto positivo per la società nel complesso o per la comunità di cui si fa parte
Invoice trading	M.A.	F.	Differenziale fra prezzo d'acquisto della fattura e importo incassato derivante dalla stessa
Pre - purchase	Reward/Equity (ibridazione)	N.F. e F.	Prodotti/sevizi/scontistiche/anteprime + Dividendi eventuali/ capital gains (in un secondo momento)

Prospetto riepilogativo modelli "classici" e "nuovi" di crowdfunding. Fonte: elaborazione propria.

1.5 UN FOCUS SULLA SITUAZIONE IN ITALIA

Dopo aver affrontato gli aspetti definitori e nozionistici per tracciare un primo inquadramento del fenomeno, si dedicherà il seguente paragrafo ad offrire una breve panoramica sull'attuale situazione nel nostro paese in relazione al *crowdfunding*.

I dati e le statistiche a cui si farà riferimento sono contenuti nel 7° Report italiano sul *Crowdinvesting* realizzato dall'Osservatorio della *School of Management* del Politecnico di Milano⁹⁰, pubblicato nel luglio del 2022 e che quindi risulta aggiornato a tale data nell'ambito del *crowdfunding* di tipo finanziario. Lo studio in questione è particolarmente strutturato, completo e dettagliato. In questa sede si riporteranno quelli ritenuti, da chi scrive, come gli spunti più interessanti e significativi del lavoro svolto. Per quanto concerne il *crowdfunding* non finanziario (*donation e reward*) il report combinando le proprie osservazioni con l'indagine condotta a riguardo da *Starteed* a marzo 2021 riporta un ammontare di raccolta pari a 52 milioni di euro nel 2021, quasi raddoppiato rispetto ai circa 31 milioni del 2020 e più che triplicato rispetto ai 16 milioni del 2019. Tornando al *crowdinvesting*, come indicato nel report, nell'arco temporale 1 luglio 2021-30 giugno 2022 è stata raccolta la cifra di 430,6 milioni di euro di capitale destinato a investimenti attraverso il *crowdfunding*. Il mercato in questione ha riportato una crescita rispetto allo stesso periodo nell'anno precedente pari al 27%, eppure bisogna segnalare che, per la prima volta, c'è stato un calo del 2,2% nella raccolta, confrontando il primo semestre del 2022 con il secondo semestre 2021 guidato in misura maggiore dal decremento nell'*equity* di tipo non immobiliare (circa -39%) e da quello nel *business lending* non immobiliare (circa -12%), come si può apprezzare dal seguente contributo grafico presente nel report.



Flusso dei finanziamenti in Italia erogati per semestre, (dati in milioni di euro). Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

⁹⁰ Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

Di seguito si riporta una tabella che riassume le dinamiche della performance del mercato italiano del *crowdinvesting* nell'arco temporale 1/7/2021-30/6/2022 proposta nel report citato. Si è inserito tale contributo poiché, oltre a fornire un'accurata visione d'insieme, specifica poi l'analisi in base alla categoria di portale, alla tipologia di campagna e all'attività immobiliare o meno del portale. In questo modo si evidenziano il peso specifico delle varie componenti nella cifra complessiva raccolta di 430,6 milioni di euro. Dai dati esposti, ad esempio, si nota immediatamente la consistenza del settore immobiliare nella traiettoria evolutiva che il *crowdfunding* finanziario ha preso nel nostro paese costituendo un motore importante per la sua diffusione, come già anticipato quando si è descritta l'accezione del fenomeno nel *real estate*. Alcune precisazioni sul grafico; il differenziale percentuale riportato fra parentesi nell'ultima colonna indica l'aumento rispetto allo stesso arco temporale considerato fra il 2020 e il 2021. Sono escluse dall'analisi le campagne di offerta di quote di OICR

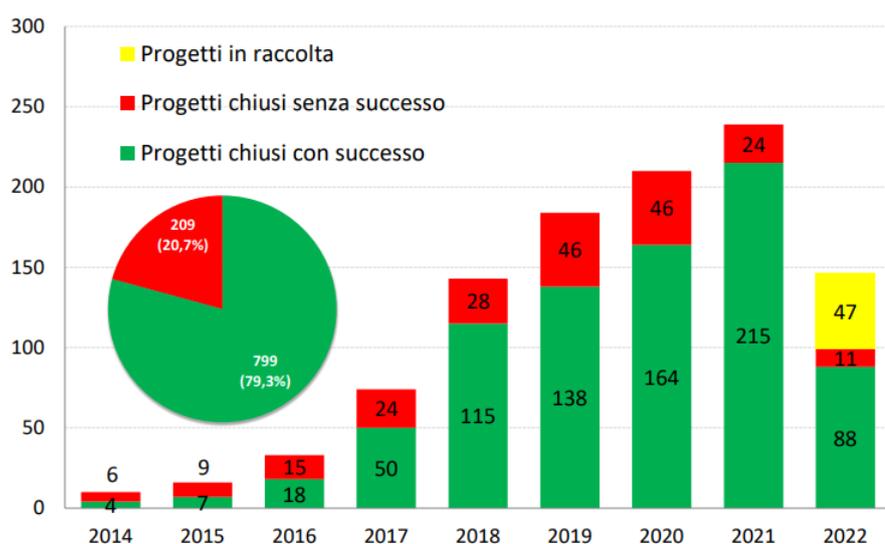
Categoria di portali	Tipologie di campagne	Tipologie di portali	Raccolta totale complessiva	Raccolta ultimi 12 mesi (**)
Portali online per la raccolta di capitale (Consob) (*)	Collocamento di quote di capitale di rischio	Non immobiliari	€ 311,90 milioni	€ 97,79 milioni (+10,4%)
		Immobiliari	€ 116,89 milioni	€ 44,10 milioni (+12,9%)
	Collocamento di minibond	Tutti	€ 62,73 milioni	€ 37,63 milioni (+68,7%)
Portali online di social lending	Consumer	Tutti	€ 188,82 milioni	€ 65,49 milioni (+51,7%)
	Business	Non immobiliari	€ 272,97 milioni	€ 102,44 milioni (+10,2%)
		Immobiliari	€ 176,49 milioni	€ 83,15 milioni (+56,7%)
TOTALE PIATTAFORME CROWD			€ 1.129,80 milioni	€ 430,60 milioni (+27,0%)

Dati sulla raccolta delle campagne pubblicate sulle piattaforme di crowdinvesting in Italia (1/7/2021-30/6/2022). Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

Focalizzando l'attenzione sul modello *equity*, in Italia, al 30 giugno 2022 sono 51 le piattaforme autorizzate dalla Consob, di cui solamente 27 hanno però effettivamente promosso campagne *equity* fra il 1/7/2021 e il 30/6/2022. In Italia dal 2014 al 30 giugno del 2022 i progetti di tipo *equity* sono stati 1055, di cui circa il 79% (799) hanno avuto esito positivo mentre 209 progetti non hanno invece raccolto il target minimo previsto. Per completezza si riporta che, al 30 giugno, 47 progetti erano ancora in corso. I dati raccontano che il tasso di completamento delle campagne *equity* è migliorato sensibilmente negli ultimi anni. Nel 2021 solo 24 campagne su un totale di 239 non sono andate a buon fine, rispetto alle 46 su 210 del 2020 e alle 46 su 184 del 2019. Nel 2022, facendo riferimento al primo semestre (l'analisi è stata pubblicata a luglio 2022) sono stati 11 i progetti non completati a fronte di 88 già chiusi con successo, e dei già menzionati 47 ancora in corso.

Facendo poi un paragone fra il primo semestre del 2022 e l'ultimo del 2021, come già anticipato, si registra una leggera flessione, con 100 e 119 campagne lanciate rispettivamente. Inoltre, paragonando il primo semestre del 2022 con lo stesso periodo del 2021, si registrano 5 progetti di successo in meno e 2 non andati a buon fine in più. A parziale motivazione di ciò bisogna menzionare il recente contesto incerto sui mercati finanziari, la situazione di rialzo dei tassi d'interesse e i maggiori costi di energia e materie prime, oltre al fatto che il primo semestre del 2021 può aver fatto leva su campagne rimandate dal periodo precedente per via della crisi pandemica.

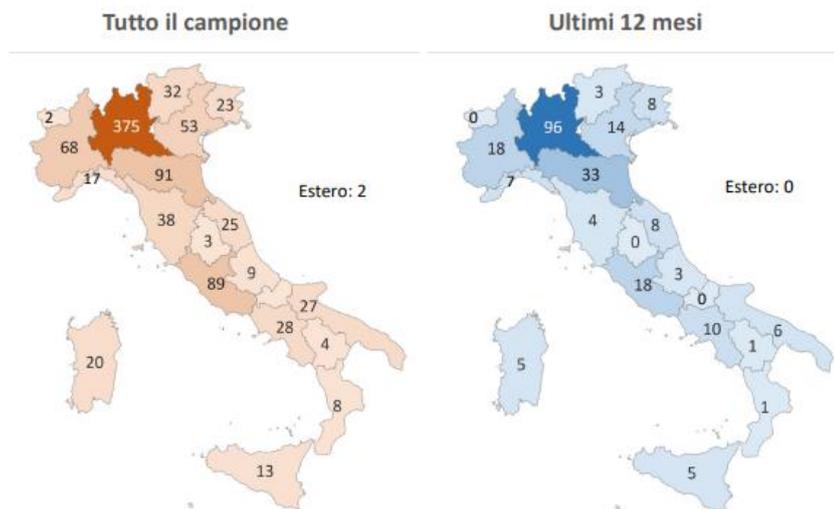
Il prospetto che segue riepiloga quanto appena descritto



Flusso temporale delle 1055 campagne di equity crowdfunding in Italia, per data di conclusione. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

Le 1055 campagne di *equity crowdfunding* in questione sono state condotte da un totale di 930 imprese. Il report del Politecnico di Milano illustra, fra le altre analisi specifiche, anche la suddivisione geografica delle emittenti, evidenziando la situazione registrata fra il 1/7/2021 e il 30/6/2022 e paragonandola ad un prospetto riassuntivo dei dati raccolti dal 2014 fino al 30/6/2022. La regione leader, oggi come ieri, è la Lombardia, che mantiene il primato ospitando addirittura il 40% delle imprese promotrici di progetti di *equity crowdfunding*, sia nell'ultimo periodo che per tutto l'arco temporale dell'analisi. Segue poi l'Emilia-Romagna con circa il 14% delle emittenti. Storicamente nel sud Italia sono state solamente Campania e la Puglia a registrare un percentuale rilevante, seppur ridotta, in questa analisi, rispettivamente con 28 e 27 emittenti.

Dal grafico sottostante riportato è tuttavia evidente lo sbilanciamento fra centro-nord e meridione nella distribuzione geografica di chi lancia campagne di *crowdfunding* nel nostro paese.



Localizzazione geografica delle 930 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2022. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

Dopo aver attenzionato parzialmente i numeri del segmento *equity* si intende adesso fornire una panoramica sull'ambito *lending*. In relazione ad esso, il report del Politecnico di Milano disaggrega l'analisi fra piattaforme di *consumer lending*, ossia prestiti ad individui, e *business lending*, ossia prestiti ad imprese.

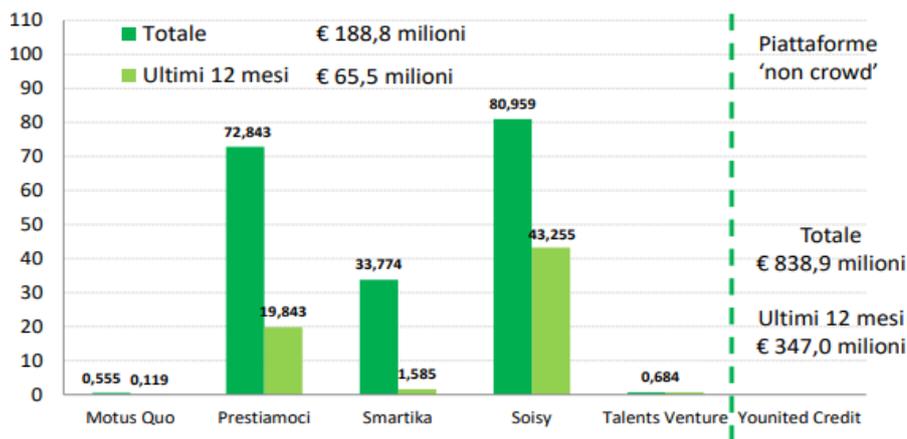
Nei grafici che seguono viene mostrata la raccolta cumulata fino al 30/6/2022 per quanto riguarda il segmento *consumer lending* e il segmento *business lending* di stampo non immobiliare.

L'analisi del Politecnico dedica infatti un'apposita sezione al *business lending* per progetti immobiliari in cui il fenomeno viene trattato separatamente nel dettaglio per via della sua portata.

Tuttavia, per esigenze organizzative dell'elaborato si è deciso di non approfondire tale declinazione del *lending* soffermandosi invece, come detto, solamente sul *consumer* e il *business* non immobiliare, a cui si riferiscono gli istogrammi della pagina seguente.

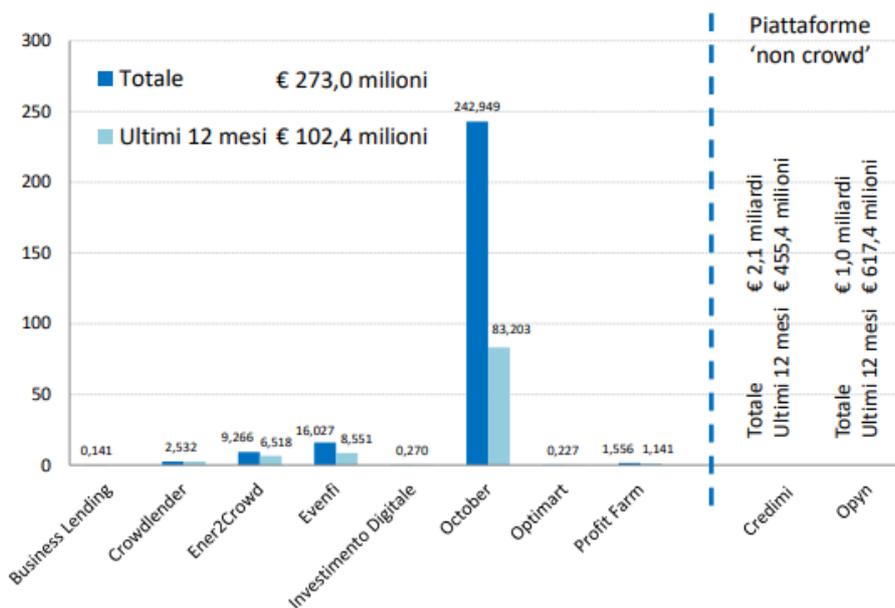
Nel primo contributo si evidenzia l'ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* attive nell'ambito *consumer* fino al 30/6/2022 (colonna verde scuro) e si confronta tale cifra con la performance registrata fra il 1/7/2021 e il 30/6/2022 (colonna verde chiaro). Il grafico suddivide le cifre in base alle piattaforme che hanno raccolto i prestiti, mostrando quindi quali sono i portali storicamente più rilevanti in Italia, e quelli che nell'ultimo periodo hanno registrato un buon rendimento.

Il mercato del *consumer lending* ha avuto risultati straordinari; difatti, fra il 1/7/2021 e il 30/6/2022, nell'ambito delle piattaforme *crowd*, è stata raggiunta la cifra di 65,5 milioni di euro, una raccolta in crescita del 52% rispetto allo stesso arco temporale considerato nel periodo 20-21, che ammontava infatti a circa 43 milioni di euro.



Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di lending crowdfunding attive nell'ambito consumer in Italia, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in € milioni. Con piattaforme non crowd si intende quelle che non raccolgono tramite internet. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

Per quanto riguarda il segmento *business lending*, anche in questo caso la raccolta fra il 31/7/2021 e il 30/6/2022 ha registrato un tasso di crescita del 10,2%, rispetto allo stesso arco temporale considerato nel periodo 20-21 (circa 93 milioni di euro). Il totale della raccolta in questi 12 mesi è stato pari a 102,4 milioni di euro a fronte di 273 milioni cumulati fino al 30/6/2022. I dati riportati sono anche in questo caso suddivisi per piattaforma



Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di lending crowdfunding attive nell'ambito business non immobiliare in Italia, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in € milioni. Con piattaforme non crowd si intende quelle che non raccolgono tramite internet. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

Una precisazione conclusiva; nelle analisi riportate sul *lending* in questo paragrafo non sono considerati altri portali che non risultano presenti con stabili organizzazioni sul suolo nazionale. Allo stesso modo, non si tengono in considerazione le piattaforme dedicate al mondo del no-profit.

CAPITOLO 2

“REGOLAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE”

Il presente capitolo è stato articolato in due sezioni. Nella prima si è voluto proporre una ricostruzione dell'attuale disciplina sul *crowdfunding* di tipo *equity* e *lending*, a livello italiano, per poi dedicare apposita trattazione alla nuova normativa comunitaria in materia di *crowdfunding*, soffermandosi principalmente sulla recente introduzione di quest'ultima nel nostro ordinamento. Nella seconda sezione invece si è inteso fornire alcuni spunti per allargare l'ambito di analisi su determinati sviluppi recenti del fenomeno, e più in generale dell'universo Fintech, cercando di fornirne un inquadramento quanto più esaustivo possibile.

2.1 LA REGOLAZIONE DEL *CROWDFUNDING*

2.1.1 LA REGOLAZIONE DELL'*EQUITY CROWDFUNDING* IN ITALIA

Come ripetutamente anticipato nel primo capitolo, l'Italia ha preceduto tutti i paesi dell'Unione Europea nell'introduzione all'interno del proprio ordinamento di una disciplina compiuta e articolata dell'*equity crowdfunding*. Ad oggi, questa specifica declinazione del fenomeno è l'unica, assieme al *lending based*, seppur esso in misura minore, ad aver ricevuto attenzione da parte del legislatore nazionale.

Il primo, fra i molteplici interventi, sia a livello di normativa primaria che secondaria, che si sono susseguiti nel corso degli anni, risale alla fine del 2012, con il Decreto-legge n.179 del 18 ottobre 2012 (Decreto “Crescita bis”, ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese)⁹¹. Nella prima sezione del presente capitolo si intende riepilogare quelle che, nella nostra nazione, sono state le tappe fondamentali dell'evoluzione normativa in merito al fenomeno dell'*equity crowdfunding*, cercando di evidenziare gli aspetti più rilevanti delle modifiche intercorse nel tempo. A tal fine, si è deciso di elaborare un resoconto introduttivo atto a fornire un'immediata visione d'insieme degli eventi più rilevanti dal 2012 al 2020, per poi analizzare nel dettaglio i singoli interventi in questione. Tuttavia, ci tengo a precisare che non tutte le modifiche susseguitesesi negli anni in Italia in materia di *equity crowdfunding* troveranno spazio in questa sede per esigenze organizzative dell'elaborato.

Come detto, la nuova disciplina comunitaria in materia, e il suo recepimento in Italia, saranno oggetto del terzo paragrafo della prima sezione del capitolo.

2012

- decreto legge n. 179, 18/10/2012, "Ulteriori misure urgenti per la crescita del paese "

2013

- delibera Consob n. 18592, 26/6/2013

2015

- decreto legge n.3, 24/1/2015, "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti"

⁹¹ Macchiavello. “La travagliata evoluzione normativa dell'*equity crowdfunding* in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del *crowdfunding* a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita”, cit.

2016	<ul style="list-style-type: none"> • delibera Consob n. 19520, 24/2/2016
2016	<ul style="list-style-type: none"> • legge n. 232, 11/12/2016, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019"
2017	<ul style="list-style-type: none"> • decreto legge n. 50, 24/4/2017, "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo"
2017	<ul style="list-style-type: none"> • decreto legislativo n. 112, 3/7/2017, "Revisione della disciplina in materia di impresa sociale"
2017	<ul style="list-style-type: none"> • decreto legislativo n. 129, 3/8/2017*²
2017	<ul style="list-style-type: none"> • delibera Consob n.20204, 29/11/2017
2017	<ul style="list-style-type: none"> • delibera Consob n.20264, 17/1/2018
2018	<ul style="list-style-type: none"> • legge n.145, 30/12/2018, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021"
2019	<ul style="list-style-type: none"> • delibera Consob n.21110, 10/10/2019
2019	<ul style="list-style-type: none"> • decreto legislativo n. 165 del 25/11/2019*³
2020	<ul style="list-style-type: none"> • delibera Consob n.21259, 6/2/2020

*92 *93

⁹² (Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016.)

⁹³ Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, di attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento UE n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari

L'articolata disciplina dell'*equity crowdfunding* in Italia ha trovato la sua origine nel 2012 tramite il citato Decreto-legge n.179, 18/10/2012, convertito successivamente in legge con modificazioni nella legge 17/12/2012 n.221. L'atto normativo in questione si poneva come obiettivo quello di smuovere la situazione di rallentamento imprenditoriale in cui si trovava il paese, cercando di mettere in piedi un contesto maggiormente idoneo a favorire l'innovazione, l'occupazione giovanile e una crescita sostenibile del sistema economico nazionale⁹⁴. Il Decreto del 2012 individuò pertanto una particolare categoria di società di capitali, la c.d. "start up innovativa", alla quale venivano indirizzate alcune norme, nell'ottica di supportarne in maniera tangibile lo sviluppo, facilitarne concretamente l'accesso ai capitali e permetterle di sfruttare al massimo le potenzialità di internet. Lo stesso Decreto ha definito alcuni stringenti requisiti formali⁹⁵ e sostanziali⁹⁶, necessari per poter qualificare una società di capitali come start up innovativa. Orbene, per queste, il legislatore nella sezione IX del Decreto in questione, ha previsto diverse agevolazioni, derogando al diritto societario sotto più punti di vista. Di primaria importanza, è ad esempio la previsione dell'art. 26, che, per le start-up innovative in forma s.r.l. deroga al divieto di offrire al pubblico le proprie quote partecipative, (posto dall'art. 2468, comma primo del Codice civile) permettendo tale pratica anche attraverso i portali per la raccolta di capitali⁹⁷.

In questa sede si rileva poi l'art.30, che ha modificato il Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria (TUF), introducendo nello stesso, il Capo III-quater, l'art.100 ter., e il comma 5-novies dell'art.1⁹⁸. Quest'ultimo ha fornito una definizione di portale di *equity crowdfunding*; "si intende una piattaforma online che abbia come finalità' esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale". Il nuovo art.50 quinquies del TUF, rientrante nel capo III-quater ha invece introdotto la figura del "gestore di portali" per la raccolta di capitali per le start up innovative. L'attività svolta da quest'ultimo è attività riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento. Questi soggetti sono noti come "gestori di diritto". È altresì possibile che ad esercitare tale attività siano soggetti diversi, iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita

⁹⁴ Pavan. "Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema di fare impresa", cit.

⁹⁵ La start up innovativa è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europea residente in Italia le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, che possiede i seguenti requisiti: a) i soci, persone fisiche, detengono al momento della costituzione e per i successivi ventiquattro mesi, la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci; 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 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

⁹⁶ possiede almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti: 1) sostiene spese in R&S pari ad almeno il 20% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione;2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia all'estero;3) è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un software registrato.

⁹⁷Cucchiariato, (2017). "L'Equity Crowdfunding e la progressiva perdita del "diritto di esclusiva" delle start-up e PMI innovative", Altalex.

⁹⁸ Quaranta, (2017). "Il crowdfunding", Diritto ed economia dell'impresa. Fascicolo 4 2017. G. Giappichelli Editore.

di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento; essi sono i gestori detti “autorizzati”⁹⁹. Dopo aver individuato i requisiti necessari per potersi iscrivere nel registro tenuto dalla Consob, viene delegato poi alla stessa autorità il compito di disciplinare nel dettaglio l’attività dei gestori di portali, e di vigilare sul loro operato e sul rispetto della normativa. Invece l’art.100-ter si occupa delle offerte al pubblico di strumenti finanziari condotte tramite i portali, circoscrivendo tale possibilità alle quote o azioni emesse dalle start up innovative¹⁰⁰.

Ancora una volta la regolazione nel dettaglio è delegata alla Consob. L’intervento di quest’ultima si concretizzò nel 2013 attraverso la delibera n.18592 del 26/6/2013, che sulla scorta di quanto previsto dagli articoli introdotti nel TUF dal Decreto-legge del 2012, formulò una prima versione del Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali online. Sono state poi numerose le modifiche dello stesso nel corso degli anni in modo da adattarlo alle rinnovate esigenze dettate dalle molteplici novità introdotte dagli interventi di normativa primaria e agli impulsi provenienti dal mercato. Pertanto, si è deciso di analizzare il regolamento della Consob solamente dopo aver ripercorso tutti gli interventi legislativi fondamentali in maniera tale da fornire una versione unica e aggiornata della disciplina in materia.

Due anni più avanti, nel 2015, risultò evidente l’insuccesso pratico della riforma, non rilevando in concreto particolari miglioramenti sui fronti imprenditorialità, innovazione e sviluppo tecnologico.

Questo scenario fu causato dal fatto che il numero di società rispondenti ai severi requisiti per poter essere classificate come start up innovative, era di fatto esiguo. A maggio 2015 se ne contavano meno di quattromila, con peraltro solamente lo 0,46% delle stesse ad aver promosso campagne di *equity crowdfunding*¹⁰¹ per via della stringente disciplina vigente. Pertanto, il legislatore decise di attivarsi nuovamente, cercando di rendere il contesto normativo più congeniale ai già richiamati obiettivi, che non erano stati raggiunti come auspicato.

Dunque, il 24 gennaio 2015, fu emanato il Decreto-legge n.3 “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”, poi convertito, con modificazioni, nella Legge 24 marzo 2015, n. 33. Lo scopo primario del Decreto era quello di incentivare la patrimonializzazione delle imprese italiane oltre a puntare ad un maggiore coinvolgimento delle piccole e medie imprese nell’innovazione tecnologica dei processi produttivi del paese¹⁰².

L’art. 4 del Decreto ha introdotto una nuova categoria d’impresa, la c.d. “PMI innovativa”, non rientrante nella previgente categoria della start up innovativa ma parimenti non quotata su un mercato regolamentato e iscritta in un’apposita sezione del registro delle imprese. Per poter classificare un’impresa come tale si fa riferimento in prima istanza a quelle indicate dalla raccomandazione 2003/361/CE, ossia imprese che occupano meno di duecentocinquanta persone, con un fatturato annuo non superiore a cinquanta milioni di euro o con un totale di bilancio annuo non eccedente i quarantatré milioni di euro.

⁹⁹ DECRETO-LEGGE 18 ottobre 2012, n. 179, “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”, art.30, comma 2.

¹⁰⁰ Macchiavello. “La travagliata evoluzione normativa dell’equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita”, cit.

¹⁰¹ Ibidem

¹⁰² DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2015, n. 3, “Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti”.

Inoltre, la PMI per essere innovativa deve presentare spese in ricerca e sviluppo in misura uguale o superiore al tre per cento del maggiore fra costo e valore totale della produzione; impiegare come dipendenti o collaboratori personale altamente qualificato¹⁰³, essere titolare o licenziataria di una privativa industriale, ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario¹⁰⁴. Come detto l'intenzione del legislatore era quella di costruire un ecosistema funzionale allo sviluppo delle imprese specialmente non grandi. In ragione di ciò, sia le PMI che le start up per essere innovative dovevano essere residenti in Italia o in uno degli Stati membri dell'Unione Europea, o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio Economico Europeo (avendo però una sede produttiva o una filiale in Italia). In questo modo si allargava ulteriormente la cerchia di imprese che avrebbero potuto godere di particolari benefici rispetto alle start up innovative del Decreto-legge del 2012, le quali è opportuno ricordarlo, dovevano avere la sede principale dei propri affari e interessi in Italia¹⁰⁵. Solamente alcuni dei benefici riservati alle start up innovative sono stati tuttavia estesi alle PMI innovative. Per quanto concerne l'*equity crowdfunding*, vennero allargate le maglie delle imprese che potevano ricorrervi. Difatti, dal 2015 poterono raccogliere capitale di rischio tramite tale modalità, oltre alle start up innovative, le PMI innovative e gli OICR o le altre società di capitali che investono prevalentemente in queste due categorie di imprese¹⁰⁶, ampliando quindi i possibili orizzonti del fenomeno.

Analoghi principi guidarono quanto previsto in materia dalla legge n. 232, 11/12/2016, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2017 e bilancio pluriennale per il triennio 2017-2019". Il legislatore italiano cercò difatti di estendere ulteriormente la platea dei soggetti interessati alla normativa sull'*equity crowdfunding*, dato che le PMI innovative iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese continuavano a costituire una sconcertante minoranza (cinquecentoventisei a maggio 2017)¹⁰⁷.

Tramite l'atto citato la disciplina fu estesa a tutte le PMI, rimuovendo dunque il vincolo di innovatività, per poter offrire il proprio capitale di rischio al pubblico anche tramite il sistema delle piattaforme online¹⁰⁸.

In tal modo si forniva un nuovo strumento dalle enormi potenzialità al settore delle PMI, storicamente costituenti la grande maggioranza del tessuto produttivo italiano ma da sempre alle prese con l'annosa questione del reperimento di capitale.

Il legislatore però non aveva espressamente derogato all'art.2468 primo comma del Codice civile ("le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari"), rendendo quantomeno problematico per le PMI s.r.l. ricorrere all'*equity crowdfunding*¹⁰⁹.

¹⁰³ dottori, dottorandi di ricerca o laureati che abbiano svolto almeno tre anni di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, per almeno il 20% della forza lavoro complessiva; laureati magistrali per almeno il 33% della forza lavoro complessiva.

¹⁰⁴ Lerro, (2015). "Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell'*equity crowdfunding*", Altalex.

¹⁰⁵ Ibidem

¹⁰⁶ Preite. "Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti partecipativi", cit.

¹⁰⁷ Cucchiato. "L'*Equity Crowdfunding* e la progressiva perdita del "diritto di esclusiva" delle start-up e PMI innovative", cit.

¹⁰⁸ Mirra, (2018). "L'*equity crowdfunding* e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita". Da "Fintech: diritto, tecnologia e finanza", Quaderno n.2/2018, a cura di Lener, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria. Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

¹⁰⁹ Cucchiato. "L'*Equity Crowdfunding* e la progressiva perdita del "diritto di esclusiva" delle start-up e PMI innovative", cit.

A completamento e precisazione della Legge di Bilancio 2017 fu poi il Decreto-legge n. 50, 24/4/2017¹¹⁰, convertito nella Legge 21/6/2017, il quale estese alcune deroghe al diritto societario previste nell'art.26 del Decreto-legge n.179/2012 a tutte le PMI s.r.l.¹¹¹

Fra le più rilevanti in questo contesto, si sottolineano la possibilità di creare categorie di quote con differenti diritti e la possibilità di offrire al pubblico (anche tramite portali) come prodotti finanziari, le proprie quote partecipative. Non fu però esteso, fra gli altri, il settimo comma del citato art. 26 del Decreto n.179/2012 (riguardante la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi) alle PMI s.r.l. non innovative.

Ciò ha comportato, come analizzato nel primo capitolo, diversi punti di vista della dottrina a riguardo. Si rimanda perciò a tale sezione per un approfondimento sul tema.

Ripercorrendo le tappe della normativa primaria, pochi mesi dopo, nel luglio del 2017, fu emanato un nuovo Decreto legislativo (decreto legislativo n. 112, 3/7/2017, "Revisione della disciplina in materia di impresa sociale"). Questo estese la disciplina sulla raccolta di capitali online anche alle imprese sociali in forma di società di capitali o cooperative, come definite all'art.1 comma primo dello stesso Decreto¹¹².

Sempre con riferimento al 2017 si riporta solamente un accenno al decreto legislativo n. 129, 3/8/2017¹¹³. Esso ha adattato la disciplina italiana sul *crowdfunding* a quanto previsto dalla Direttiva Europea 2014/65/EU (MIFID II). Si segnala, fra le altre implicazioni, l'obbligo in capo ai gestori ordinari di aderire a un sistema di indennizzo o stipulare un'assicurazione professionale¹¹⁴.

Un successivo crocevia di primaria importanza nel delineare quelli che sono gli attuali confini dell'*equity crowdfunding* in Italia è stato indubbiamente la Legge n.145, 30/12/2018¹¹⁵.

L'art.1 comma 236 della stessa ha, come anticipato nel primo capitolo, incrementato la gamma di strumenti che i *fundraiser* possono offrire tramite portali agli investitori in Italia, seppur limitandone la sottoscrizione agli investitori professionali e a particolari categorie eventualmente individuate dalla Consob¹¹⁶.

Si fa riferimento in concreto alle obbligazioni e ad altri strumenti finanziari di debito (in dottrina si parla infatti di una terza categoria di *crowdfunding*, il "*debt*", da affiancare all'*equity based* e al *lending based*¹¹⁷).

¹¹⁰ "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo".

¹¹¹Pavan. "Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema di fare impresa", cit.

¹¹² Macchiavello. "La travagliata evoluzione normativa dell'*equity crowdfunding* in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita", cit.

¹¹³ (Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016.)).

¹¹⁴ Macchiavello. "La travagliata evoluzione normativa dell'*equity crowdfunding* in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita", cit.

¹¹⁵ "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021".

¹¹⁶ Amato. "Il debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'*equity* ed al *lending crowdfunding*", cit.

¹¹⁷ Policaro. "Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia", cit.

Si precisa poi che la negoziazione dei suddetti strumenti va effettuata in una sezione differente da quella ove ciò avviene per il capitale di rischio.

Questa novità introdotta a cavallo fra 2018 e 2019 ha fornito dunque ulteriori possibilità alle PMI, in modo da poter ricorrere al *crowdfunding* senza dover necessariamente cedere quote partecipative del proprio assetto proprietario.

Infine, si segnala il Decreto legislativo n. 165 del 25/11/2019¹¹⁸. Per quanto interessa nel presente elaborato, attraverso l'art. 2, comma dieci dello stesso si è modificato l'art. 50-quinquies del TUF, ricomprendendo fra i requisiti patrimoniali per potersi iscrivere nel registro di gestori di portali per la raccolta di capitali per le PMI e per le imprese sociali, solamente l'obbligatorietà di copertura assicurativa sulla responsabilità professionale e non più il dovere di partecipare ad un sistema di indennizzo finalizzato a tutelare gli investitori¹¹⁹.

La regolazione nel dettaglio del fenomeno è stata delegata alla Consob¹²⁰, la quale ha disciplinato i vari aspetti dell'*equity crowdfunding* attraverso un proprio Regolamento.

Quest'ultimo è stato modificato ripetutamente negli anni in modo da recepire quanto previsto dal legislatore a livello di normativa primaria.

Come ampiamente discusso, il *crowdfunding* si caratterizza come una fattispecie fortemente dinamica; pertanto, appare naturale un marcato dinamismo nell'attività del legislatore in maniera da aggiornare la normativa in base agli sviluppi più recenti del fenomeno.

Sintomaticamente anche la regolazione secondaria deve agire in maniera agile e ricorrente affinché la disciplina sia sempre puntuale con l'attuale stato dell'arte.

Le delibere dell'autorità di vigilanza a riguardo sono state: quella tramite cui è stato introdotto il citato Regolamento (denominato "Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line"), ossia la n.18592, del 26/6/2013; e quelle di successiva modificazione dello stesso, ossia la n.19520 del 24/2/2016, la n.20204 del 29/11/2017, la n.20264 del 17/1/2018, la n.21110 del 10/10/2019 e la n.21259 del 6/2/2020¹²¹.

Il Regolamento della Consob è ampiamente dettagliato e disciplina compiutamente i vari aspetti, le molteplici relazioni e i diversi interessi, che sono coinvolti nelle campagne di *equity crowdfunding*. Esso si articola in tre parti.:

- 1) "Disposizioni generali"
- 2) "Registro e disciplina dei gestori di portali"
- 3) "Disciplina delle offerte tramite portali"

¹¹⁸ "Disposizioni integrative e correttive del decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, di attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento UE n. 600/2014 sui mercati degli strumenti finanziari.

¹¹⁹ Diritto bancario.it, (2020). "In GU le modifiche al Regolamento crowdfunding della Consob". <https://www.diritto bancario.it/art/gu-le-modifiche-al-regolamento-crowdfunding-della-consob/>.

¹²⁰ Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.

¹²¹ Consob, "normativa nazionale secondaria". <https://www.consob.it/web/area-pubblica/crowdfunding-normativa-nazionale-secondaria>.

Nella prima parte sono riportati gli aspetti di carattere definitorio e le modalità di comunicazione e trasmissione alla Consob, oltre alle già richiamate fonti normative del regolamento.

La seconda parte, la sezione più corposa delle tre, dedicata al registro e alla disciplina dei gestori di portali, è a sua volta ripartita in quattro titoli, di seguito riportati:

- “Istituzione del registro”
- “Iscrizione nel registro”
- “Regole di condotta”
- “Provvedimenti sanzionatori e cautelari”

La Consob ha pertanto istituito il registro dei gestori di portali, individuando una sezione ordinaria e una sezione speciale, nelle quali sono rispettivamente iscritti i gestori autorizzati e i gestori di diritto, ove rispettino i requisiti necessari a tal fine¹²². Per le due categorie di soggetti che gestiscono le piattaforme sono previsti diritti differenti, così come sono differenti gli obblighi informativi a carico di ognuna.

Difatti i gestori autorizzati non possono permettere la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti in via diretta tramite il proprio portale ma devono fare affidamento su terzi autorizzati a perfezionare gli ordini in questione, come le banche e le società di intermediazione mobiliare (SIM). Questa limitazione chiaramente non è invece prevista per i gestori di diritto. È opportuno precisare che l’attuale categoria dei gestori di diritto è stata significativamente allargata rispetto a quanto originariamente previsto nel 2013 (banche e imprese di investimento). Infatti, si ricomprendono molte altre categorie di imprese¹²³. Fra le altre, le SIM, le imprese di investimento UE, le imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia¹²⁴.

Fra il primo (art.4-6) e il secondo (art.7-12) titolo della seconda parte del Regolamento, la Consob fornisce in definitiva un quadro completo del funzionamento del registro, dei meccanismi di iscrizione e cancellazione, e fra le altre specificazioni, dei requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti ricoprenti cariche di amministrazione e controllo.

Proseguendo nell’analisi del testo, il terzo titolo (art.13-21) della seconda parte del Regolamento fa riferimento alle regole di condotta in capo ai gestori di portali. Previsioni di questo stampo sono rese altresì necessarie dalla condizione di asimmetria informativa che intercorre fra il gestore di portale e l’investitore.

Nello specifico, il gestore potrebbe avere interesse a massimizzare incondizionatamente la raccolta di capitale, non curandosi in concreto degli interessi del pubblico dei finanziatori che hanno fatto affidamento sulla sua piattaforma. Ciò avviene dal momento che spesso egli riceve una commissione da parte del *fundraiser*, ponderata sull’ammontare delle contribuzioni raccolte dalla folla.

¹²² Pavan. “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema di fare impresa”, cit.

¹²³ Ibidem

¹²⁴ Consob, “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line”, Parte II, Titolo I, art.4. https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2013_18592.pdf/9b1d415a-577a-e33d-4d7d-aa2af3a09f53.

Questa circostanza di potenziale conflitto di interessi assume connotati alquanto rischiosi nel momento in cui il gestore della piattaforma avesse a disposizione, come naturalmente avviene, più informazioni dell'investitore, riguardo ad un determinato progetto/campagna promosso online¹²⁵.

A livello sommario, dagli articoli del Regolamento, l'azione del gestore per poter essere conforme ad esso, deve essere trasparente, corretta, diligente e aggiornata; deve informare l'investitore sui rischi e sugli oneri connessi alle sue scelte; deve riportare in maniera dettagliata, non fuorviante e senza omissioni i contenuti delle campagne di cui si fa tramite¹²⁶. In questa sede, tuttavia, non sarà possibile condurre un'analisi particolareggiata su tutti gli obblighi informativi e comportamentali a cui è sottoposto il gestore di portale ai sensi del Regolamento; pertanto, è stato ritenuto, per i fini di questo elaborato, più opportuno sottolineare solamente la *ratio* sottostante alle manovre della Consob in merito.

L'ultimo titolo (IV) della seconda parte del Regolamento si sviluppa negli art.22 e 23. Tramite essi si esplicitano i provvedimenti cautelari e le sanzioni adottabili dalla Consob. Quanto ai primi, l'art. 22 riporta che l'autorità di vigilanza può sospendere in via cautelare l'attività del gestore di portali in caso di necessità e urgenza, per non più di novanta giorni, qualora si possa fondatamente presumere la sussistenza di gravi violazioni di legge o disposizioni della Consob stessa.

Quanto alle sanzioni, oltre a quelle amministrative pecuniarie previste dal TUF (art.190-quater), è prevista la sospensione (da uno a quattro mesi) dell'attività del gestore qualora vengano violate le regole di condotta (titolo III), ma anche la possibile radiazione dal registro in una serie di casi più gravi che l'art. 23 elenca¹²⁷; come ad esempio la comunicazione di documenti o informazioni non veritieri all'autorità di vigilanza o all'investitore, oppure banalmente, nella circostanza in cui vengano reiterati i comportamenti scaturenti il provvedimento sospensione sopra menzionato.

La terza parte del Regolamento invece, sposta l'attenzione sulla disciplina delle offerte tramite portali.

L'art. 24 impone al gestore il dovere di verificare che sussistano tutte le condizioni necessarie per l'offerta, tramite molteplici adempimenti, come ad esempio esaminando lo statuto o l'atto costitutivo dell'impresa in questione, in modo da verificare la presenza del diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni, nel caso sia negoziato capitale di rischio¹²⁸.

¹²⁵ Pavan. "Il crowdfunding cambia il tradizionale sistema di fare impresa", cit.

¹²⁶ Consob, "Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line", Parte II, Titolo II. https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2013_18592.pdf/9b1d415a-577a-e33d-4d7d-aa2af3a09f53.

¹²⁷ 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di soggetti diversi dagli offerenti⁹⁴; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore⁹⁵; 6) mancata comunicazione dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 2596; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.

¹²⁸ Consob, "Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line", Parte III, art.24. https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2013_18592.pdf/9b1d415a-577a-e33d-4d7d-aa2af3a09f53.

L'art.25 tratta invece, nel primo comma, della provvista necessaria per perfezionare gli ordini di adesione all'offerta, ma soprattutto del diritto di revoca (secondo comma). Come riportato dall'articolo in questione, gli investitori hanno il diritto di revocare la loro adesione all'offerta, quando nel lasso di tempo che intercorre fra l'adesione e il momento in cui essa è definitivamente chiusa o gli strumenti finanziari vengono consegnati, "sopravvenga un fatto nuovo significativo o sia rilevato un errore materiale o un'imprecisione concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento".

È possibile esercitare il suddetto diritto in sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni vengono portate a conoscenza degli investitori.

Infine, nel 2019¹²⁹, è stato aggiunto l'art.25 bis "Bacheca elettronica". Quest'ultima previsione del Regolamento permette ai gestori di portali di costituire, sulle proprie piattaforme, una sezione apposita, ove possano essere pubblicate eventuali manifestazioni di interesse, riguardo alla compravendita di strumenti finanziari precedentemente oggetto di campagne di *crowdfunding* tramite il portale stesso.

In questo modo ovviamente si cerca di mitigare la problematica questione dell'illiquidità degli investimenti, che, come si è già illustrato, rischia di costituire un freno significativo allo sviluppo del fenomeno.

Il gestore in questa fattispecie, deve limitarsi, nell'ambito della facilitazione dell'incontro fra domanda e offerta di tali strumenti, a comunicare riservatamente i dati relativi ai soggetti interessati alla negoziazione¹³⁰.

Si ritiene opportuno, in conclusione, sottolineare che il processo di regolazione dell'*equity crowdfunding* in Italia si è contraddistinto, a tutti gli effetti, come un virtuoso esempio del recente approccio legislativo noto come "*better regulation*"¹³¹. Con esso si fa riferimento alla volontà di raggiungere in maniera più rapida, adattiva e conforme alle esigenze mutevoli di un fenomeno, gli obiettivi che la legislazione si pone, aggiornando e modificando la stessa in base alle indicazioni che gli operatori e il mercato trasmettono direttamente e indirettamente al regolatore.

In estrema sintesi con questa espressione si identifica la ricerca di un innalzamento del livello qualitativo della legislazione attraverso una tecnica migliorata in un'ottica congiunta di efficacia ed efficienza.

Per quanto concerne la regolazione del *crowdfunding* nel nostro paese, infatti, sia a livello di normativa primaria che secondaria, la disciplina è stata più volte, ampiamente ritoccata, come analizzato nel corso di questo paragrafo, per dare nuova linfa al fenomeno, in modo che potesse essere maggiormente funzionale nel raggiungere gli obiettivi che si erano originariamente individuati; ossia quelli di crescita sostenibile, innovazione, rafforzamento dell'imprenditorialità e coinvolgimento di forza lavoro giovane nel processo produttivo del paese.

¹²⁹ Tramite delibera Consob n. 21110 del 10.10.2019.

¹³⁰ TeleConsul Notiziario, (2019). "Prassi - CONSOB - Delibera 10 ottobre 2019, n. 21110". <https://www.tcnnotiziario.it/Articolo/Index?settings=RUXtbEJoejJTZ3Rxazl1aW81YjVhWER6YitFM1JObk44dIVydW05RGIwZXJDd0dJa0QwWFdxV3FESGhJblBJcFVmS2M5ajdiRINNtmswU3U4YTZUbnhRL3RrOEZnMFB0S1Brb1QycC9CdFpsbmJvRet2RVh4WJf1d3hjR1ljaEs=>.

¹³¹ Mirra. "L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita", cit.

2.1.2 LA REGOLAZIONE DEL LENDING CROWDFUNDING IN ITALIA

Sebbene il *lending* costituisca, parimenti all'*equity*, una forma di *financial crowdfunding*, e comporti pertanto dei rischi non secondari accanto alle innegabili opportunità, esso non ha trovato nelle intenzioni del legislatore nazionale, una disciplina compiuta e articolata tanto quanto quella appena analizzata per l'*equity*.

Ciò è da ritenersi senz'altro vero fino all'avvento della nuova disciplina comunitaria, la quale verrà trattata nel paragrafo successivo, che ha invece considerato entrambe le fattispecie nelle proprie previsioni.

La scelta del legislatore italiano è stata differente da quella adottata dai propri corrispettivi in altre realtà europee come Spagna, Francia e Regno Unito, che invece hanno strutturato una disciplina a sé stante per il fenomeno. Le ragioni che hanno motivato tale comportamento nel nostro paese sono da ricondursi sostanzialmente al fatto di ritenere questo segmento non sufficientemente consistente, in ottica dimensionale, da giustificare una regolamentazione ad hoc, oltre al non voler caricare di eccessivi oneri i gestori delle piattaforme *lending*, rischiando di rallentarne l'operatività. Viceversa, negli altri paesi europei in questione si è ritenuto che fosse opportuno dare un impianto normativo stabile al fenomeno, per poterne incoraggiare realmente e tangibilmente lo sviluppo¹³². L'esperienza del Regno Unito in particolare, testimonia che, nonostante la natura dinamica e cangiante del fenomeno, una regolamentazione ad hoc può sensibilmente incrementare il numero di prestiti erogati tramite le piattaforme di *lending crowdfunding* e ampliare la cerchia di imprese che decidono di introdursi in questo mercato¹³³.

In Italia invece i soggetti coinvolti in questo fenomeno hanno dovuto operare in un contesto particolarmente incerto e "scivoloso". In particolare, le piattaforme *lending*, non ricevendo un inquadramento definitivo e univoco da parte del legislatore, si sono trovate ad agire lungo un confine alquanto sottile con la violazione delle riserve di attività che la legge prevede per l'attività bancaria, la raccolta di risparmio ed erogazione del credito presso il pubblico, oltre a quelle per la mediazione creditizia e la prestazione di servizi di pagamento¹³⁴. Infatti, il *lending crowdfunding* presenta delle affinità significative con queste attività riservate, rischiando quindi di costituire violazione delle riserve stesse a determinati soggetti, differenziandosi tuttavia dalle suddette attività sotto molteplici aspetti, e rendendo perciò quantomeno problematico, inquadrare la fattispecie in quest'ottica¹³⁵.

L'8/11/2016, Banca d'Italia nella prospettiva di fornire chiarezza sul tema, ha emanato un provvedimento¹³⁶, nella cui sezione IX non soltanto si è fornita la definizione, riportata nel primo capitolo, di *social lending* (o *lending based crowdfunding*), a cui si rimanda per un approfondimento a riguardo.

Tale fenomeno è stato infatti espressamente consentito nel rispetto delle norme riguardanti le già menzionate riserve di attività a determinati soggetti stabilite dalla legge. Banca d'Italia ha poi voluto precisare in che modo

¹³² Bofondi, (2017). "Lending-based crowdfunding: Opportunità e rischi (N. 375)", Banca d'Italia, questioni di Economia e Finanza. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF_375.pdf.

¹³³ Ibidem

¹³⁴ Modica, (2022). "Peer to Consumer Lending", cit.

¹³⁵ Macchiavello, (2018). "La problematica regolazione del lending-based crowdfunding Italia", Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza, 71(1), 63-98.

¹³⁶ Banca d'Italia, Provvedimento 8 novembre 2016, "Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche".

devono operare gestori di portali e *fundraiser* affinché il loro agire non costituisca raccolta di risparmio presso il pubblico. Per quanto riguarda i secondi in particolare, ciò non si verificherebbe solamente dal momento in cui l'acquisizione di fondi avvenisse sulla base di trattative c.d. "personalizzate", intendendosi per queste ultime esclusivamente quelle in cui prenditori e i finanziatori incidono direttamente sulle clausole del contratto che stipulano, mentre il gestore ricopre un ruolo di mero supporto allo svolgimento delle trattative antecedenti alla conclusione del contratto stesso, predisponendo ad esempio una base contrattuale di partenza standard, sulla quale si articolano successivamente le negoziazioni delle parti. Nella realtà dei fatti, tuttavia, come già si è detto, il ruolo della piattaforma appare spesso tutto fuorché secondario.

Si ritiene opportuno sottolineare poi come in Italia, la maggior parte delle imprese operanti nelle vesti di portale, ha adottato la forma regolamentare dell'istituto di pagamento, alla quale, ai sensi dell'art.114 sexies del TUB¹³⁷ è riservata l'attività di prestazione di servizi di pagamento, assieme a banche e istituti di moneta elettronica¹³⁸. Per i gestori, peraltro, non è considerata raccolta di risparmio tra il pubblico "la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-novies, comma 4, del TUB"¹³⁹. In questo senso, l'autorità di vigilanza avrebbe fornito dunque un suggerimento ai gestori di portali di *lending crowdfunding* sul costituirsi sotto forma di istituti di pagamento¹⁴⁰. Ancora una volta si evidenzia però, come fra i due fenomeni sussista effettivamente distanza.

2.1.3 LA NUOVA DISCIPLINA COMUNITARIA

Nel corso del capitolo si è solamente anticipata l'importanza della nuova regolazione a livello comunitario del *crowdfunding*. Il recepimento di essa in Italia è notizia recente; tramite il Decreto legislativo n.30 del 10 marzo 2023¹⁴¹, nel nostro paese sono state infatti introdotte le novità previste dal nuovo Regolamento UE¹⁴², il quale disciplina l'operatività dei fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese¹⁴³. È importante sottolineare immediatamente quest'ultima specifica dal momento che nel novero dei soggetti a cui è indirizzata la normativa in questione non sono ricompresi quelli la cui attività è indirizzata alla raccolta di fondi per privati, circoscrivendo dunque con precisione l'ambito di applicazione della disciplina. Pertanto, dovremo

¹³⁷ Testo Unico Bancario.

¹³⁸ Bofondi. "Lending-based crowdfunding: Opportunità e rischi (N. 375)", cit.

¹³⁹ Banca d'Italia, Provvedimento 8 novembre 2016, "Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche", sezione IX.

¹⁴⁰ Modica, "Peer to Consumer Lending", cit.

¹⁴¹ Decreto di attuazione del regolamento UE 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937 (G.U. Serie Generale n. 71 del 24/03/2023).

¹⁴² Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937 (Testo rilevante ai fini del SEE).

¹⁴³ Urti, (2023). "Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE". Ipoa quotidiano. <https://www.ipoa.it/documents/quotidiano/2023/03/10/crowdfunding-approvato-decreto-attua-regolamento-ue>.

considerare il fenomeno del *crowdfunding* esclusivamente nelle sue declinazioni nel modello *equity e lending* per gli imprenditori.

L'intervento a livello comunitario si è reso altresì necessario per via delle limitazioni ad uno sviluppo rilevante della fattispecie causate da un'assenza di norme uniformi per tutta l'Europa. La lacuna normativa costituiva per l'appunto un freno significativo per il *crowdfunding* poiché per le imprese risultava poco agevole (anche giuridicamente) poter raccogliere capitale attraverso i portali online al di fuori del proprio paese; al contempo gli stessi gestori di portali che avessero voluto operare contemporaneamente in molteplici nazioni dell'Unione si sarebbero dovuti uniformare a discipline sostanzialmente differenti, tenendo quindi in considerazione tutte le difficoltà e le problematiche connesse a una situazione del genere¹⁴⁴.

L'Unione Europea ha iniziato a maturare la convinzione di un intervento normativo in merito al *crowdfunding* già due anni prima del 2020, fra il 2017 e il 2018 nell'ambito del piano di azione della Commissione Europea al fine di creare un mercato unico dei capitali (*Capital Market Union*), promuovendo nuove fonti di finanziamento per le PMI alternativamente al tradizionale canale bancario (da queste indicazioni si comprende in parte la ratio sottesa alla riforma comunitaria indirizzata al solo segmento di *crowdfunding* per le imprese)¹⁴⁵.

Come detto, il Regolamento Europeo 2020/1503, diversamente dalla normativa italiana per l'*equity*, ha un ambito di applicazione più ampio, escludendo i soli prestiti al consumo, e tenendo in considerazione i *crowdfunding* di tipo *equity, lending (e debt)*. Il legislatore europeo ha dunque deciso di tracciare una disciplina omogenea sotto alcuni aspetti ritenuti particolarmente rilevanti nell'ottica di incentivare lo sviluppo del fenomeno tramite un'operatività *cross-border* delle piattaforme¹⁴⁶. La scelta dello strumento del regolamento a discapito di un'ipotetica direttiva è dettata dall'intento di garantire certezza di diritto per i soggetti con attività transnazionale, in una prospettiva non di armonizzazione delle varie normative nazionali quanto invece in quella di fornire base normativa per una regolamentazione unionale del fenomeno di interesse¹⁴⁷.

Il Regolamento del 2020 ha perciò previsto per questi operatori transfrontalieri un'autorizzazione, da richiedere all'autorità competente nazionale dello stato membro ove il fornitore ha sede, la quale si occuperà poi di vigilare sui soggetti in questione¹⁴⁸. Tramite questa autorizzazione il fornitore di servizi di *crowdfunding* potrà svolgere la propria attività in più paesi dell'Unione, semplicemente comunicando alle autorità competenti di questi una serie di informazioni necessarie a tal fine. Possono richiedere l'autorizzazione le persone giuridiche aventi stabile organizzazione all'interno dell'Unione; ciò però non significa che il fornitore di servizi di *crowdfunding* debba necessariamente dotarsi di succursali nei vari paesi in cui decide di operare.

¹⁴⁴ Colosimo, Corbò, (2020). "Il nuovo regolamento per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding". Ughi e Nunziante Studio Legale. <https://www.unlaw.it/highlights/il-nuovo-regolamento-europeo-per-la-prestazione-transfrontaliera-del-crowdfunding/>.

¹⁴⁵ Mezzacapo, (2022). "Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE", *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 4/2022.

¹⁴⁶ Ibidem

¹⁴⁷ Ibidem

¹⁴⁸ Colosimo, Corbò. "Il nuovo regolamento per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding", cit.

È sufficiente essere autorizzati dall'autorità competente della nazione dove l'impresa ha sede. L'ESMA¹⁴⁹ si occupa di predisporre un registro pubblico unificato dove tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding* e le piattaforme saranno iscritti. In definitiva si possono annoverare negli aspetti rilevanti per i quali il legislatore Europeo ha voluto predisporre uniformità, i requisiti e il sistema di autorizzazioni dei fornitori di servizi di *crowdfunding* a livello business, le misure per tutelare gli investitori e i procedimenti sanzionatori¹⁵⁰.

Il Regolamento modula la tutela degli investitori in base al loro livello di esperienza, identificando a tal fine due categorie; investitori sofisticati e non sofisticati.

I gestori delle piattaforme presentano a chi intende finanziare la campagna di una determinata impresa un prospetto informativo standardizzato¹⁵¹, con tutte le specifiche più rilevanti dell'investimento in questione.

I fornitori di servizi di *crowdfunding* devono poi predisporre un test d'ingresso per gli investitori non sofisticati in maniera tale da effettuare una valutazione sulla corrispondenza fra i potenziali investimenti e la situazione dei soggetti che vogliono effettuarli, in base a parametri esperienziali, di obiettivi di investimento, finanziari e della comprensione basilare della rischiosità delle operazioni in esame¹⁵².

Per gli investimenti di ammontare eccedente euro 1.000,00 o il 5% del patrimonio netto dell'investitore, il gestore della piattaforma dovrà dunque portare a conoscenza dell'investitore il profilo di rischio dell'operazione e ricevere quindi da quest'ultimo esplicito consenso e dimostrazione di comprensione piena¹⁵³.

Il Regolamento Europeo sostituisce tutte le discipline nazionali in materia (in Italia la disciplina già analizzata nei paragrafi precedenti per l'*equity crowdfunding*, e, con riferimento al *social lending*, le disposizioni regolamentari di Banca d'Italia del 2016 in materia di disciplina della raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche), al termine però di un periodo transitorio, inizialmente fissato a novembre 2022, entro il quale trovano ancora applicazione i regimi dei singoli Stati per permettere un adeguamento più armonico alla nuova disciplina comunitaria. Si segnala che il Regolamento si è iniziato ad applicare solamente nel novembre 2021, un anno dopo la sua emanazione, per permettere un opportuno coordinamento dello stesso con la Direttiva Europea Mifid 2¹⁵⁴.

I soggetti già operanti ai sensi delle normative nazionali al momento dell'emanazione del Regolamento potranno continuare a farlo ai sensi della normativa del proprio paese fino alla scadenza del periodo transitorio. Dopodiché coloro che non saranno autorizzati alle attività disciplinate dal Regolamento Europeo in base ai requisiti individuati dallo stesso, non potranno fornire i loro servizi ulteriormente.

Gli Stati Membri possono poi prevedere meccanismi per semplificare la procedura di autorizzazione per i soggetti già in attività al momento dell'emanazione del Regolamento (meccanismi di *opt in*), in modo da

¹⁴⁹ Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

¹⁵⁰ Mezzacapo. "Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE", cit.

¹⁵¹ Key investment information sheet – KIIS.

¹⁵² Natale, (2022). "Fintech: i confini dell'innovazione nella finanza", Giuffrè Francis Lefebvre.

¹⁵³ Ibidem

¹⁵⁴ Mezzacapo. "Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE", cit.

accompagnare in maniera meno traumatica la transizione verso il nuovo regime per gli operatori già attivi nel settore¹⁵⁵.

Il periodo transitorio è stato invero posticipato al 10/11/2023 poiché molte nazioni, Italia compresa, hanno ritardato l'adeguamento alla disciplina, e l'ipotesi di paralizzare di fatto l'operatività di molte piattaforme in attività (e conseguentemente interrompere la raccolta di capitale delle imprese che su di esse facevano affidamento) è stata ritenuta una misura eccessivamente gravosa.

Come richiamato in apertura, il nostro paese ha recepito le novità predisposte dal legislatore europeo nell'ottobre del 2020 quasi tre anni dopo, attraverso il Decreto legislativo n.30 del 10/3/2023, in vigore dall'8 aprile. Il nuovo Decreto ha introdotto alcuni punti di straordinaria portata. In primis, le quote di partecipazione nelle s.r.l. potranno essere oggetto di offerta al pubblico di strumenti finanziari anche attraverso piattaforme di *crowdfunding*, in secondo luogo sono state individuate le autorità nazionali competenti, cui fa riferimento il Regolamento Europeo, per quanto riguarda gli atti delegati, le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione dello stesso, e i compiti di vigilanza; è stata articolata la disciplina dell'attività dei fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese. Infine, è stato sviluppato un sistema sanzionatorio nell'eventualità di non corretta applicazione delle regole¹⁵⁶.

A rilasciare l'autorizzazione che, come detto, funge da "passaporto transfrontaliero" per svolgere l'attività in più nazioni dell'Unione sarà, come prevedibile, la Consob. Questa dovrà sentire Banca d'Italia sia al momento del rilascio dell'autorizzazione che in caso di revoca della stessa. Banca d'Italia avrà però facoltà di autorizzare (ed eventualmente revocare l'autorizzazione sentendo la Consob) l'attività di banche, istituti di pagamento e di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti all'albo. Spetterà ancora alla Consob il delicato compito di coordinamento, comunicazione e cooperazione con le autorità competenti nazionali nonché con l'ESMA¹⁵⁷. Quanto all'individuazione dell'autorità preposta a vigilare sull'osservanza degli obblighi dettati dal Regolamento Europeo, si è incaricata la Consob per quanto concerne gli ambiti di trasparenza e correttezza, oltre al dovere di individuare le disposizioni nazionali applicabili alle comunicazioni di marketing diffuse sul territorio italiano¹⁵⁸; mentre Banca d'Italia dovrà occuparsi di garantire che siano rispettati gli obblighi su molteplici ulteriori aspetti, fra cui, tra gli altri, si menzionano adeguatezza patrimoniale, governance societaria, controlli interni, organizzazione amministrativa e contabile, gestione dei rischi, informativa, verifiche verso i progettisti¹⁵⁹.

Banca d'Italia e Consob, nell'ottica di agevolare sufficientemente l'operato dei gestori delle piattaforme dovranno agire in modo coordinato, comunicando fra loro in merito ai provvedimenti intrapresi e predisponendo dei protocolli d'intesa riguardo alle loro azioni.

¹⁵⁵ Colosimo, Corbò. "Il nuovo regolamento per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding", cit.

¹⁵⁶ Urti. "Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE", cit.

¹⁵⁷ Ibidem

¹⁵⁸ Ipsoa Quotidiano, (2023). "Servizi di crowdfunding: in GU l'attuazione del regolamento UE". <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/03/25/servizi-crowdfunding-in-gu-attuazione-regolamento-ue>.

¹⁵⁹ Cecchinato, (2023). "In G.U. il decreto sui servizi di crowdfunding per le imprese", Altalex.

La previsione più rivoluzionaria del Decreto legislativo di marzo 2023 è sicuramente contenuta nell'articolo 1, primo comma, lettera d). Infatti, viene modificato l'art.100 ter del TUF, allargando alle società a responsabilità limitata, da sempre in difficoltà nel raggiungere un adeguato livello di patrimonializzazione, in deroga a quanto previsto dall'art 2468 del Codice civile, la possibilità di offrire al pubblico le proprie quote di partecipazione come strumenti finanziari, anche tramite portali di *crowdfunding*.

Sostanzialmente, si amplia notevolmente la gamma di strumenti a disposizione dei *fundraiser* (solamente le imprese) che intendono raccogliere capitale a vario titolo per tramite della piattaforma. Dai soli strumenti finanziari emessi dalle PMI, dalle imprese sociali e dagli OICR o altre società di capitali che investono prevalentemente in PMI si passa, ai sensi della nuova disciplina, ai prestiti, i valori mobiliari e gli altri "strumenti ammessi" a fini di *crowdfunding*. Per questi ultimi si fa riferimento alle quote partecipative di una società privata a responsabilità limitata nei vari Stati Membri, sulle quali non gravano restrizioni su trasferimento, modalità di offerta e pubblicizzazione delle stesse¹⁶⁰. Si sottolinea che ai fini della sottoscrizione (e successiva alienazione) di quote rappresentative del capitale di rischio di s.r.l., essa può essere effettuata tramite intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento individuati dall'art 1 comma 5 del TUF alle lettere a), b), c), c-bis), ed e)¹⁶¹, nei termini previsti nelle lettere successive¹⁶²; questi, a tal fine si impegnano a sottoscrivere le quote in nome proprio e per conto di coloro che intendono aderire alla campagna di *crowdfunding* (l'intermediario ricopre dunque il ruolo di socio per conto di terzi, e deve depositare una certificazione che ne attesti tale condizione presso il registro delle imprese, nel termine di trenta giorni post chiusura dell'offerta) dai quali ricevono un mandato, come specificato nelle condizioni di adesione dei progetti finanziabili sulla piattaforma¹⁶³. Gli intermediari in ogni momento dovranno rilasciare, su richiesta del titolare delle partecipazioni, una certificazione che ne provi tale condizione; devono poi permettere ai titolari delle stesse di dare attuazione alla loro eventuale volontà di alienazione delle proprie quote. Inoltre, si segnala l'ulteriore facoltà in capo ai sottoscrittori originari o acquirenti successivi di richiedere l'intestazione diretta a sé stessi delle medesime¹⁶⁴.

Al comma 9 del rinnovato art. 100 ter del TUF si specifica poi che le piattaforme che non rientrano nell'ambito di applicazione del Regolamento Europeo (come portali di campagne di matrice *reward e donation based*), e dunque del Decreto legislativo in questione, devono esplicitarlo chiaramente sul proprio sito web¹⁶⁵, per

¹⁶⁰ Ibidem

¹⁶¹ a) negoziazione per conto proprio;

b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;

c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;

c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;

e) ricezione e trasmissione di ordini;

¹⁶² Urti. "Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE", cit.

¹⁶³ Decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30. Art.1, comma 1, lettera d).

¹⁶⁴ Urti. "Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE", cit.

¹⁶⁵ "Questo servizio di crowdfunding non è soggetto ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d'Italia o della Consob. A questo servizio non si applicano le regole e le tutele previste dal regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding n. 1503/2020".

l'intera durata della navigazione o del potenziale investitore in maniera da informarlo sulla minore tutela di cui potrebbe godere.

Quanto all'informativa di cui gli investitori possono giovare il Decreto delega alla Consob la facoltà di disciplinare modalità e termini della scheda che contiene le specifiche chiave sull'investimento come precisamente individuate dall'art.23 e 24 del regolamento UE.

Infine, per quanto riguarda gli aspetti sanzionatori in caso di mancata osservanza del nuovo assetto regolamentare, il Decreto legislativo all'art.1, comma 1, lettera e) e lettera f) modificano rispettivamente l'art 190 (comma 1-bis)¹⁶⁶ e l'art. 190 quater del TUF¹⁶⁷, per adeguare il sistema di sanzioni alla nuova architettura normativa introdotta dal Regolamento Europeo e recepita a marzo in Italia.

Per esigenze organizzative dell'elaborato non si dettaglierà l'analisi a riguardo.

2.2. SVILUPPI RECENTI

2.2.1 FINTECH E COVID 19

Con “*Fintech*”, si fa riferimento ad un'espressione composta di due termini, finanza e tecnologia. Come intuibile si tratta dell'applicazione specifica dell'innovazione tecnologica, ormai presente nella maggioranza delle realtà del mercato, al fine di migliorare i servizi finanziari tradizionali¹⁶⁸. Il Fintech a sua volta si inserisce nel più ampio spettro della finanza alternativa, ossia quell'insieme di modalità di finanziamento sviluppatasi alternativamente, ma anche in misura complementare al tradizionale canale bancario.

Questa nuova accezione della finanza ha concretamente rivoluzionato in primis l'operatività degli *incumbents*¹⁶⁹ del settore bancario-finanziario, basti pensare alle piattaforme di *open banking*, che, col passare degli anni stanno radicandosi sempre di più nella nostra quotidianità, diventando sempre più appannaggio anche dei cittadini generazionalmente meno informatizzati. Contemporaneamente però lo sviluppo della tecnologia nel mondo della finanza spiana la strada per prospettive differenti. Infatti, si assiste ad una vera e propria disintermediazione bancaria e finanziaria, con una crescente “democraticizzazione” dei servizi finanziari e una maggiore inclusività degli stessi¹⁷⁰.

D'altra parte, è innegabile che un'innovazione di tale portata in un settore che poggia in misura particolare, se non totalitaria, sul necessario sentimento diffuso di fiducia e la percezione di agire in maniera sicura e garantita dei soggetti che vi affidano i propri depositi, lascia spazio a molteplici interrogativi.

¹⁶⁶ all'articolo 190, comma 1 -bis .1, le parole: «eserciti l'attività di gestore di portale in assenza dell'iscrizione nel registro previsto dall'articolo 50 -quinquies» sono sostituite dalle seguenti: «presti servizi di crowdfunding in assenza dell'autorizzazione prevista dall'articolo 12 del regolamento (UE) 2020/1503».

¹⁶⁷ Cecchinato. “In G.U. il decreto sui servizi di crowdfunding per le imprese”, cit.

¹⁶⁸ Quaranta, (2019). “Le nuove frontiere della finanza nel mondo di Internet”, Diritto ed Economia dell'impresa 2019, Fascicolo 1.

¹⁶⁹ Operatori già operanti nel settore da parecchi anni.

¹⁷⁰ Lener, Parrillo, (2018). “Quali regole per Fintech”. Da “Fintech: diritto, tecnologia e finanza”, Quaderno n.2/2018, a cura di Lener, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria. Editrice Minerva Bancaria s.r.l.

Allo stesso modo non è facile individuare quali siano le esigenze di regolamentazione del fenomeno, la frammentazione degli intermediari rende complesso inquadrarli e dunque disciplinarli; inoltre, il marcato dinamismo della fattispecie costituisce una sfida per una regolazione efficace, aggiornata, e tarata opportunamente. A tal proposito si segnala la tecnica delle c.d. *sandboxes* regolamentari, ossia degli spazi dove gli operatori del settore finanziario, assicurativo e bancario possono testare innovazioni tecnologiche in una situazione meno stringente a livello normativo, e le stesse autorità di regolazione possono trarre spunti utili per ponderare adeguatamente il proprio intervento successivo in materia¹⁷¹. Oltretutto, nel mondo bancario finanziario, dove le crisi, in parte dovute ad una non piena comprensione degli strumenti negoziati (come, ad esempio, la crisi finanziaria del 2007/8) si propagano esponenzialmente e a livello sistemico, un'architettura come quella prospettata dal modello Fintech, dove regna il decentramento, la comodità e la rapidità nel concludere operazioni caratterizzate da un marcato grado di specificità e complessità, e l'inclusione nel mercato di nuovi soggetti non professionali, rappresenta uno scenario che affianca ai vantaggi che indubbiamente vi sono connessi, anche temi di rinnovata rischiosità e impellente necessità di educazione, sia finanziaria che informatica¹⁷².

Dando ancora spazio ai punti definibili "oscuri" bisogna dare menzione delle problematiche correlate alla tutela della privacy, specie per via della sempre maggiore rilevanza dei *big data*, e alla possibilità di un utilizzo distorto degli strumenti come nel caso di frodi, evasioni fiscali, riciclaggio di denaro, transazioni illegali.

Nell'intento di inquadrare il fenomeno, spesso si annoverano nell'universo Fintech anche quelle imprese per cui la finanza riveste solamente un ruolo marginale rispetto al *core business* che invece attiene primariamente alla tecnologia, la quale costituisce la vera essenza della loro attività.

Si fa riferimento ai giganti del mondo tech (ad esempio Amazon, Facebook, Alibaba) che nel diversificare settorialmente il proprio raggio d'azione entrano in contatto col mondo bancario finanziario. A dire il vero per questa terza categoria di operatori (oltre agli *incumbents* e ai nuovi soggetti entrati nel settore finanziario), che possono fare leva su una dotazione ingente di dati e informazioni e un articolato sistema di relazioni con la clientela come fattori critici di potenziale vantaggio competitivo¹⁷³, si utilizza sovente un'altra espressione: "*Techfin*", locuzione atta a sottolineare la secondarietà che la finanza ricopre per questi rispetto piuttosto alla tecnologia¹⁷⁴.

Come detto, l'innovazione tecnologica ha sia modificato i tradizionali modelli di business degli intermediari tradizionali, sia dato impulso allo sviluppo di una moltitudine di nuovi operatori, strumenti, frontiere e sviluppi che negli anni hanno trovato successive evoluzioni e modificazioni.

¹⁷¹ Banca d'Italia, "Sandbox regolamentare". <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/index.html>.

¹⁷² Lener, Parrillo. "Fintech: diritto, tecnologia e finanza", cit.

¹⁷³ Kumar, (2022). "Fintech vs techfin: evaluating the future of finance and economy". <https://rvtechnologies.com/fintech-vs-techfin-evaluating-the-future-of-finance-and-economy/>.

¹⁷⁴ Arlotta, Potenza, Schena, Tanda, (2018). "Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale", Quaderni FinTech Consob, 36.

Volendo adempiere al compito, invero particolarmente arduo, sia per via del dinamismo del settore che per l'accentuata eterogeneità dei fenomeni in questione, come già ampiamente analizzato nell'esame delle varie tipologie di *crowdfunding*, di tracciare i confini del Fintech, si farà riferimento in questa sede a tre macrocategorie entro cui è possibile suddividere gli ambiti di applicazione più significativi delle innovazioni¹⁷⁵:

- 1) Servizi di pagamento – a loro volta si suddividono in due filoni; nelle innovazioni che permettono di digitalizzare i pagamenti tradizionali, come i casi di “*Apple-pay*” o “*Google-pay*”, che consentono di velocizzare e snellire il sempre più diffuso processo di trasferimento di denaro tramite carte di credito effettuato attraverso dispositivi elettronici quali gli *smartphone*. Le innovazioni però possono anche riguardare nuovi strumenti di pagamento.

Le c.d. *criptovalute* sono una moneta che non dipende da una banca centrale né per quanto riguarda l'emissione né per il controllo della stessa, e pertanto rispondono perfettamente all'ideale di decentramento. Fanno leva sulla tecnologia algoritmica della *blockchain*, la quale, senza scendere nel dettaglio, garantisce un protocollo sicuro per la trasferibilità di questo nuovo mezzo di pagamento¹⁷⁶. La più conosciuta e la più antica fra le valute virtuali è indubbiamente il Bitcoin, ma se ne contano un numero sempre maggiore, nonostante ad oggi siano ancora presenti notevoli limitazioni per una diffusione delle stesse in misura stabile e paragonabile ai tradizionali metodi di pagamento, in primis il fatto di essere confinate quasi esclusivamente al mondo delle transazioni online.

- 2) Servizi di gestione degli investimenti – in questo secondo caso si parla di “*robo-advisory*” per fare riferimento ai sistemi che, sulla base delle preferenze, degli obiettivi, dell'esperienza e della situazione economica degli investitori, automatizzano la consulenza finanziaria in materia di allocazione delle risorse nel portafoglio del cliente¹⁷⁷.

Inoltre, i servizi di gestione degli investimenti possono anch'essi essere parzialmente rivoluzionati dall'avvento dirompente delle criptovalute. Costituendo queste ultime una nuova asset class, tendenzialmente poco correlata con l'andamento degli strumenti finanziari più noti, gli investitori desidereranno annoverarla nel proprio portafoglio di attività, e domanderanno pertanto ai gestori di affiancare agli strumenti tradizionali i c.d. *wallet*¹⁷⁸ di criptovalute¹⁷⁹.

- 3) Finanziamento delle imprese – la terza macrocategoria entro cui si sono suddivise le innovazioni del Fintech è quella riguardante il finanziamento delle imprese.

¹⁷⁵ Oriani, (2022). “Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale”. Da “Banche, Intermediari e Fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario”, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis. Giuffrè Francis Lefebvre.

¹⁷⁶ Gennai, (2018). “Cosa sono e come funzionano le criptovalute”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/cosa-sono-e-come-funzionano-criptovalute-AEXzrDCG>.

¹⁷⁷ Sia in fase di *asset allocation* (scelta fra le differenti classi di strumenti finanziari) che di *stock picking*, ossia la selezione degli specifici strumenti di cui si compone il portafoglio.

¹⁷⁸ Per investire in criptovalute è necessario dotarsi di un c.d. *wallet*, che permette di effettuare tutte le fasi della negoziazione di questi strumenti.

¹⁷⁹ Oriani. “Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale”, cit.

L'intero elaborato è stato sviluppato su una di queste innovazioni, ossia sull'analisi del fenomeno del *crowdfunding*, in particolare nell'ambito del *crowdinvesting*, strumento tramite cui, primariamente per start up e soggetti non bancabili è stato possibile reagire alla situazione di contrazione creditizia bancaria post 2008, facendo leva sulla potenza delle reti digitali, reperendo sia capitale di credito (*lending based*) che di rischio (*equity*) attraverso piattaforme online. Ebbene il Fintech ha modificato gli orizzonti del finanziamento delle imprese anche tramite ulteriori modalità. Si segnalano i nuovi meccanismi di *scoring* per valutare il merito creditizio, basati su tecniche di intelligenza artificiale, machine learning e utilizzo di informazioni non convenzionali. Questi nuovi algoritmi invero possono risultare particolarmente utili ed efficaci sia per gli intermediari tradizionali che per i soggetti entrati recentemente nel settore; pertanto, rappresentano una perfetta esemplificazione pratica del discorso proposto in apertura riguardo al duplice ruolo (di miglioramento dei servizi finanziari esistenti e di “*disruptive innovations*¹⁸⁰”) dell'avvento della tecnologia nella finanza.

Infine, si intende riportare un'ulteriore innovazione nel campo del finanziamento delle imprese ossia le *Initial Coin Offerings* (ICO). Le ICO permettono agli imprenditori, ancora una volta tramite la tecnologia *blockchain*, di emettere degli *asset* digitali denominati “*token*”, acquistabili tramite valute tradizionali e spesso anche tramite criptovalute¹⁸¹. Il valore di essi dipende da prodotti e servizi futuri dell'impresa che li emette o da diritti economici sui redditi futuri della stessa¹⁸².

Questa nuova frontiera, per via dei minori costi dovuti alla sostanziale disintermediazione rispetto ad una IPO (*Initial Public Offer*), rappresenta un'alternativa valida al ricorso alla quotazione borsistica per la raccolta di capitale, ed è peraltro caratterizzata da un grado di illiquidità degli investimenti sensibilmente inferiore rispetto ad esempio all'*equity crowdfunding*, per il quale invece ciò costituisce, come già esaminato, un freno significativo.

Come risaputo, la pandemia di Covid-19 verificatasi a cavallo fra fine 2019 e inizio 2020 ha di fatto accelerato drasticamente il processo di digitalizzazione che già negli anni immediatamente precedenti stava coinvolgendo un numero sempre più ampio di settori. La situazione forzata di *lockdown* che parecchie nazioni hanno dovuto disporre come misura cautelare per il contenimento dell'emergenza sanitaria ha procurato sintomaticamente terreno fertile ad un inserimento preponderante della tecnologia nella quotidianità di molti cittadini anche meno avvezzi ad essa, costretti a farvi ricorso in un momento storico in cui si riteneva di primaria importanza evitare il contatto fisico e minimizzare gli spostamenti delle persone.

¹⁸⁰ Con *disruptive innovations* si fa riferimento al potenziale radicalmente rivoluzionario di una determinata innovazione tecnologica in un dato settore.

¹⁸¹ Oriani. “Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale”, cit.

¹⁸² Si parla rispettivamente di *utility* e *security token*.

Dall'istruzione all'acquisto di beni di consumo, sono innumerevoli le attività che hanno dovuto ripensare e ricalibrare i propri modelli di business, completamente rivoluzionati da un evento congiunturale che nei suoi contorni tragici ha però avuto anche il ruolo di propulsore dell'innovazione.

Anche quando sono state allentate le restrizioni, le varie applicazioni tecnologiche sviluppatasi nella crisi si erano ormai radicate nelle abitudini di molte persone ed erano diventate pratiche comuni in svariati settori. È per questa ragione che l'innovazione tecnologica non ha solamente permesso di evitare che l'economia restasse paralizzata per via del contesto pandemico ma ha trovato in esso un'occasione per accorciare sensibilmente il suo inarrestabile percorso diffusivo fra le masse.

A dimostrazione di quanto appena esposto, oggi più che mai, le imprese iniziano a vedere l'innovazione tecnologica in un'altra prospettiva; gli investimenti a tal fine sono aumentati sensibilmente poiché in questo momento storico si è iniziato a percepire come un fattore critico di successo la capacità di gestire il cambiamento innovando, sapersi reinventare agilmente a seconda degli impulsi che arrivano dall'esterno, e le imprese in grado di farlo sono quelle che verosimilmente ricopriranno le vesti di leader di mercato negli anni a seguire, oltre ad avere un impatto rilevante sul fatturato in un arco temporale ridotto rispetto al passato¹⁸³.

In una cornice del genere, anche il settore finanziario stesso ha visto la rivoluzione della sua operatività trovare un driver accelerativo nella pandemia.

Sono stati molteplici gli studi che hanno cercato di inquadrare al meglio l'impatto di quest'ultima sull'innovazione digitale nella finanza¹⁸⁴.

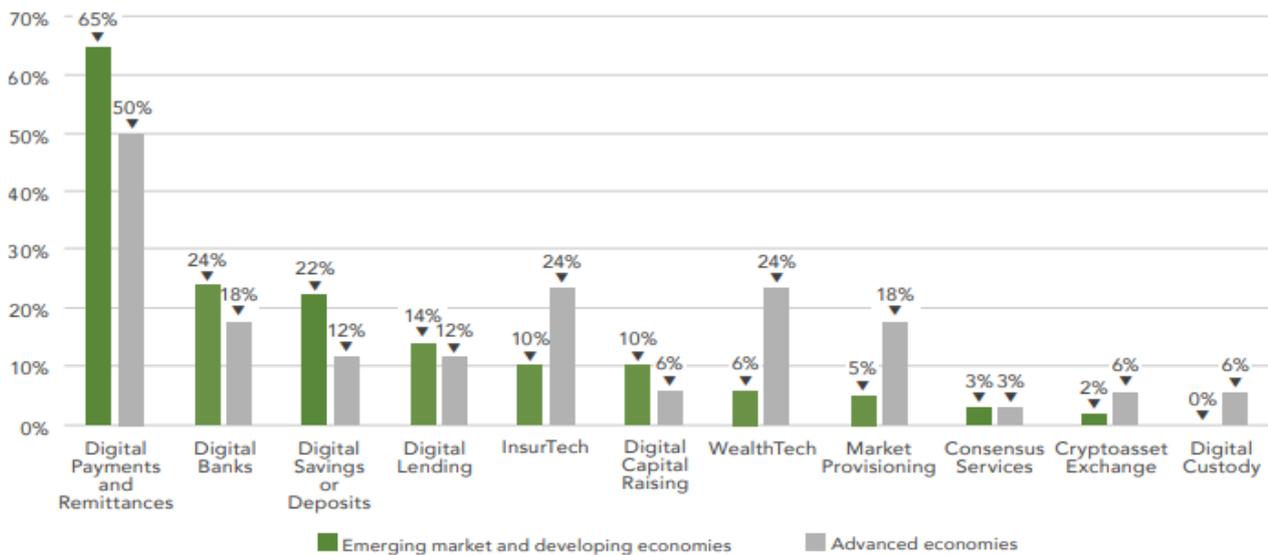
Fra le altre, il “*2020 Global COVID-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Study*”¹⁸⁵ pubblicato dalla Judge Business School della Cambridge University, in collaborazione con World Bank Group e World Economic Forum, da cui sono state riprese le analisi che seguono, ha condotto un'indagine particolarmente approfondita che affronta sia l'evoluzione del Fintech nel mondo alla luce del nuovo quadro del mercato, sia l'approccio dei regolatori in risposta alla diffusione delle applicazioni tecnologiche nel mondo bancario, finanziario e assicurativo.

In questo primo contributo grafico presente nel report si può apprezzare una suddivisione per attività dell'aumento percepito di utilizzo delle tecnologie applicate alla finanza, in base a quanto ravvisato dai rispondenti all'analisi (banche centrali e altri regolatori finanziari). Bisogna sottolineare che per molti non è ancora chiaro se le innovazioni in questione siano state una risposta di breve termine, necessaria per garantire una continuità al settore, o possano invece costituire dei veri e propri cambiamenti strutturali.

¹⁸³ Rusconi, (2021). “Pandemia e digital divide: investire in innovazione accelera la crescita”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/pandemia-e-digital-divide-investire-innovazione-accelera-crescita-ADNkmhSB>.

¹⁸⁴ A riguardo, Fu, Mishra, (2022). “Fintech in the time of COVID- 19: Technological adoption during crises”. Journal of Financial Intermediation, 50, 100945.

¹⁸⁵World Bank and CCAF (2020). “The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Report, World Bank Group and the University of Cambridge”. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-regulatory-rapid-assessment-study/>.



Percentuale di rispondenti che hanno riportato un aumento nella diffusione del Fintech alla luce del Covid-19. Fonte: World Bank and CCAF (2020). "The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Report, World Bank Group and the University of Cambridge". <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-regulatory-rapid-assessment-study/>.

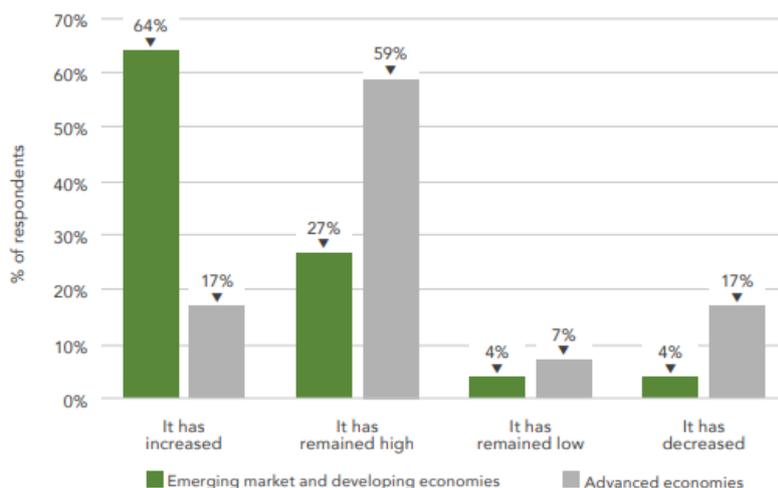
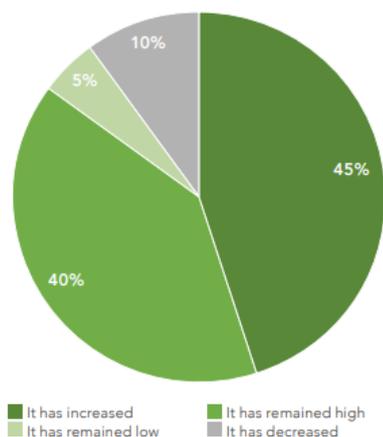
Nel prospetto in esame l'analisi è ripartita, oltre che per area di applicazione, anche fra economie avanzate e in via di sviluppo. Le percentuali generalmente maggiori nel secondo caso sono anche motivate dalla minore diffusione per esse delle innovazioni tecnologiche in questione prima dello shock pandemico.

I rispondenti hanno riportato un incremento nell'utilizzo di applicazioni Fintech primariamente nel campo di pagamenti e banche digitali. Anche il segmento del *digital lending* sembra essere stato effettivamente toccato dal Covid-19, come testimonia una percentuale di soggetti di circa il 13% a favore di tale ipotesi. Bisogna segnalare che nel caso di economie avanzate è stato percepito un impatto più significativo dell'*InsurTech* e del *WealthTech* rispetto a quanto invece avvenuto nel resto del campione¹⁸⁶.

Come anticipato, i regolatori hanno un compito non agevole; è infatti difficile capire quali siano le esigenze di regolazione del fenomeno, per via del suo dinamismo e della sua complessità. L'emergenza sanitaria, favorendo la diffusione del Fintech ha reso prioritarie le azioni dei regolatori in merito, per garantire l'integrità e la stabilità del mercato, la tutela degli investitori, la promozione della concorrenza e l'inclusività finanziaria. In questi ulteriori contributi grafici viene riportata l'impressione dei regolatori finanziari rispondenti all'analisi riguardo all'ordine di priorità che il Fintech ha assunto nelle loro agende alla luce del Covid-19.

Il primo dei due riassume a livello aggregato i risultati dell'indagine, il secondo invece dettaglia ancora una volta l'analisi fra economie emergenti e sviluppate. Ovviamente nel secondo gruppo le realtà del Fintech erano già più diffuse prima della pandemia rispetto alle aree in via di sviluppo; è pertanto comprensibile che per molti regolatori delle economie sviluppate (circa 2/3 dei rispondenti) sia stato possibile riconoscere un grado di priorità rimasto elevato piuttosto che aumentato, come invece testimoniato dal 64% dei rispondenti delle economie emergenti che hanno ravvisato invece un incremento del Fintech nelle priorità dei loro interventi.

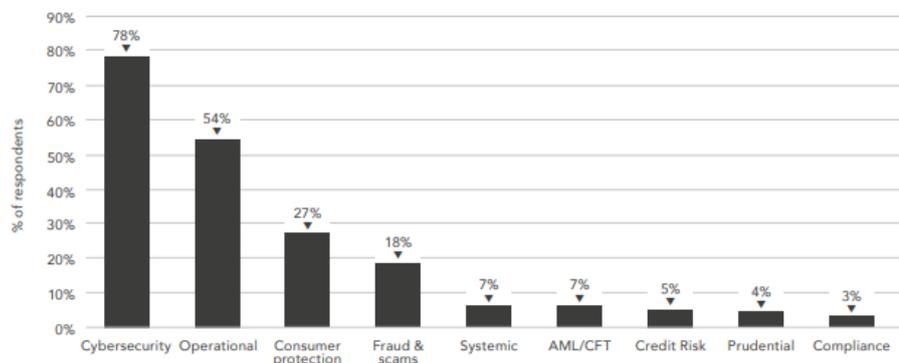
¹⁸⁶ InsurTech e WealthTech sono due branche del Fintech rispettivamente rivolte al mondo assicurativo e della gestione patrimoniale



Grado di priorità del Fintech nelle agende dei regolatori alla luce del Covid 19. Fonte: World Bank and CCAF (2020). "The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Report, World Bank Group and the University of Cambridge". <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-regulatory-rapid-assessment-study/>.

Un altro tema, ritenutosi particolarmente interessante, è quello già affrontato, dei rischi connessi alla diffusione del Fintech. Il report della Judge Business School della Cambridge University, nei vari spunti che lo stesso propone, mostra anche come la spinta del Covid 19 nella diffusione delle tecnologie nel mondo della finanza abbia ridisegnato i rischi connessi percepiti dai rispondenti all'analisi.

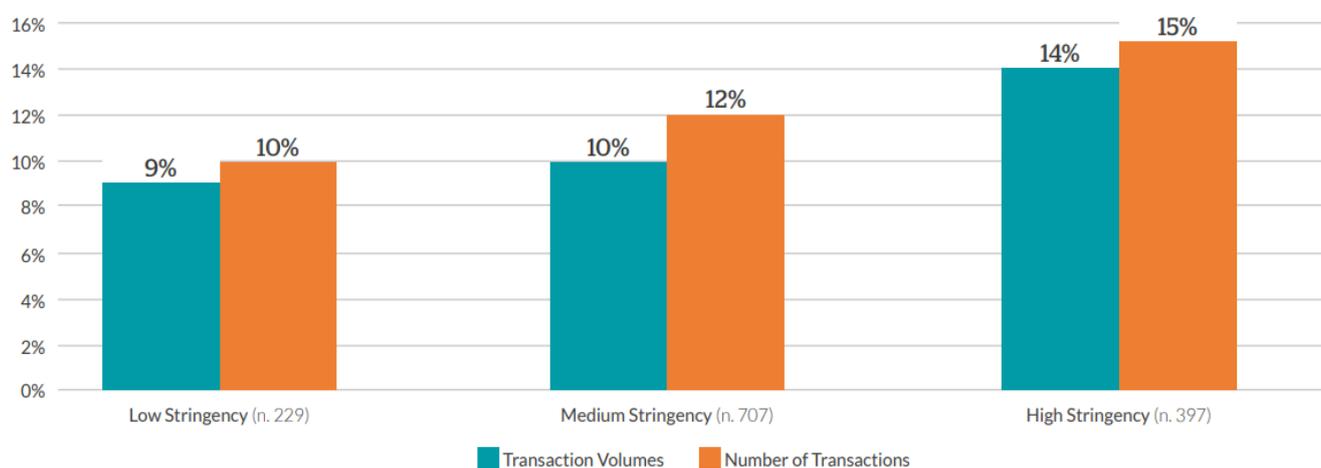
In cima all'elenco troviamo la *cybersecurity*, con il 78% degli intervistati che ha ravvisato un aumento di questa specifica connotazione della rischiosità degli orizzonti Fintech alla luce della pandemia. Se si considerano solamente le economie più sviluppate tale percentuale raggiunge addirittura quota 90%. Seguono i rischi operativi con il 54%, quelli di protezione e di tutela degli investitori con il 27%, e quelli concernenti frodi e truffe di vario genere con il 18%. Invece i rispondenti non hanno attribuito un peso significativo ad altre sfumature del rischio quali quello sistemico, di credito e prudenziale. Evidenzia però il report che tali indicazioni potrebbero soffrire di una forma di distorsione, essendo naturalmente influenzate dall'ambito operativo dei regolatori coinvolti nell'indagine.



Principali rischi correlati al Fintech percepiti in aumento alla luce del Covid-19. Fonte: World Bank and CCAF (2020). "The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Report, World Bank Group and the University of Cambridge". <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-regulatory-rapid-assessment-study/>.

Un secondo report sul tema, pubblicato anch'esso dalla Judge Business School della Cambridge University in collaborazione con World Bank Group e World Economic Forum, che ha coinvolto nella propria analisi quasi 1400 imprese operanti in più di 160 nazioni nel mondo, propone una panoramica particolarmente dettagliata del Fintech e delle sue performance alla luce degli effetti della pandemia di Covid-19¹⁸⁷.

In questa sede, per via delle esigenze organizzative dell'elaborato non si potranno includere gli ulteriori punti di vista, seppur di straordinario interesse, contenuti in tale lavoro. Si è dunque deciso di riprendere da tale indagine solamente un dato in particolare, poiché si è ritenuto perfettamente indicativo di un discorso avanzato in apertura. Difatti, dalle statistiche che si possono osservare nei grafici sottostanti, vi è un'evidente dimostrazione concreta di come all'aumentare del grado di ristrettezza delle misure di contenimento dell'emergenza sanitaria da parte delle istituzioni governative, il Fintech abbia trovato maggiore impulso per crescere dimensionalmente.



Volumi e numero di transazioni per le imprese classificate in base alla ristrettezza delle misure di contenimento del Covid-19 del paese in cui operano. Fonte: CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020). "The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum". <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-market-rapid-assessment-study/>.

Le imprese Fintech oggetto dello studio sono state infatti classificate in tre gruppi distinti (*Low-Medium-High*), sulla base del differente grado di gravosità dei *lockdown* predisposti dai vari governi per contenere la pandemia.

Come mostrano chiaramente le serie di istogrammi, sia il volume, che il numero di transazioni per questi operatori, invero ambo contraddistinte da una crescita rispetto al periodo pre-Covid, ha riportato però una correlazione positiva con l'indicatore afferente ai provvedimenti in questione. Se infatti paragoniamo le imprese operanti in paesi dove i cittadini hanno dovuto fare i conti con misure particolarmente severe (*high stringency group*), con quelli dove gli individui hanno potuto godere di restrizioni più blande (*low stringency*

¹⁸⁷CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020). "The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum".

<https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-market-rapid-assessment-study/>.

group), i due parametri in esame passano da un +9% e un +10% ad un +14% e un +15% rispettivamente; un aumento rilevante, di circa il 50%, che si è voluto sottolineare.

Focalizzando adesso l'attenzione esclusivamente sugli effetti del Covid-19 sul *crowdfunding* in Italia anche in questo caso, stando ai numeri, è possibile affermare che il settore abbia saputo sfruttare a proprio favore gli effetti congiunturali di incremento dell'innovazione tecnologica, oltre che di *credit crunch* post pandemia.

Il *crowdfunding*, al pari di altri strumenti di finanza alternativa come i *minibond*¹⁸⁸, dopo aver avuto un trend crescente nel decennio precedente, è stato chiamato a dare una risposta tangibile e concreta alle esigenze di liquidità di molti imprenditori italiani, che per via di un settore bancario sempre più stressato e sotto pressione per via della situazione legata al Covid-19, hanno dovuto fare affidamento su nuovi canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali¹⁸⁹.

Già nel primo capitolo, a cui si rimanda, si era dato spazio ad un'analisi dei numeri e delle statistiche del *crowdfunding* nel contesto italiano. Adesso per cercare di inquadrare al meglio l'impatto della pandemia sull'evoluzione del *crowdfunding* nel nostro paese si farà riferimento ad alcuni dati contenuti nel report annuale di Starteed per il 2020¹⁹⁰, che monitora costantemente il fenomeno per tracciarne una mappatura sempre aggiornata. Stando alle statistiche in esso riportate, è possibile asserire che la risposta che si menzionava immediatamente sopra c'è stata; considerando il capitale raccolto fra il 2019 e il 2020, si rileva un'impennata vertiginosa rispetto agli anni precedenti. Solamente nell'arco di questi dodici mesi, infatti, la cifra complessiva dei finanziamenti tramite portali è salita a 778.813.773 euro, rispetto ai circa 450 mila euro di fine 2019, riportando un significativo tasso di crescita del 75%, il più alto dal 2015. Per quanto concerne le due categorie di *crowdfunding* di maggiore interesse in questo elaborato, per via del loro ruolo di finanziamento alternativo per le imprese, ossia *equity* e *lending*, il 2020, un anno come risaputo disastroso per molteplici attività economiche in Italia, ha invece costituito un vero e proprio punto di svolta, come testimoniano le interfacce sottostanti presenti nel report.

Quanto è stato raccolto in Italia **fino al 2020**

778.813.773 €

Quanto è stato raccolto in Italia **solo nel 2020**

339.083.437 €



Equity

Fino al 2020: **251.052.022 €**

Solo nel 2020: **122.468.132 €**



Lending

Fino al 2020: **425.879.191 €**

Solo nel 2020: **185.553.216 €**

Capitale totale raccolto in Italia sulle piattaforme di crowdfunding. Fonte: Starteed, (2020). "Il crowdfunding in Italia, report 2020". <https://folkfunding.com/media/8d8d76b124ce31a/il-crowdfunding-in-italia-report-2020.pdf>.

¹⁸⁸ I minibond sono titoli di debito emessi da società italiane non finanziarie di importo inferiore a 50 milioni di euro, non quotate su listini aperti agli investitori retail.

¹⁸⁹ Lenzi, (2020). "Finanza alternativa e Covid-19: crowdfunding e minibond per far ripartire le imprese". Ipsoa Quotidiano. <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2020/05/19/finanza-alternativa-covid-19-crowdfunding-minibond-far-ripartire-imprese>.

¹⁹⁰ Starteed, (2020). "Il crowdfunding in Italia, report 2020". <https://folkfunding.com/media/8d8d76b124ce31a/il-crowdfunding-in-italia-report-2020.pdf>.

Il *crowdfunding* si è dunque dimostrato uno strumento particolarmente stabile, non facendosi travolgere dal difficile contesto economico e sociale, ma rappresentando piuttosto un'ancora di salvataggio per molte piccole e medie imprese del nostro paese trovatesi a corto di liquidità nel periodo in questione.

2.2.2 CROWDFUNDING SOSTENIBILE

L'acronimo ESG (*Environmental, Social, and Governance*) fa riferimento all'impatto di un'impresa o di un'organizzazione in base a parametri volti a misurare come quest'ultima è in grado di relazionarsi con l'ambiente e con i propri *stakeholders* e le modalità con cui essa viene condotta dal *management* apicale¹⁹¹.

Nato come un segmento di nicchia, è possibile datarne l'origine nel 2006, anno in cui l'ONU ha individuato i "Principi per l'investimento responsabile" (PRI), presentandoli alla Borsa di New York¹⁹². Nel corso degli anni il peso specifico del paradigma ESG è sensibilmente cresciuto, per via della maggiore attenzione riservatagli dai regolatori, delle agenzie di rating che hanno iniziato ad attribuire punteggi di merito alle imprese anche in base a tali metriche diffondendo dunque informazioni a riguardo anche agli investitori *retail*, ed anche per via del ruolo che possono ricoprire in questo contesto i mercati di capitali nel rendere più o meno agevole finanziarsi in base alle performance del soggetto a riguardo¹⁹³. In questo contesto l'attività di un numero sempre maggiore di imprese ha iniziato ad essere condizionata dalle aspettative ESG in modo da rendersi *compliant* con le stesse, guidandone organizzazione, operatività e investimenti.

Si segnala peraltro anche lo sviluppo di nuove tipologie di strumenti finanziari come i *green bond*, ossia obbligazioni correlate al finanziamento di progetti che presentano delle esternalità positive a livello ambientale¹⁹⁴.

Il settimo report italiano sul *crowdinvesting* redatto dal Politecnico di Milano¹⁹⁵, di cui sono già state prese in considerazione alcune analisi nel corso del primo capitolo, offre una sezione particolarmente interessante riguardo a queste tematiche.

Evidenzia il report, che per i gestori di portali, promuovere progetti a stampo sostenibile sulla propria piattaforma comporta benefici di vario genere. In primis è possibile per l'imprenditore che la gestisce, creare valore in questo modo, garantendosi dunque un potenziale vantaggio competitivo di lungo termine rispetto ai gestori che non fanno della sostenibilità dei progetti che intermediano un punto rilevante.

¹⁹¹ Tacchini, Cafagna, (2022). "L'ABC del reporting ESG". WoltersKluwer.com. <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting>.

¹⁹² Borsa Italiana, (2020). "Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada". <https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>

¹⁹³ Peterdy, (2023). "ESG (Environmental, Social and Governance)", [corporatefinanceinstitute.com. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/).

¹⁹⁴ D'Angerio, (2020). "Green bond, ecco cosa sono e come funzionano". Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-cosa-sono-e-come-funzionano-AC9tKqDB>

¹⁹⁵ Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

In secondo luogo, un aspetto da non sottovalutare nel breve termine è che molti investitori al giorno d'oggi attribuiscono notevole importanza al profilo di sostenibilità delle iniziative che decidono di finanziare, per poter diversificare il proprio portafoglio di attività e per allinearlo ai propri valori. Sempre più capitali vengono indirizzati al finanziamento di progetti con obiettivi in linea con i canoni ESG.

In quest'ottica il gestore che da spazio a campagne di questo genere avere più chances di costruirsi una base di clientela fidelizzata e duratura. Va inoltre sottolineato che, anche la natura di coinvolgimento della collettività tipica del *crowdfunding* si abbina essa stessa a progetti non esclusivamente finalizzati al mero profitto economico.

Allargando poi l'analisi, gli investitori moderni non sono spinti a supportare aziende ESG solamente in base alla loro sensibilità sul tema, o per ragioni di natura altruistica in relazione all'impatto ambientale e sociale delle proprie decisioni. È infatti ampiamente diffusa la concezione che queste imprese saranno quelle maggiormente in grado di convivere con la regolazione dei prossimi anni. Viceversa, i soggetti che non terranno in considerazione tali tematiche, si ritroveranno a doversi adattare ad un contesto normativo ad essi sempre più avverso, con un'operatività fortemente rallentata se non ostacolata, e rappresenteranno quindi un'alternativa meno allettante per gli investitori più avveduti¹⁹⁶.

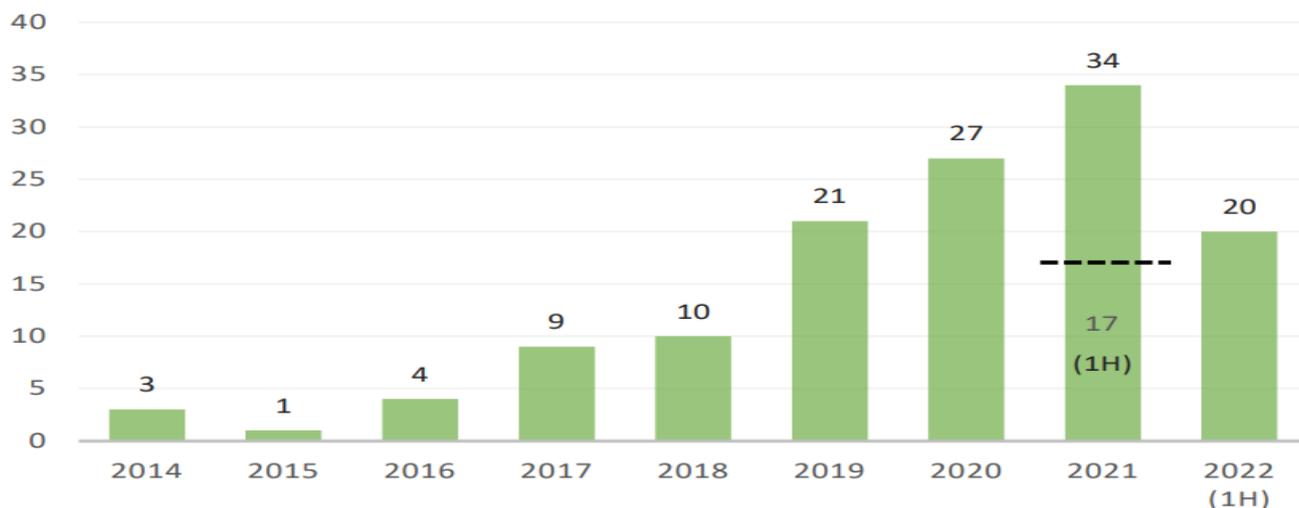
Pertanto, vi è un rischio di stampo sia pratico che reputazionale per le imprese che decidono di ignorare i parametri ESG. In primo luogo integrare questi fattori nelle proprie decisioni di investimento risulta di primaria importanza in uno scenario dove piani d'azione che non tengono in considerazione aspetti ambientali e sociali non sono più conciliabili con la complessa e insidiosa realtà dei fatti risultando dunque rischiosi per via della possibilità di esaurimento delle risorse e di interruzioni della filiera, date dalle prospettive tutt'altro che rosee sul cambiamento climatico, ma anche per via dell'eventualità di non poter contare su una forza lavoro adeguatamente motivata e formata¹⁹⁷. In seconda battuta, gli investitori si aspettano questo genere di impegno da parte delle imprese, ne richiedono concreta e costante dimostrazione, e difficilmente ripongono fiducia su quei soggetti che non appaiono in linea con i parametri ESG o non danno contezza di ciò.

In questo senso il rischio reputazionale è più che mai un tema che inevitabilmente guida le scelte di molti attori in vari settori.

A dimostrazione di questa tesi sono state riportate alcune statistiche sui progetti di *equity crowdfunding* in Italia a sfondo sostenibile. Come è possibile apprezzare da questo primo contributo grafico presente nel lavoro del Politecnico di Milano, il numero di questo genere di campagne sta progressivamente aumentando sui portali italiani.

¹⁹⁶ Müller, Vignold-Majal, Višić & Officer, (2022). "ESG e performance: sfide all'orizzonte?". Deutsche Bank. <https://www.deutsche-bank.it/files/documents/CIO-Special-ESG-e-performance-sfide-all-orizzonte.pdf>.

¹⁹⁷ Intesa SanPaolo, (2023). "Il ruolo dei fattori ESG nelle decisioni di investimento". <https://group.intesasanpaolo.com/it/sezione-editoriale/eventi-progetti/tutti-i-progetti/economia/2022/09/ruolo-fattori-esg-processo-decisionale-investimento>.



Campagne annuali di equity crowdfunding sostenibili in Italia. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

Dalle quattro campagne sostenibili promosse nel 2016, nell'anno successivo la situazione è cambiata con una variazione in aumento superiore al 100% (nove campagne). Andando avanti negli anni se ne contavano ventuno del 2019, ventisette nel 2020 e trentaquattro nel 2021. Per il 2022 il grafico in esame riporta la cifra di venti campagne, ma bisogna considerare che il report risale alla fine di giugno 2022 e dunque considera solamente la prima metà dell'anno. Ad ogni modo rispetto ai primi sei mesi del 2021 i progetti sostenibili sono ancora in aumento, se ne contavano infatti diciassette, pertanto il trend rimane crescente.

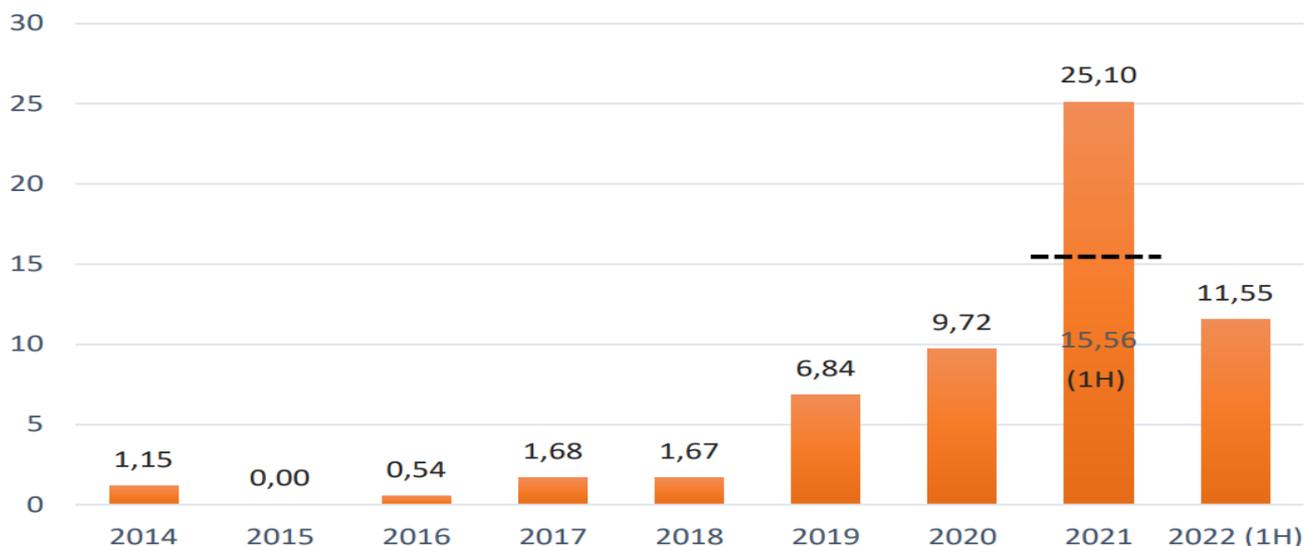
Il report fornisce poi una specificazione qualitativa dell'analisi, non limitandosi al numero di campagne sostenibili ma andando ad evidenziare anche l'ammontare di capitale raccolto tramite esse. Si segnala che fra le centoventicinque campagne esaminate in questo contesto, centotre sono state portate a termine con successo. Il tasso di realizzazione (circa 80%) è dunque simile a quello del resto dei progetti promossi in Italia.

Anche questa seconda declinazione dell'analisi mostra che le campagne di equity crowdfunding sostenibili stanno riscontrando un progressivo incremento anche in termini prettamente monetari. Solamente considerando i primi sei mesi del 2021 sono stati raccolti quindici milioni di euro, rispetto ai nove dell'intero 2020. Ancora una volta per il 2022 i dati sono limitati ai mesi da gennaio a giugno. In questo caso i quasi dodici milioni di euro rappresentano in realtà un calo rispetto ai primi sei mesi del 2021.

È importante sottolineare però che nei mesi da luglio a dicembre del 2021 la cifra ammonta a circa dieci milioni; pertanto, il 2022 potrebbe ancora una volta essere contraddistinto da una performance migliore rispetto all'anno precedente.

A livello aggregato il segmento del mercato dell'equity crowdfunding in Italia rivolto ai progetti con impronta sostenibile ha permesso di raccogliere più di cinquantotto milioni euro dal 2014, di cui la maggioranza, ossia circa quarantasei (corrispondente all'80% circa del totale), fanno riferimento al triennio 2020-2021-2022 (prima metà) e addirittura il 60% solamente nel 2021 e nella prima metà del 2022.

Una precisazione sui grafici; 1H riportato sulla colonna del 2021 significa prima metà (*1st half*).

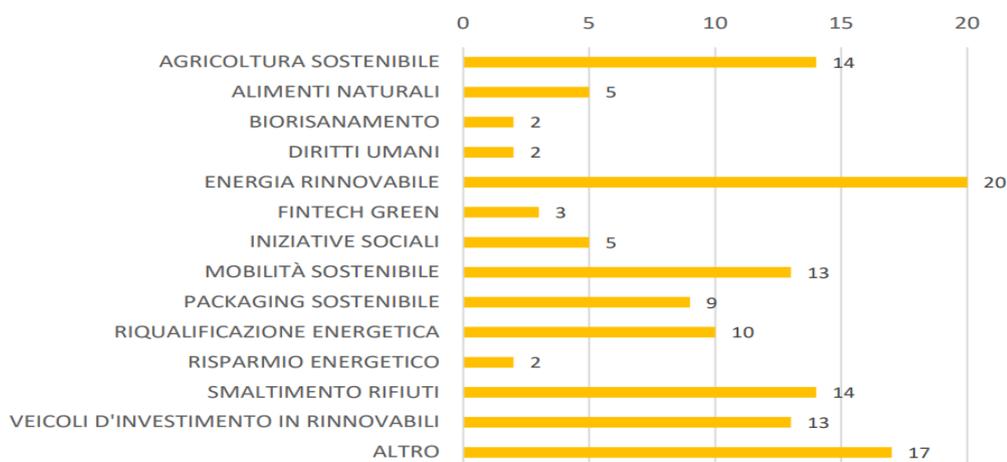


Ammontare annuale raccolto da progetti di equity crowdfunding sostenibili in Italia. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

L'ultimo contributo di cui si è deciso di avvalersi è ancora una volta proposto nel report.

Quest'ultima parte dell'indagine suddivide i progetti di *equity crowdfunding* sostenibile andandone a rilevare la specifica tipologia. In questo modo è possibile comprendere quali siano state le tematiche più sensibili per gli investitori italiani che hanno fatto ricorso alle piattaforme e quali invece abbiano riscontrato meno successo. Fra le categorie più gettonate vi sono campagne per l'agricoltura sostenibile, lo smaltimento rifiuti, la mobilità sostenibile, e in cima all'elenco, quelle a tema energia rinnovabile, con ben venti progetti a riguardo.

Il terzo capitolo dell'elaborato sarà interamente incentrato sul binomio *crowdfunding* ed energia rinnovabile, analizzandone da un lato le modalità operative e i *player* attualmente coinvolti e contemporaneamente cercando di evidenziarne le ragioni del successo e le prospettive per il futuro.



Campagne di equity crowdfunding sostenibili classificate in base alla tipologia di progetto. Fonte: Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdfunding/>.

CAPITOLO 3

“IL CROWDFUNDING ENERGETICO”

Dopo aver ampiamente trattato riguardo ai profili nozionistici e regolamentari del *crowdfunding*, si è deciso di dedicare la terza ed ultima sezione del presente elaborato ad un’analisi sulle tematiche inerenti allo specifico ruolo assunto dal fenomeno nell’ambito delle fonti di energia rinnovabili nel nostro paese.

Come si esporrà, questo orizzonte alternativo di finanziamento non ha costituito una strada intrapresa solamente dalle piccole e medie imprese o dalle start up a stampo innovativo; vi hanno infatti fatto ricorso anche i più noti colossi del settore, che comprendendo le potenzialità dello strumento in questione, hanno dato una nuova spinta ai propri tradizionali e radicati modelli di business.

Prima di entrare nello specifico, si è ritenuto fondamentale riportare un quadro riassuntivo della situazione corrente in Italia sul fronte rinnovabili, dando necessariamente spazio anche alle posizioni assunte a livello comunitario nel corso degli ultimi anni.

3.1 “LA SITUAZIONE IN ITALIA SUL FRONTE RINNOVABILI E LA POSIZIONE DELL’UE”

L’energia rappresenta uno dei fattori chiave per lo sviluppo di molteplici settori e contemporaneamente dell’economia nel suo complesso. Il progresso economico è stato da sempre fortemente interconnesso con un aumento dei consumi energetici, con una risultante maggiore dipendenza dai combustibili fossili e un aumento delle emissioni di gas a effetto serra. L’accresciuta attenzione all’ambiente ha pertanto imposto l’obbligo di utilizzare l’energia in una prospettiva di efficienza e riduzione dei costi e degli impatti associati ad essa e con ciò la necessità di predisporre innovazioni tecnologiche in grado di massimizzare l’apporto delle fonti energetiche c.d. rinnovabili¹⁹⁸.

Nell’universo delle fonti energetiche, volgarmente inquadrabili come la base per la produzione di energia, una delle distinzioni fondamentali a cui è necessario fare riferimento è proprio quella che intercorre fra le fonti c.d. rinnovabili e non rinnovabili¹⁹⁹. Come suggerito da tali denominazioni, le prime a differenza delle seconde, sono ricollegabili a risorse naturali che potendo godere di un continuo processo rigenerativo, sono in grado di ricostituirsi e fungere da fonte energetica in maniera duratura.

L’energia derivante da fonti rinnovabili, come quella geotermica o proveniente da sole, acqua, vento e biomasse è stata da sempre disponibile all’uomo, ma il suo sfruttamento è stato storicamente fortemente marginalizzato rispetto a quanto è invece avvenuto con le fonti di energia non rinnovabili²⁰⁰.

¹⁹⁸ Perea-Moreno, M. A., Samerón-Manzano, Perea-Moreno, A. J. (2019). “Biomass as renewable energy: Worldwide research trends”, *Sustainability*, 11(3), 863.

¹⁹⁹ Inzoli, Bianchi, (2014). “Fonti energetiche rinnovabili”, Hoepli editore.

²⁰⁰ Bush, (2019). “Climate Change and Renewable Energy: How to End the Climate Crisis”, Springer Nature.

Con riguardo a queste bisogna in primo luogo sottolineare la presenza dell'annoso problema della loro esauribilità²⁰¹. Fondamentalmente le due tipologie di fonti di energia presentano aspetti caratterizzanti sotto tre punti di vista. Il primo di questi è quello appena affrontato; il grado con cui le fonti sono in grado di rigenerarsi e dunque le tempistiche in cui tornano disponibili per la fruibilità.

In seconda battuta si evidenzia il differente impatto ambientale e sul benessere degli individui che le due categorie comportano. Difatti in relazione allo sfruttamento delle fonti di energia non rinnovabili si associano compromissioni ambientali significativamente maggiori di quanto avviene invece per le rinnovabili.

In estrema sintesi, per quanto rileva in questa sede, ciò sussiste per via dell'effettivo processo di trasformazione²⁰² delle fonti non rinnovabili, distinguibili a loro volta in combustibili fossili e nucleari, in energia, il quale per via delle sue modalità contribuisce all'acuirsi di alcune rilevanti problematiche, fra le quali si annoverano ad esempio la difficoltosa preservazione degli ecosistemi, il peggioramento degli standard qualitativi dell'aria e dunque il deterioramento della salute pubblica, la spigolosa questione dell'apparentemente inesorabile surriscaldamento planetario²⁰³.

Inoltre, di fianco alle tematiche appena esposte, la natura diffusa delle energie rinnovabili e il fatto che tutti i paesi dispongano, seppur in proporzioni differenti, di risorse interne di questo tipo di energia, può essere un elemento utile ad accrescere segnatamente la sicurezza²⁰⁴ e la differenziazione delle fonti energetiche nelle varie nazioni²⁰⁵.

È proprio l'impatto, ormai difficilmente sostenibile per il pianeta e per gli individui delle fonti non rinnovabili, anche in relazione alla traiettoria costantemente in crescita che assume la domanda energetica planetaria, che ha portato all'attenzione comune l'evidente ed impellente necessità di sostituire, o quantomeno integrare, tali fonti, con le quali si è tradizionalmente soddisfatta una porzione prossima alla totalità del fabbisogno energetico globale (principalmente attraverso idrocarburi), con quelle che denotano meccanismi di ricerca, sfruttamento e dismissione non paragonabili sul piano dei danni ambientali e di salute collettiva strettamente collegati²⁰⁶.

L'ultimo profilo per cui le fonti rinnovabili si differenziano dalle non rinnovabili attiene ad un piano prettamente economico. Difatti, seppur in misura minore rispetto al passato, al giorno d'oggi le seconde sfortunatamente presentano ai cittadini un prospetto di costi nettamente inferiore per quanto concerne i costi di produzione e fruibilità. Il tema della mancanza di competitività delle *renewables* può però trovare alcune motivazioni che si ritiene opportuno evidenziare immediatamente.

²⁰¹ Enel, "Differenza tra energie rinnovabili e non rinnovabili". <https://www.enel.it/it/supporto/faq/differenza-tra-energie-rinnovabili-non-rinnovabili>.

²⁰² Anche il processo di estrazione e ricerca di combustibili fossili è altamente inquinante per il pianeta.

²⁰³ Ellis, (1998). Energie rinnovabili, Equilibri, 2(2), 231-240.

²⁰⁴ Per sicurezza energetica si intende la garanzia di avere a disposizione costantemente rifornimenti energetici a prezzi ragionevoli. È ovviamente un tema la cui importanza è cresciuta in relazione alla maggiore industrializzazione globale. È un concetto particolarmente delicato per quei paesi fortemente dipendenti da risorse importate.

²⁰⁵ Ibidem

²⁰⁶ Bush. "Climate Change and Renewable Energy: How to End the Climate Crisis", cit.

Infatti, sebbene sia innegabile che la specificità di alcune fonti rinnovabili, riscontabile ad esempio nella loro variabile affidabilità sulla base della stagionalità²⁰⁷, o nell’ottica di una penalizzante “immaturità tecnica”, le renda sensibilmente più onerose, bisogna parimenti rilevare che nel computo dei costi delle fonti non rinnovabili non venga dato il giusto peso specifico alle esternalità negative ambientali e sanitarie ad esse connesse²⁰⁸. Se infatti attribuiamo rilievo a tutte le problematiche a cui si è fatto già riferimento, dovremmo sintomaticamente tenere in considerazione i costi conseguenti.

Questi ultimi sono stati troppo spesso a carico dei contribuenti, dei sistemi sanitari e costituiranno peraltro un pesante fardello per le generazioni di domani. Inoltre, il *gap* di competitività è anche dovuto al fatto che storicamente gli investimenti in fonti non rinnovabili sono stati sensibilmente più cospicui rispetto a quelli nelle più sostenibili controparti. In aggiunta, spesso le politiche atte a realizzare una reale transizione ecologica non sono state pensate efficacemente o implementate adeguatamente; le fonti non rinnovabili hanno rappresentato per molte imprese la scelta di comodo, economicamente più redditizia, ma infinitamente meno sensibile rispetto alle problematiche direttamente correlate e dunque segnatamente meno lungimirante²⁰⁹.

Dunque, per la triplice funzione svolta, sia nel contribuire al soddisfacimento dell’ascendente domanda di energia globale, che nel preservare e tutelare l’ambiente, che in ultimo nel costituire un elemento a favore della sicurezza energetica, le fonti energetiche rinnovabili stanno vedendo crescere sensibilmente il loro peso specifico in molti paesi²¹⁰.

Per cercare di fornire una prospettiva quanto più esaustiva sull’attuale situazione del nostro paese dal punto di vista delle fonti rinnovabili si è deciso di illustrare alcuni spunti di un rapporto a cura del gruppo professionale di consulenza “The European House Ambrosetti²¹¹” in collaborazione con “A2A”, gruppo particolarmente impegnato e attivo sul fronte sostenibilità energetica²¹².

I dati e le statistiche a cui si farà riferimento adesso sono pertanto ripresi da tale report.

Lo studio in questione aveva come obiettivi cercare di dare contezza di come l’Italia ha saputo muoversi negli anni nella prospettiva dell’autonomia e della sostenibilità energetica, e quali siano le leve per migliorare in tal senso, in un quadro mondiale che, anche a seguito del conflitto bellico in Ucraina, testimonia un’eccessiva dipendenza (77,5% in Italia, 60,5% in UE) da fonti energetiche importate²¹³.

Come appena introdotto, l’autonomia energetica²¹⁴ dell’Italia è un dato francamente preoccupante. Il 22,5% dell’energia che viene utilizzata nel nostro paese è effettivamente prodotta in loco mentre il restante 77,5% è

²⁰⁷ Kumar, (2020). “Social, economic, and environmental impacts of renewable energy resources”, Wind solar hybrid renewable energy system, 1.

²⁰⁸ Treccani, “Energie rinnovabili”. <https://www.treccani.it/enciclopedia/energie-rinnovabili/>.

²⁰⁹ Ibidem

²¹⁰ Kumar. “Social, economic, and environmental impacts of renewable energy resources”, cit.

²¹¹ The European Houde - Ambrosetti. <https://www.ambrosetti.eu/>.

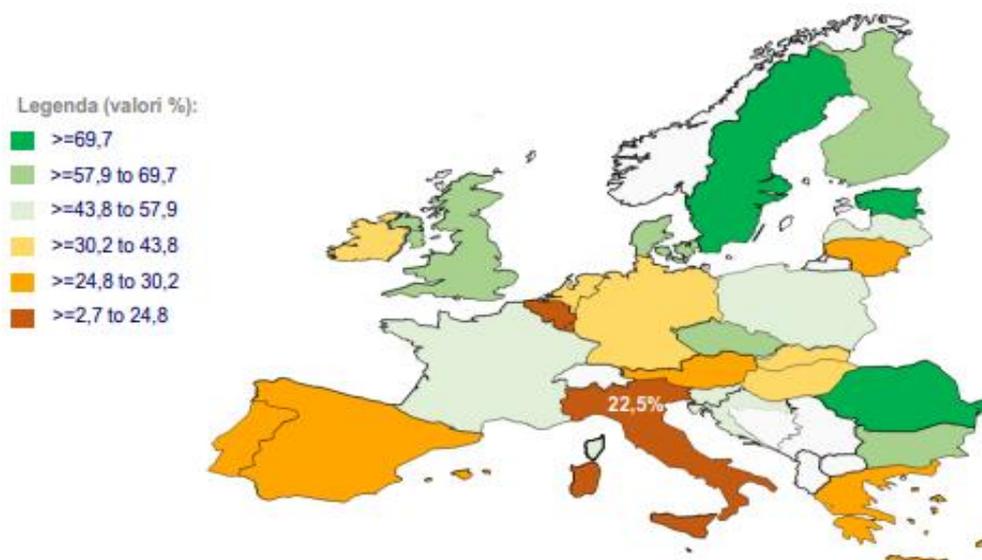
²¹² Gruppo A2A. <https://www.gruppoa2a.it/it/home>.

²¹³ “Verso l’autonomia energetica italiana: acqua, vento, sole, rifiuti le nostre materie prime”, (2022). The European House – Ambrosetti, A2A. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

²¹⁴ Calcolata come rapporto fra produzione e consumo di energia primaria.

importato. Per rendere chiara la gravità della situazione nazionale, nell'Unione Europea sono solamente quattro i paesi con performance peggiori delle nostre in merito²¹⁵ e la media dell'energia consumata che viene prodotta sul territorio per i paesi dell'Unione, sfiora quota 40%.

Queste statistiche, sintetizzate nella seguente cartina presente nello studio sono state elaborate dalle rilevazioni effettuate nel 2019, al fine di evitare una distorsione dovuta alle conseguenze esogene del Covid 19.



Indice di autonomia energetica in UE-27 e Regno Unito (percentuale), 2019. Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti su dati Eurostat, 2022. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

Nonostante, anche solamente osservando questa illustrazione, una situazione del genere non sia per nulla rassicurante, bisogna però rilevare che il nostro paese ha riportato nei dieci anni precedenti allo studio (2009-2019) un significativo miglioramento dell'indicatore.

Infatti, si riporta che l'Italia ha incrementato di nove punti percentuali il proprio tasso di autonomia energetica, mentre nell'Unione a livello aggregato, tale indicatore è calato di quasi cinque punti percentuali. A dire il vero quest'ultima indicazione è anche parzialmente motivata dalla crescente tendenza alla decarbonizzazione, alla ricerca di un decremento nella dipendenza da fonti fossili, e dalla volontà sempre più diffusa di ridurre i consumi ed efficientare il profilo energetico dei vari paesi.

Spostando adesso l'attenzione esclusivamente sul fronte rinnovabili la situazione italiana appare significativamente più rosea e lascia ben sperare per il futuro. Il trend positivo appena menzionato in riferimento all'autonomia energetica va infatti imputato in larga parte alle *renewables*. Nel ventennio 2000-2019 è stata dimezzata la produzione nazionale di energia primaria da fonti fossili. Contemporaneamente è stata triplicata la produzione derivante da fonti rinnovabili.

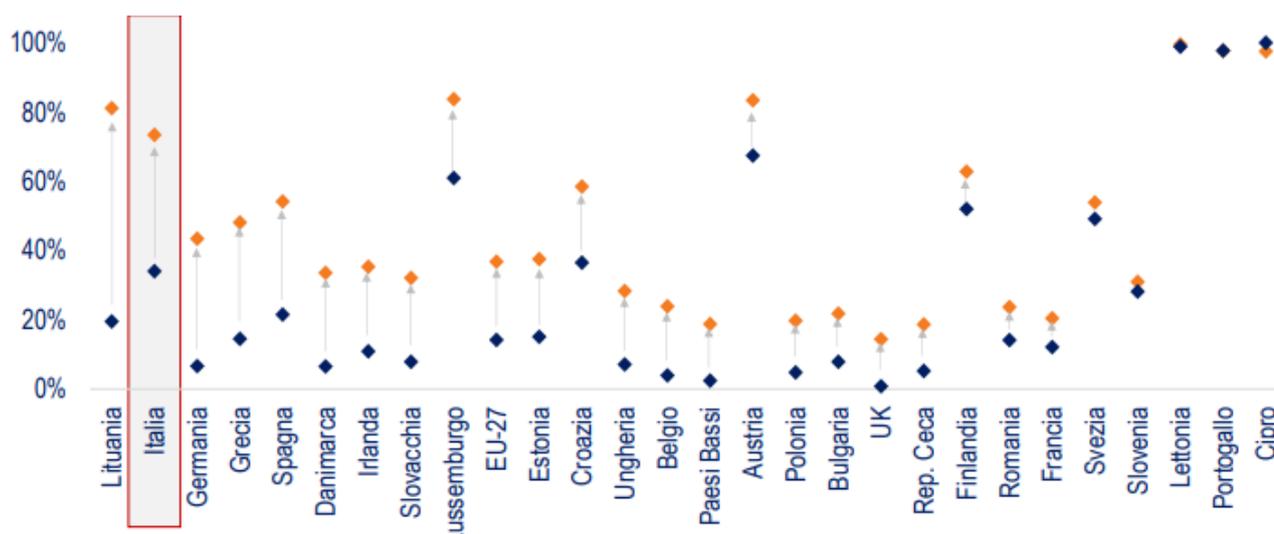
²¹⁵ Belgio (22,4%); Cipro (7,2%); Lussemburgo (5,0%); Malta (2,7%).

Se volessimo rapportare la posizione nazionale rispetto al resto dell'Unione rimarremmo piacevolmente colpiti. Il grafico che segue, ancora una volta presente nel report di “The European House Ambrosetti” in collaborazione con “A2A” fornisce indicazioni interessanti in merito.

I rombi arancioni rappresentano il peso delle fonti di energia rinnovabili sul totale della produzione di energia primaria per i vari paesi dell'Unione Europea nel 2019. I rombi blu invece simboleggiano lo stesso dato nel 2020. L'Italia, se escludessimo dall'analisi paesi difficilmente comparabili per via della produzione energetica primaria eccessivamente inferiore²¹⁶, rappresenta uno fra i *player* più virtuosi d'Europa.

In particolare, il nostro paese è secondo per incremento dell'indicatore in esame nel ventennio 2000-2019, pari a quasi quaranta punti percentuali, passando da un valore inferiore al 40% ad uno pari a circa 73%. Inoltre, rispetto alla media delle nazioni dell'UE tale dato (73%) è sicuramente un *outlier*; infatti, il valore medio è pari al 37%. Appaiono dunque evidenti le potenzialità del segmento delle rinnovabili in Italia.

La nostra deficitaria autonomia energetica non deve far passare in secondo piano le performance positive del paese nell'incrementare tale parametro attraverso lo sfruttamento e la valorizzazione di fonti energetiche più sostenibili e meno impattanti a livello ambientale, quali sono le rinnovabili.



Incidenza percentuale della produzione primaria energetica domestica da fonti rinnovabili in Europa (2000-2019). Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti su dati Eurostat, 2022. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

Nell'ottica di dettagliare maggiormente l'analisi di come l'Italia possa concretamente contare sulle fonti rinnovabili in una prospettiva di transizione energetica *green* si è deciso di riportare un ulteriore contributo del report in questione.

“The European House Ambrosetti” ha infatti sviluppato un indice con l'obiettivo di sintetizzare al massimo le potenzialità di un determinato territorio verso lo sviluppo delle fonti di energia rinnovabili e il loro impiego nel soddisfacimento del fabbisogno energetico domestico. Concretamente l'indice è stato costruito associando

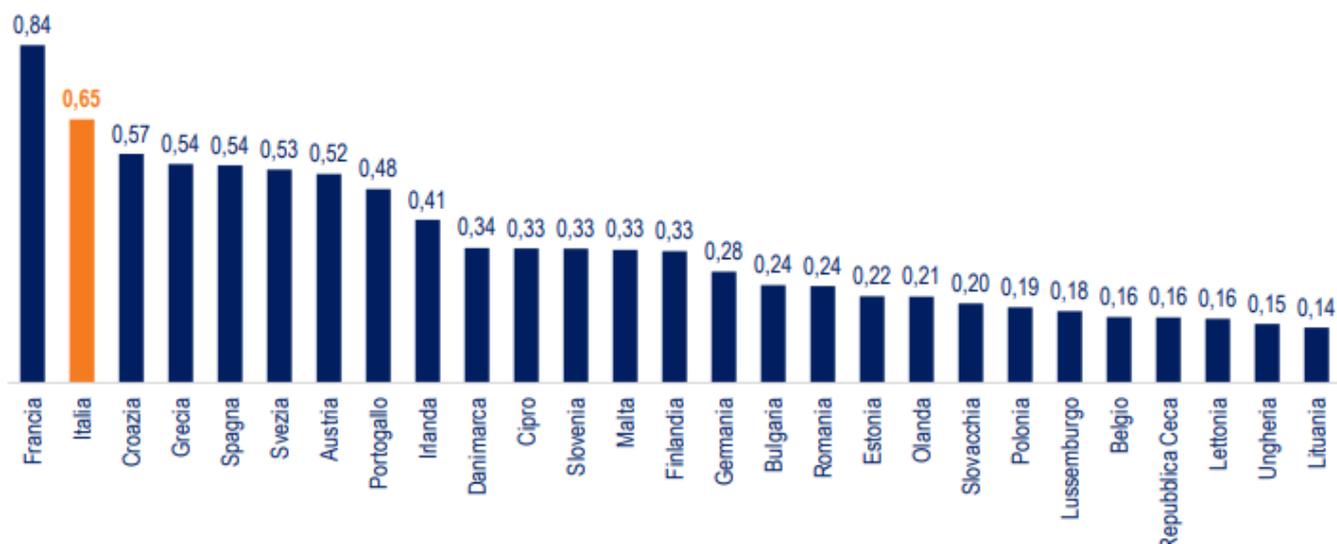
²¹⁶ Lituania, Lettonia, Cipro, Portogallo.

rispettivamente alle tre fonti rinnovabili più rilevanti (acqua sole e vento) un particolare indicatore²¹⁷ che ne evidenzia la disponibilità nel paese in esame. Non potendo entrare nel dettaglio, per esigenze organizzative dell'elaborato, si segnala che i valori di questi indicatori sono stati normalizzati in maniera tale che il paese migliore riportasse uno *score* di uno e il peggiore uno *score* di zero.

Infine, è stata calcolata la media aritmetica di questi tre valori, la quale corrisponde in definitiva al valore complessivo dell'indice, che di conseguenza si attesta nell'intervallo [0-1].

Come raffigurato nel terzo prospetto grafico ripreso dallo studio in esame l'Italia nonostante non risulti leader in nessuno dei tre indicatori utilizzati per misurare la disponibilità delle risorse, si classifica seconda nel *ranking* delle varie nazioni dell'UE, con un valore dell'indice pari a 0,65, dietro solamente alla Francia.

La disponibilità di fonti di energia rinnovabili nel nostro paese appare pertanto lampante; sfruttare tale risorsa sarà prioritario per puntare ad avvicinarsi sempre di più ad un'autonomia energetica sostenibile, non guidata, come avvenuto storicamente nel mondo dai combustibili fossili, ma da fonti in continua rigenerazione, quali sole, vento e acqua.



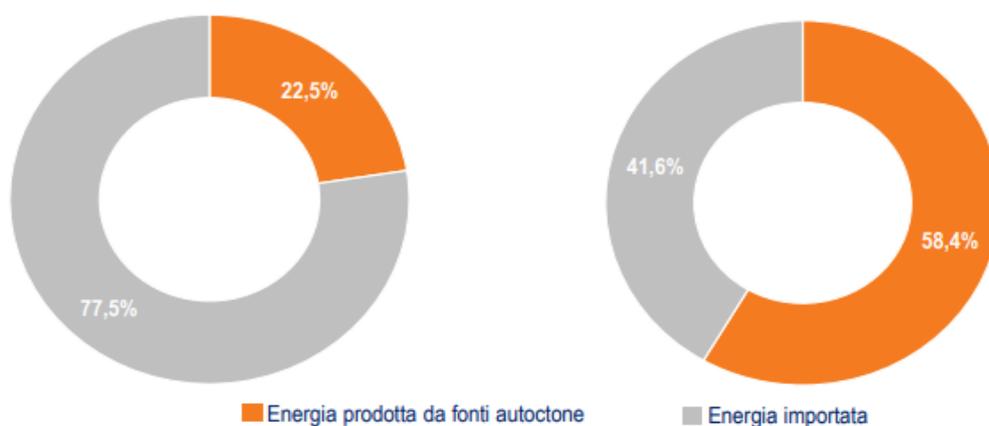
Indice di disponibilità delle fonti di energia rinnovabili nei vari paesi europei. ai Paesi con dati mancanti sono stati assegnati valori pari alla media dell'UE. Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti su dati Eurostat, Global Solar Atlas e Global Wind Atlas, 2022. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

L'ultimo contributo del report, invero ricco di ulteriori spunti di primario interesse che non potranno però trovare spazio in questa sede, riguarda proprio il discorso appena accennato in merito a come le fonti di energia rinnovabili possano abbinare al già evidenziato impatto positivo sulla salute pubblica e sull'ambiente, il ruolo strategico di *driver* verso una maggiore autonomia energetica, fattore competitivo estremamente rilevante per qualsiasi nazione.

²¹⁷ Flussi d'acqua interni (milioni di m3); Irradiazione diretta massima (KWh per m2 al giorno); Intensità eolica del 10% delle aree più ventose (Watt per m2).

“The European House Ambrosetti” ha infatti messo in piedi un modello particolarmente elaborato che mostra come sfruttare al meglio le fonti di energia rinnovabile presenti sul territorio italiano possa guidare un processo di incremento dell’autonomia energetica nazionale.

I due prospetti riportati di seguito ne mostrano i risultati



Livello di autonomia energetica in Italia attualmente rapportato con il livello di autonomia energetica in una prospettiva di pieno sfruttamento delle rinnovabili con efficientamento energetico in linea con quanto previsto dallo scenario “Fit for 55” della CE al 2030. Fonte: elaborazione The European House – Ambrosetti, 2022. https://content.gruppooa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

Se ad oggi, come già rilevato in apertura di paragrafo la maggioranza del nostro fabbisogno energetico viene soddisfatto tramite l’importazione di energia (grafico a torta di sinistra), la situazione può cambiare drasticamente nel momento in cui si riuscisse a dare piena valorizzazione alle disponibilità che il territorio italiano offre nella prospettiva delle *renewables* (grafico a torta di destra).

L’energia proveniente da fonti rinnovabili, come si è detto, vedrà il proprio peso specifico aumentare sensibilmente nei prossimi anni anche per via del conflitto russo ucraino che ha indiscutibilmente ridisegnato gli scenari energetici di domani²¹⁸.

Riporta infatti l’Agenzia Internazionale per l’Energia (AIE) nel proprio report pubblicato a dicembre 2022, che nel mondo vi sarà un’impennata senza precedenti della produzione energetica derivante da fonti rinnovabili²¹⁹. Nel corso del prossimo quinquennio, (2022-2027) per via della duplice spinta, da una parte di matrice ambientalistica, dall’altra dettata dalla volontà di migliorare la propria posizione in merito per via dei prezzi al rialzo di elettricità e combustibili fossili per via della crisi energetica, che hanno reso le tecnologie di energia rinnovabile economicamente più attrattive, congiuntamente alla necessità di rendersi maggiormente indipendenti dal gas russo, tale studio prevede un rialzo della capacità energetica mondiale soddisfatta da fonti rinnovabili pari a quello rilevato nell’ultimo ventennio.

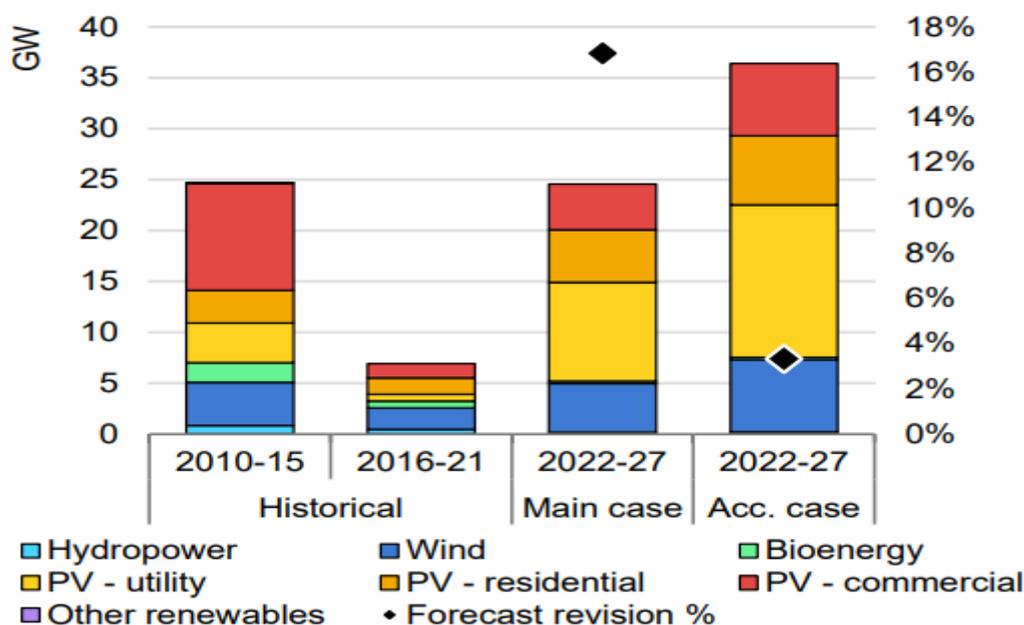
²¹⁸ Capozzi, (2022), “Aie: slancio rinnovabili senza precedenti. Saranno la prima fonte di energia nel 2025”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/aie-slancio-rinnovabili-senza-precedenti-saranno-prima-fonte-energia-2025-AEhSG2MC>.

²¹⁹ “Renewables 2022”, (2022). International Energy Agency (IEA). <https://iea.blob.core.windows.net/assets/ada7af90-e280-46c4-a577-df2e4fb44254/Renewables2022.pdf>.

Rispetto al quinquennio immediatamente precedente esso corrisponderebbe ad un incremento nel tasso di crescita di tale statistica pari all'85%, peraltro significativamente maggiore (quasi +30% nel mondo) di quanto prevedeva il report dell'AIE nel 2021. Questa revisione al rialzo dal 2021 al 2022 è stata addirittura più alta per Unione Europea (circa +35%) e Cina (oltre il 35%) mentre è stata inferiore per gli Stati Uniti (circa +25%). Tali aspettative fortemente ottimistiche sul fronte rinnovabili trovano solide basi attuative nelle politiche drastiche che sono state elaborate nel mondo per affrontare le complicazioni scaturitesi per via della crisi energetica²²⁰.

Per quanto concerne esclusivamente l'Europa lo studio dell'AIE evidenzia un'aspettativa di crescita del 60% della portata cumulata delle fonti di energia rinnovabile, più del doppio di quanto avvenuto nel quinquennio precedente (2016-2021). Tale scenario è giustificato dalla posizione indiscutibilmente favorevole assunta verso lo sviluppo delle rinnovabili già prima del conflitto russo ucraino, e incentivata ulteriormente in ragione di esso da parte dell'Unione Europea e dei suoi Stati Membri.

Il report a cura dell'AIE dedica peraltro sezioni apposite per approfondire le proprie analisi per alcune nazioni nel mondo, fra cui l'Italia. Si è deciso quindi di riportare alcuni punti della porzione dello studio riferiti al nostro paese in maniera tale da commentarli. Di seguito si allega dunque un contributo grafico contenuto in tale sezione del report ritenuto di particolare rilievo.



Portata degli incrementi nel settore delle rinnovabili in Italia (misurato in GW). Fonte: analisi AIE sui dati del GSE italiano (Gestore Servizi Energetici), 2022. <https://iea.blob.core.windows.net/assets/ada7af90-e280-46c4-a577-df2e4fb44254/Renewables2022.pdf>.

Questo prospetto intende riassumere gli incrementi nella capacità dell'Italia sul fronte delle fonti di energia rinnovabili (misurati in gigawatt, GW) sia da un punto di vista di dati storici (2010-2021) che di previsioni

²²⁰ Quattordicesimo piano quinquennale in Cina; piano REpowerEU in Unione Europea; Inflation Reduction Act negli Stati Uniti.

(2022-2027). Dai grafici si nota immediatamente che nel periodo 2022-2027 la portata del segmento delle *renewables* in Italia avrà un'aspettativa di crescita di 25 GW (+40%).

Sono peraltro individuate le direttrici lungo cui tale incremento si potrà concretizzare. I driver della crescita sono per circa il 40% il solare fotovoltaico a livello industriale e per un altro 40% a livello diffuso. La restante porzione è invece attribuibile all'eolico.

La previsione per l'anno in corso ha ricevuto una maggiorazione verso l'alto per via delle aspettative ritoccate al rialzo nell'ambito del fotovoltaico diffuso in ragione degli incentivi fiscali e dei prezzi aumentati dell'elettricità che rendono più attraente la tecnologia in ottica economica.

La quarta colonna illustra uno scenario accelerato in cui la transizione energetica potrebbe svolgersi, che presuppone però un contesto normativo favorevole ed un maggiore impegno dei cittadini e delle imprese. In tale contesto rispetto allo scenario base (terza colonna) l'incremento atteso della capacità del nostro paese in merito alle rinnovabili sarebbe quasi raddoppiato.

Si vuole adesso menzionare un ulteriore contributo dell'AIE. Si è ritenuto opportuno operare tale scelta per dare ancora una volta dimostrazione di come il nostro paese sia eccessivamente dipendente dal gas russo nel soddisfacimento del proprio fabbisogno energetico. Infatti, l'Italia nell'arco temporale 2016-2021 è stata la nazione dell'Unione Europea, che nella generazione media annua di elettricità, è dipesa maggiormente dal gas russo, per una porzione pari ad oltre il 50%²²¹. Nessun altro paese ha superato tale soglia. Ciò ancora una volta mette in risalto la posizione gravemente deficitaria dell'Italia in ottica autonomia energetica, come già in precedenza rilevato dallo studio di "The European House Ambrosetti" in collaborazione con "A2A".

Se fino a questo momento si è cercato di rimarcare ripetutamente, avvalendosi di dati e statistiche, la crescente importanza in ottica ambientalistica e di salute pubblica delle fonti di energia rinnovabile e contemporaneamente il ruolo fondamentale che le stesse dovranno ricoprire, in particolar modo in paesi come l'Italia, ove l'accrescimento del livello di autonomia energetica sta diventando sempre di più una necessità primaria in seguito agli eventi connessi al recente conflitto in Ucraina, è ora il caso di introdurre nella trattazione un punto, ritenuto estremamente rilevante.

Si fa riferimento alla spinta costante messa in atto nell'ultimo periodo dall'Unione Europea nell'ottica di incentivare la transizione energetica verso le fonti rinnovabili e nell'accelerazione delle politiche volte a contrastare il cambiamento climatico, sempre all'interno del paradigma della crescita sostenibile²²².

Per mostrare come ciò effettivamente si concretizzi si ritiene utile analizzare la posizione dell'Unione Europea sul fronte *renewables*, ripercorrendo in misura estremamente sintetica l'evoluzione legislativa, invero particolarmente articolata in merito.

²²¹ Armstrong, (2022). "Where Renewables Are Poised to Reduce Russian Gas Dependency". <https://www.statista.com/chart/27430/electricity-generation-using-russian-natural-gas-and-forecast-renewable-generation-growth/>.

²²² Bruti Liberati, Marinella, De Focatiis, Travi, (2022). "L'attuazione dell'European Green Deal: i mercati dell'energia e il ruolo delle istituzioni e delle imprese: convegno annuale di AIDEN 2022 Milano, 10 febbraio 2022", Milano, Wolters Kluwer.

Il punto di partenza per questo intento è il 2009; tramite la Direttiva 2009/28/CE²²³ si era stabilito un target per il 2020 pari al 20% per quanto concerne la porzione del consumo finale di energia elettrica dell'Unione Europea che sarebbe dovuta derivare da fonti energetiche rinnovabili.

Nel 2018, nell'ambito dell'ambizioso progetto del “*Clean Energy Package*”, che prevedeva entro il limite del 2030 anche una riduzione del 40% delle emissioni di gas serra rispetto a quanto si registrava nel 1990, è entrata in vigore la Direttiva UE 2018/2001²²⁴ che impone che entro il 2030 almeno il 32% dei consumi finali di energia elettrica sia soddisfatto tramite fonti energetiche rinnovabili²²⁵.

Nel 2019 la Commissione Europea ha fornito una comunicazione nota come “*Green Deal Europeo*”, che ha disegnato la strategia di medio lungo termine dell'Unione, nella quale viene individuato un obiettivo particolarmente stimolante per gli Stati Membri dell'UE. Difatti si tratta del raggiungimento della neutralità climatica rendendo l'Europa l'unico continente in grado di eliminare dall'atmosfera tanta anidride carbonica quanta ne produce effettivamente, entro il 2050²²⁶, una prospettiva temporalmente distante ma che richiede interventi immediati ed effettivi delle singole nazioni²²⁷²²⁸.

Il Green Deal Europeo, che acquisisce un peso geopolitico non indifferente in seguito alla volontà dichiarata della Cina di rendersi *carbon neutral* entro il 2060, presuppone per i suoi ambiziosi obiettivi, una forte riduzione delle disparità economiche e sociali all'interno dell'Unione, che dunque affianca alle sfide ambientali, opportunità proprio sul piano economico-sociale²²⁹.

Un successivo crocevia di estrema rilevanza è quello datato 14 luglio 2021. Risale infatti a questa data la comunicazione della Commissione Europea nota come “*Fit for 55*”²³⁰, ove fra le varie previsioni, si proponeva di innalzare la quota delle *renewables* nel mix energetico dell'UE al 40% entro il 2030 rispetto al 32% inizialmente previsto nel 2018. Contemporaneamente sempre entro il 2030 si mirava ad incrementare anche il target riguardante le diminuzioni di emissioni dei gas a effetto serra, portato al 55% rispetto al 40% individuato nel 2018. Tale traguardo, invero particolarmente ambizioso, classificabile come il fulcro del pacchetto di

²²³ Direttiva 2009/28/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2009, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili, recante modifica e successiva abrogazione delle direttive 2001/77/CE e 2003/30/CE.

²²⁴ Direttiva (UE) 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili (rifusione).

²²⁵ Ciucci, (2022). “Energie rinnovabili”, Note tematiche sull'Unione europea. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/70/renewable-energy>.

²²⁶ Parlamento europeo, attualità, (2023). “Neutralità carbonica: cos'è e come raggiungerla entro il 2050”. <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20190926STO62270/neutralita-carbonica-cos-e-e-come-raggiungerla>.

²²⁷ “Verso l'autonomia energetica italiana: acqua, vento, sole, rifiuti le nostre materie prime”, (2022). The European House – Ambrosetti, A2A. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

²²⁸ Obiettivo poi formalizzato nel Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021 che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il regolamento (CE) n. 401/2009 e il regolamento (UE) 2018/1999 («Normativa europea sul clima»).

²²⁹ Wolf, Teitge, Mielke, Schütze, Jaeger, (2021). “The European Green Deal—more than climate neutrality”, *Intereconomics*, 56, 99-107.

²³⁰ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI “Pronti per il 55 %”: realizzare l'obiettivo climatico dell'UE per il 2030 lungo il cammino verso la neutralità climatica COM/2021/550.

proposte, trovava nello sfruttamento delle rinnovabili solamente una delle leve attraverso cui essere raggiunto. Il Fit for 55, infatti, si articolava in ben tredici iniziative. Si segnalano fra le altre, ad esempio, un miglioramento dell'efficienza energetica; un meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (CBAM) atto a impedire che l'esternalizzazione della produzione di molte imprese in territori con standard climatici e ambientali meno stringenti rendesse vani gli sforzi dell'Unione in tal senso; una revisione del sistema di tassazione dell'energia²³¹.

Sono stati anche molteplici i fondi stanziati dall'UE per progetti e investimenti diretti all'implementazione di una transizione energetica *green* e altre tematiche ambientali, come ad esempio i quasi cinquecento milioni di euro allocati dal “*Next Generation EU*”, piano promosso dall'Unione nel 2020 nell'ottica di una effettiva ripresa dell'economia post Covid 19, verso progetti riguardanti il clima²³². Anche il settore della ricerca ha destinato fondi ingenti verso iniziative riguardanti la transizione energetica, incentivandone lo sviluppo²³³.

Quello delineato finora è un quadro dove appare lampante la volontà dell'Unione Europea di promuovere un utilizzo sempre più consistente delle fonti di energia rinnovabili, tradottosi in obiettivi e vincoli ritoccati ripetutamente al rialzo sia nell'ambito di standard direttamente correlati con le *renewables*, che inerenti solamente alla situazione climatica.

Ebbene, come si è già ampiamente esplicitato in precedenza, il conflitto russo ucraino ha stravolto completamente il settore energetico mettendo a nudo le vulnerabilità di molti paesi, Italia e Germania su tutti, in ottica di autonomia energetica; conseguentemente l'Unione Europea ha riadattato ulteriormente le proprie politiche a riguardo²³⁴. Il piano in questione risale al 2022 ed è denominato “*REpowerEU*”²³⁵.

Esso si articola in tre pilastri fondamentali²³⁶. Il primo riguarda la transizione verso l'energia pulita, prevedendo un innalzamento della quota delle *renewables* nel mix energetico dell'UE entro il 2030 di altri cinque punti percentuali, arrivando quindi al 45%. A questa manovra se ne aggiungono altre volte a snellire, facilitare e incentivare progetti riguardanti il fotovoltaico. Gli ulteriori due pilastri del REpowerEU attengono alla diversificazione delle fonti di energia e al risparmio energetico, tematiche già contenute nel Fit for 55.

In questa sede non si ritiene opportuno estendere l'analisi a tali ulteriori punti del piano in questione, si è voluto semplicemente menzionarli per sottolineare ancora una volta la direzione chiara verso cui si è mossa e si sta muovendo in maniera sempre più decisa ed inequivocabile l'Unione Europea.

²³¹ Consiglio Europeo, (2023). “Pronti per il 55%, il piano dell'UE per una transizione verde”. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/fit-for-55-the-eu-plan-for-a-green-transition/>.

²³² “Verso l'autonomia energetica italiana: acqua, vento, sole, rifiuti le nostre materie prime”, (2022). The European House – Ambrosetti, A2A. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

²³³ Si segnala il programma Horizon che ha stanziato più di 28 miliardi di euro a sostegno della transizione energetica e degli investimenti privati.

²³⁴ Ciucci. “Energie rinnovabili”, Note tematiche sull'Unione europea, cit.

²³⁵ COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI Piano REPowerEU .COM/2022/230.

²³⁶ “Verso l'autonomia energetica italiana: acqua, vento, sole, rifiuti le nostre materie prime”, (2022). The European House – Ambrosetti, A2A. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.

Infine, si riporta un'ultima novità recente. Il 30 marzo dell'anno in corso è stato raggiunto un accordo fra le istituzioni dell'Unione Europea nell'ambito di una nuova direttiva a tema rinnovabili.

Nello specifico, fra i vari punti trattati, è stata fissata al 42,5% la porzione obiettivo che dovranno assumere le rinnovabili nel soddisfacimento dei consumi primari di energia elettrica nell'UE entro il 2030, superiore sia al 32% stabilito nel 2018 dal Clean Energy Package, che al 40% individuato dal Fit for 55 nel 2021, e immediatamente inferiore al 45% del progetto REpowerEU²³⁷. Molti dei protagonisti come Kadri Simson (Commissaria europea all'energia) e Markus Pieper (eurodeputato tedesco, relatore del provvedimento per il Parlamento europeo) hanno commentato positivamente l'accordo in questione, rappresentando quest'ultimo una manovra importante nel raggiungere gli ambiziosi obiettivi del Green Deal e del REpowerEU. Questa intesa che, come detto, fungerà da base per una nuova direttiva sulle *renewables* tocca anche un altro aspetto molto sentito dai soggetti operanti nel settore. Difatti si è voluto evidenziare come sia prioritario rendere più agevole la costruzione e l'implementazione di nuovi progetti a tema energia *green*, che per via dei tortuosi ostacoli burocratici a cui sono stati sottoposti per molti anni si sono ritrovati troppo spesso frenati e rallentati²³⁸. Come si dirà in seguito, anche esponenti nel mondo del *crowdfunding* energetico in Italia hanno fatto notare questo tema.

3.2 “IL FENOMENO DEL CROWDFUNDING ENERGETICO IN ITALIA”

Il quadro finora descritto per l'Italia è quello di un paese che indubbiamente deve migliorare la propria posizione in materia di autonomia energetica, in particolar modo per via del contesto socioeconomico che si è recentemente delineato che pone la nostra nazione in una situazione dove appare necessario agire con fermezza per ridurre la propria dipendenza energetica dal gas russo. A queste considerazioni si aggiungono poi le statistiche analizzate nei paragrafi precedenti, che mostrano notevoli potenzialità del territorio italiano sul fronte *renewables*. A tal proposito, peraltro, si segnala quanto riportato dalla cinquantottesima edizione del report “EY Renewable Energy Country Attractiveness Index”, condotto da EY Italy. Questo studio ha infatti rilevato che fra maggio e ottobre 2021 l'Italia ha scalato due posizioni nella classifica dell'attrattività del settore degli investimenti in rinnovabili, passando dal quindicesimo posto su quaranta al tredicesimo²³⁹. Questo miglioramento è un ulteriore dato che suffraga la tesi secondo cui il settore delle rinnovabili in Italia rappresenterebbe un'opportunità sia attuale che potenziale per gli investitori.

²³⁷ Il Sole 24 Ore, (2023). “Accordo Ue sulle rinnovabili: permessi più veloci e target al 42,5% entro il 2030. <https://www.ilsole24ore.com/art/accordo-ue-nuova-direttiva-le-rinnovabili-AEC11cBD>.

²³⁸ Dell'Olio, (2023). “L'Europa alza i target sulle rinnovabili”, La Repubblica. https://www.repubblica.it/economia/rapporti/energitalia/sostenibilita/2023/04/04/news/leuropa_alza_i_target_sulle_rinnovabili-394894240/.

²³⁹ “Analisi EY: l'Italia ancora più attrattiva per gli investimenti in energie rinnovabili con opportunità di sviluppo di breve-lungo periodo”, (2021). EY Italy. https://www.ey.com/it_it/news/2021-press-releases/10/ey-renewable-energy-country-attractiveness-index-2021.

Lo stesso report sottolinea inoltre che nonostante la crisi pandemica, gli investimenti in capacità di energia rinnovabile sono cresciuti del 2% nel mondo, mentre le installazioni di capacità rinnovabili hanno registrato un significativo incremento, pari al 45% rispetto al 2019.

In ultimo, è ancora una volta necessario sottolineare come le già richiamate tematiche ambientali e di salute pubblica, e il conseguente sentiero tracciato dall'Unione Europea nel rendere prioritari diversi obiettivi a riguardo, abbiano reso la transizione energetica verso fonti rinnovabili non più una possibilità ma un adempimento a cui gli stati devono rivolgere impegno e risorse sia nel medio lungo termine che nel breve.

Dunque, volendo collegare gli spunti forniti dalle diverse prospettive appena riepilogate, il *crowdfunding* rappresenta un'occasione interessante sia per sfruttare le potenzialità che il territorio nazionale può concretamente offrire, che per guidare il paese verso un inevitabile processo di ricerca di autonomia energetica che sia parimenti compatibile con una transizione di tipo *green*.

È inoltre di fondamentale importanza richiamare ora uno dei caratteri distintivi del fenomeno del *crowdfunding*. Questa forma alternativa di finanziamento, per la sua natura di coinvolgimento e inclusione dei cittadini nei progetti da loro sostenuti²⁴⁰, appare come una soluzione naturale per reperire i fondi necessari per campagne, come quelle sulle fonti energetiche rinnovabili, che dovrebbero sempre di più stimolare il senso civico degli individui, toccare le corde della loro sensibilità nei confronti di tematiche che troppo spesso in passato sono state trascurate, non attribuendo il dovuto peso specifico a problematiche che si sono ingigantite negli anni e non permettono perciò di esitare ulteriormente.

Considerazioni simili erano state effettuate nel primo capitolo nel descrivere il nuovo modello del *civic crowdfunding*, tipologia che fa leva proprio sulla notevole capacità del fenomeno di chiamare all'azione i cittadini di un determinato luogo e dunque canalizzarne le contribuzioni verso progetti come la costruzione di aree verdi, manutenzione di monumenti, riqualificazione di territori²⁴¹.

Eliminare, o almeno accorciare, la distanza fra comunità e progettisti è alla base del successo di ogni progetto di *crowdfunding*, ma in questo specifico settore (energie rinnovabili) tale processo ha anche dei risvolti di interesse pubblico di notevole rilevanza. Inoltre, i cittadini che abitano in un determinato territorio saranno stimolati in misura maggiore sia per via dell'importanza che assumono per essi i ritorni positivi in materia di riqualificazione dell'area in cui vivono ma anche in ragione di rendimenti finanziari che spesso sono maggiorati per i residenti del luogo ove il progetto proposto viene messo in atto.

Le tematiche di impatto sostenibile sono peraltro uno dei driver principali che spingono gli individui a investire in questo genere di progetti. Infatti, la collettività in tale specifico segmento non tiene in considerazione solamente aspetti prettamente finanziari, come il rendimento atteso, la reputazione del *fundraiser*, il livello di trasparenza intercorrente fra le parti o il modello di investimento in questione, ma introduce nelle proprie

²⁴⁰ Pais, Peretti, Spinelli. "Crowdfunding: la via collaborativa all'imprenditorialità", cit.

²⁴¹ Care, Trotta, Carè, R., Rizzello. (2018). "Crowdfunding for the development of smart cities", *Business Horizons*, 61(4), 501-509.

valutazioni ulteriori punti di vista, come appunto quello relativo all'impatto che la campagna finanziata potrà avere sull'ambiente e sulla salute pubblica²⁴².

Peraltro, vi sono evidenze che il profilo di sostenibilità di un progetto di *crowdfunding*, nonostante non abbia direttamente effetto sulle possibilità di successo dello stesso, sia però in grado di renderlo più attrattivo ai *funders*²⁴³. Tale conclusione appare in linea con la crescente rilevanza degli investimenti sostenibili e del ruolo primario dei parametri ESG di cui si è già trattato.

Il *crowdfunding* per progetti su fonti energetiche rinnovabili ha concretamente permesso ai cittadini di investire in campagne legate al solare, all'eolico e alla biomassa, con il solare fotovoltaico che comprende circa il 70% di quanto è stato complessivamente finanziato tramite le piattaforme²⁴⁴.

Il *crowdfunding* energetico mira quindi a garantire una condivisione effettiva dei benefici sia economici ma anche di differente natura fra coloro che contribuiscono a finanziare il progetto. A tal fine non soltanto l'investimento minimo che un individuo può decidere di effettuare è tendenzialmente di taglio molto ridotto²⁴⁵, in modo tale da includere e coinvolgere una porzione consistente di cittadini, ma spesso viene anche definito un target massimo alla singola contribuzione, ancora una volta nell'ottica di permettere una diffusione quanto più capillare possibile dello strumento e non renderlo un'opportunità riservata ad un numero ristretto di investitori in possesso di ingenti risorse²⁴⁶.

Per quanto riguarda gli aspetti meramente finanziari, il rendimento medio annuo lordo connesso ai progetti di *crowdfunding* energetico si attesta fra il quattro e il sette/nove percento^{247,248}, e prevede anche vantaggi fiscali particolarmente rilevanti per chi decide di investire²⁴⁹.

Il coinvolgimento della collettività nel settore energetico e in particolare nel segmento rinnovabili è una tendenza testimoniata anche dalla crescente importanza, specialmente nell'ambito del fotovoltaico, delle c.d. comunità energetiche, ossia associazioni di cui possono fare parte sia cittadini che PMI che attività commerciali, ma anche pubbliche amministrazioni, volte a produrre e condividere energia rinnovabile, con l'obiettivo di generare e successivamente gestire autonomamente energia verde a costi vantaggiosi, riducendo sia le emissioni di CO₂ che lo spreco energetico²⁵⁰. Queste comunità²⁵¹ sebbene differiscano sensibilmente su un piano concettuale nelle modalità rispetto al *crowdfunding* per finanziare progetti su fonti rinnovabili,

²⁴² Bergmann, Betz, Burton, Kohl, Maidonis, Klaes, (2016). "Crowdfunding for renewable energy: Survey results on public perceptions and the views of crowdfunding platforms and project developers", Preuzeto, 6, 2018.

²⁴³ A riguardo, Vismara, (2019). "Sustainability in equity crowdfunding", Technological Forecasting and Social Change, 141, 98-106.

²⁴⁴ Cimpanelli. "Crowdfunding energetico, cos'è: come investire (da 250 euro in su) in impianti green e guadagnare", cit.

²⁴⁵ 250, 300, 500 euro.

²⁴⁶ Cimpanelli. "Crowdfunding energetico, cos'è: come investire (da 250 euro in su) in impianti green e guadagnare", cit.

²⁴⁷ Ibidem

²⁴⁸ Paparo, (2022). "Investire in fonti rinnovabili con il crowdfunding energetico", Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/investire-fonti-rinnovabili-il-crowdfunding-energetico-AEvWBUPC>.

²⁴⁹ per le persone fisiche 30% detrazione d'imposta del capitale investito fino ad un massimo di 1 milione di euro; per le persone giuridiche 30% di deduzione dal reddito imponibile.

²⁵⁰ EnelGreenPower, "Cos'è una comunità energetica?". <https://www.enelgreenpower.com/it/paesi/europa/italia/comunita-energetiche-rinnovabili>.

²⁵¹ per legge, lo scopo di una comunità energetica non può essere il profitto. Perciò, in Italia le forme più comunemente utilizzate per ragioni di praticità e convenienza sono quelle dell'associazione non riconosciuta o della cooperativa.

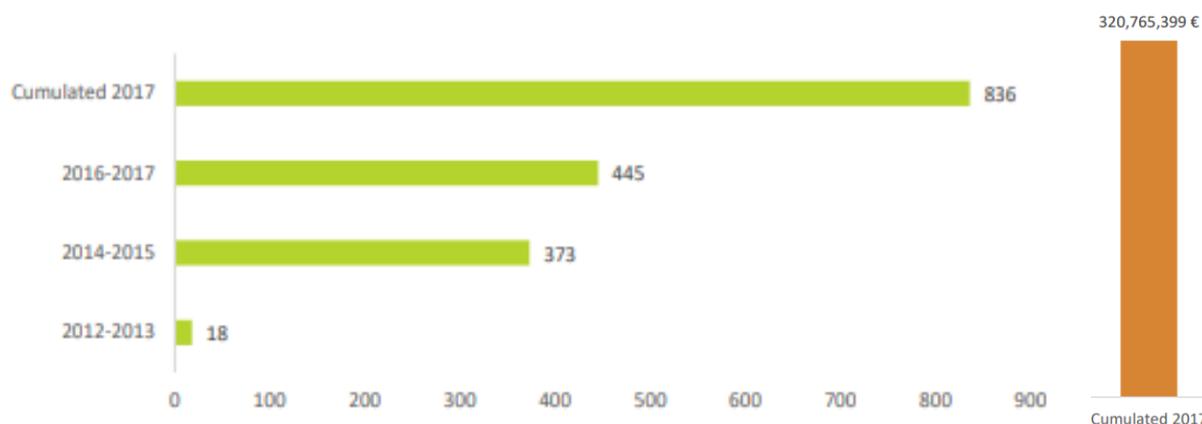
condividono però con esso lo spirito e i principi alla base dei rispettivi meccanismi di funzionamento e le ragioni del successo.

La comunità di energia rinnovabile è stata inquadrata dalla Direttiva Europea RED II²⁵² come un soggetto giuridico che in conformità con il diritto delle varie nazioni si fonda su una partecipazione aperta e volontaria, su un controllo effettivamente condotto da azionisti o membri nelle vicinanze degli impianti di produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, con l'obiettivo principale, in luogo del profitto finanziario, di offrire piuttosto benefici di tipo ambientale, economico o sociale ai propri azionisti/membri e nei territori ove agisce²⁵³.

Il fenomeno del *crowdfunding* nel mondo dell'energia ha visto la luce per la prima volta attorno al 2012²⁵⁴. Nel tentativo di ripercorrerne le fasi embrionali del suo sviluppo e della sua evoluzione nel contesto mondiale ed europeo si farà riferimento ad uno studio condotto da Chiara Candelise nel 2017²⁵⁵. Questo report è stato il primo contributo mirato ad analizzare dettagliatamente l'accezione del fenomeno in questione, proponendo diversi punti di vista che permettono di comprendere a fondo le specifiche di esso.

Dal 2012 al 2017 il numero di progetti di *crowdfunding* legati all'energia è progressivamente aumentato. Come testimonia il grafico riportato, presente nel report in questione, a livello globale si è passati dalle diciotto campagne del biennio 2012-2013, alle trecento settantatré del biennio 2014-2015, alle quattrocento quarantacinque del biennio 2016-2017. Il numero di progetti di questo tipo è stato quindi contraddistinto da un trend crescente.

A livello cumulato nel quinquennio in esame oltre ottocento campagne sono state promosse tramite i portali di crowdfunding, con una cifra complessiva di capitale raccolto che ha superato i trecentoventi milioni euro.



Numero di campagne di crowdfunding energetico a livello globale fra il 2012 e il 2017 e ammontare cumulato di capitale raccolto fino al 2017. Fonte: Candelise, Grasso et al. (2017). "Crowdfunding as a novel financial tool for district heating projects". <https://www.tempo-dhc.eu/wp-content/uploads/2018/12/D6.4-Crowdfunding-Report-FINAL-.pdf>.

²⁵² Direttiva 2018/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 dicembre 2018, sulla promozione dell'uso dell'energia da fonti rinnovabili.

²⁵³ Ferrari, C. (2022). "Dalle smart grids alle comunità energetiche", Osservatorio del diritto civile e commerciale, 11(Speciale), 189-206.

²⁵⁴ Candelise, Grasso et al. (2017). "Crowdfunding as a novel financial tool for district heating projects". <https://www.tempo-dhc.eu/wp-content/uploads/2018/12/D6.4-Crowdfunding-Report-FINAL-.pdf>.

²⁵⁵ Ibidem

Le analisi contenute nel report evidenziano poi quali sono le tipologie di progetti a riscuotere maggiore successo, con quelli riguardanti eolico e fotovoltaico che dominano tali classifiche, come prevedibile.

Un ulteriore aspetto su cui si è deciso di soffermarsi è quello riguardante i modelli di crowdfunding effettivamente adottati dalla maggioranza dei *fundraiser* di progetti energetici nel quinquennio 2012-2017 nel mondo.

Come riporta il seguente contributo, anch'esso ripreso dal report, le piattaforme di norma consentivano di contribuire nelle modalità previste dal modello *lending based*, con quindici portali di questo genere, seguiti da sei portali di tipo *equity* o similari, sei piattaforme ibride e due di stampo non finanziario (*donation based*)



Numero di piattaforme operanti nel mondo al 2017 nel settore del crowdfunding energetico, suddivise per modello. Candelise, Grasso et al. (2017). "Crowdfunding as a novel financial tool for district heating projects". <https://www.tempo-dhc.eu/wp-content/uploads/2018/12/D6.4-Crowdfunding-Report-FINAL-.pdf>.

L'ultima sezione del report incentrata sul crowdfunding energetico indaga le motivazioni che spingono sia i progettisti sia gli individui a ricorrere a questa accezione del fenomeno.

Per quanto concerne i *fundraiser* viene sottolineato il fatto che nei primi anni dello scorso decennio i progetti basati sulle fonti energetiche rinnovabili trovassero difficoltà nel reperire i fondi sufficienti, specialmente quando i proponenti erano soggetti come le start up. Pertanto, il *crowdfunding* poteva rappresentare un'alternativa per reperire fondi in maniera più agile e veloce rispetto ai canali di finanziamento tradizionali che di fatto rallentavano il processo di transizione energetica.

Una seconda giustificazione che il report fornisce al successo del *crowdfunding* nel settore energetico è che una delle leve che hanno guidato lo sviluppo di tale forma alternativa di finanziamento, come si è detto nel primo capitolo di questo elaborato, è la creazione di vere e proprie comunità digitali formate e alimentate da un forte senso di appartenenza sia dei progettisti che dei finanziatori. Nel segmento delle energie rinnovabili tale caratteristica del *crowdfunding* risalta particolarmente ricoprendo un ruolo fondamentale.

È infatti frequente che insiemi di soggetti diano vita a queste *communities*, poiché interessati ad un progetto energetico che abbia ripercussioni positive sul proprio gruppo, ma anche semplicemente sulla base di una

visione condivisa su tematiche di transizione energetica, o più in generale valori di stampo ambientalistico o etici.

Ovviamente la natura, nella grande maggioranza dei casi, finanziaria delle campagne in questione non può e non deve passare in secondo piano; trattandosi comunque di un finanziamento a titolo di capitale di rischio/credito, le motivazioni finanziarie restano uno dei motivi per cui un individuo decide di investire su un progetto di *crowdfunding* energetico.

Il *crowdfunding* può dunque incidere sensibilmente su un processo che renda più democratico l'accesso al settore delle energie rinnovabili, ampliando la cerchia di coloro che possono trarre benefici dai progetti impegnati su questo fronte non soltanto sul piano prettamente ambientalistico ma anche esclusivamente economico.

I progettisti energetici peraltro, oltre a sfruttare le funzionalità definibili “classiche” del *crowdfunding*, già ampiamente descritte, ossia il fatto di costituire una forma di finanziamento rapida e agevole, di ampliare sensibilmente la gamma dei possibili contribuenti alla campagna e di fornire alla stessa una fonte di visibilità e risonanza straordinaria, possono altresì trovare ulteriori stimoli a ricorrere a tale forma di finanziamento alternativo.

Si fa riferimento al potenziale di coinvolgimento della comunità locale, già introdotto in apertura di paragrafo, che da una parte permette la distribuzione dei proventi derivanti dal progetto energetico agli individui che abitano il luogo dove questo viene implementato, e dall'altra scongiura uno scenario particolarmente temuto dalle imprese. Difatti si minimizza l' indesiderata possibilità che i cittadini residenti in una specifica area possano intraprendere azioni volte a contrastare ed ostacolare il progetto. Questo scenario non è affatto una rarità, specialmente per quelle iniziative che comportino interventi massicci sul territorio²⁵⁶. Coinvolgere ed includere la collettività nella realizzazione del progetto, ma anche nelle aspettative di ritorni finanziari e di altro genere, può essere la strada più adeguata se non si vuole incorrere in posizioni ostruzionistiche degli individui.

Il contributo finanziario rappresenta indiscutibilmente la forma più lampante di consenso che la comunità locale può esprimere, elemento che per questo genere di progetti si è sottolineato essere un punto chiave per la riuscita e il successo di essi.

È stato deciso di riportare e analizzare le statistiche e le analisi contenute nello studio di Chiara Candelise, seppur esse fossero focalizzate sull'orizzonte temporale 2012-2017, dal momento che si è ritenuto che esse potessero costituire un contributo particolarmente utile a definire un quadro sintetico ma esaustivo dei primi passi mossi dal fenomeno. Lo scenario odierno è radicalmente mutato ma se la fattispecie riportava un trend crescente già in passato, è lecito aspettarsi un'impennata piuttosto che una flessione.

È già stato ampiamente rimarcato infatti come dal contesto recente il fenomeno del *crowdfunding* energetico possa trovare nuova linfa per svilupparsi e diffondersi ulteriormente, specialmente nei paesi alla ricerca di

²⁵⁶ Ibidem

maggior autonomia energetica e con un potenziale ancora non pienamente espresso del proprio territorio sul fronte rinnovabili, come è proprio l'Italia.

Adesso, dopo aver cercato di inquadrare compiutamente la fattispecie del *crowdfunding* energetico, si dedicherà l'ultimo paragrafo del seguente elaborato a proporre un resoconto sull'attuale situazione nel nostro paese in relazione ai progetti di *crowdfunding* su fonti energetiche rinnovabili, soffermandosi su campagne in corso e piattaforme ad oggi operanti nel contesto nazionale.

3.3 “I PROGETTI “EDISONCROWD” E “SCELTA RINNOVABILE ENEL” “

Nel corso dell'elaborato si è ripetutamente sottolineata l'importanza che il *crowdfunding* può avere nell'offrire ad una platea più ampia di soggetti la possibilità di finanziarsi. Si tratta infatti di un meccanismo che da l'opportunità ad una serie di operatori definiti non bancabili²⁵⁷ di reperire i fondi necessari per sostenere i propri progetti e la loro operatività.

Storicamente, infatti, hanno fatto primariamente ricorso a questo strumento innovativo le start up, le PMI, e in generale quelle imprese e quei soggetti con un elevato potenziale ma costretti doversi costantemente interfacciare con la complessa problematica della difficoltà nel trovare occasioni di finanziamento.

Sebbene queste considerazioni siano effettivamente sostenute dalla realtà dei fatti, nell'esperienza italiana del *crowdfunding* energetico, anche colossi del settore hanno deciso di intraprendere questa strada, cercando di sfruttare quei profili del fenomeno in questione che potevano rivelarsi opportunità profittevoli e possibilità di innovazione anche per realtà completamente differenti da quelle a cui tradizionalmente si pensa quando si fa riferimento al *crowdfunding*.

Se per questi operatori, infatti, non siano tematiche rilevanti quelle inerenti alla necessità di diffondere il proprio nome o delle difficoltà nel reperire fondi per i propri progetti, lo sono tuttavia il bisogno e la volontà di ricercare una forma di cooperazione, collaborazione e confronto con le comunità che abitano i luoghi interessati dalle campagne di *crowdfunding* energetico, oltre alla possibilità di diversificare il proprio parco di finanziatori rispetto unicamente al tradizionale canale bancario. Le banche, infatti, sono spesso considerate uno stakeholder particolarmente “ingombrante” e dunque introdurre nuove tipologie di *lenders* può essere una scelta saggia e conveniente.

Le piattaforme attraverso cui vengono proposti progetti di *crowdfunding* sulle fonti energetiche rinnovabili in Italia sono sia di tipo generalista, con questo specifico tipo di campagne che costituiscono solamente una parte dell'offerta più ampia, come ad esempio la piattaforma “Crowdlender”, che è impegnata anche su altri fronti

²⁵⁷ Soggetti che non possono ricorrere al tradizionale canale bancario per finanziarsi, o che per farlo devono sopportare condizioni inique

come il real estate. Tuttavia, vi sono anche portali pensati, sviluppati e operativi esclusivamente per ospitare progetti a stampo green. Si segnalano in tal senso la piattaforma “Ecomil”²⁵⁸ e la piattaforma “Ener2Crowd”²⁵⁹. Osservando i progetti più recenti finanziati attraverso quest’ultimo portale è possibile apprezzare una moltitudine di start up e PMI ad aver ricevuto finanziamenti anche di cospicua entità (alcuni con cifre raccolte superiori ai cinquecentomila euro). La durata dei finanziamenti varia da un minimo di dodici mesi ad un massimo di centoventi. Tuttavia, la maggior parte delle iniziative ospitate da Ener2crowd prevede un orizzonte temporale di finanziamento fra i ventiquattro e i quarantotto mesi.

Come anticipato, anche i c.d. *incumbent*²⁶⁰ del settore in Italia hanno fatto ricorso al *crowdfunding*, ampliando gli orizzonti dello stesso, in un’ottica di allargamento dei confini di tale strumento, non più intendibile solo come una strada alternativa al finanziamento bancario per realtà innovative di dimensioni modeste, ma come un’opportunità concreta per più soggetti.

Fra le grandi imprese concretamente impegnate in questo genere di operazioni di menzionano “Edp Renewables”, “Enel” e “Edison”.

Quest’ultima, operante da oltre centotrenta anni nel settore energetico, ha implementato l’iniziativa denominata “EdisonCrowd”. Come è possibile leggere sul sito ufficiale di EdisonCrowd, attraverso l’infrastruttura fornita dalla piattaforma Crowdlender, Edison offre la possibilità alle comunità locali di divenire protagonisti della transizione energetica che interesserà il loro territorio, dando accesso a campagne di *lending crowdfunding* riguardanti progetti su fonti energetiche rinnovabili ed efficienza energetica²⁶¹.

Attraverso questo canale innovativo Edison è riuscita a finanziare già tre progetti con successo. Il primo è stato il finanziamento di una rete di teleriscaldamento a Barge, in Piemonte²⁶².

Senza voler entrare negli aspetti più tecnici di questa campagna, si segnala che, con oltre cinquecento famiglie servite da energia pulita, il progetto ha raggiunto obiettivi sia in termini di rilevanti risparmi sulle bollette per la comunità, che di externalità positive sull’ambiente per via delle riduzioni di emissioni inquinanti e climalteranti, e in ultimo sotto il profilo della sicurezza²⁶³.

In linea con quanto già riscontrato nel primo capitolo, ovvero la preminenza del nord Italia nell’evoluzione e nello sviluppo del *crowdfunding* nel nostro paese, il secondo progetto finanziato nell’ambito dell’iniziativa EdisonCrowd, è stata la centrale idroelettrica costruita sulle sponde del fiume Sesia, a Palestro, in Lombardia. Con oltre duecentocinquantamila euro di contribuzioni la raccolta si è conclusa in anticipo, segnale del grande successo riscontrato per l’iniziativa. Una centrale idroelettrica è in grado di fornire energia elettrica senza

²⁵⁸ Sul sito di Ecomil è possibile leggere “Ecomil permette di raccogliere capitale a progetti infrastrutturali, start-up e PMI nel settore della transizione energetica e della sostenibilità secondo i più elevati standard, coinvolgendo una platea di investitori crowd, retail, professionali.”. <https://www.ecomill.it/>.

²⁵⁹ Sul sito di Ener2Crowd è possibile leggere “Diventa protagonista del cambiamento, finanziando progetti 100% green con la più grande comunità di investitori etici di Italia e d’Europa.”. <https://www.ener2crowd.com/it/home>.

²⁶⁰ Imprese tradizionalmente operanti in un dato settore con un’esperienza solida e fortificata negli anni.

²⁶¹ EdisonCrowd. <https://www.edisoncrowd.it/>.

²⁶² EdisonCrowd, (2018). “Progetto Barge”. <https://www.edisoncrowd.it/progetto-barge/>.

²⁶³ La rete di teleriscaldamento riduce il rischio di incendio e di esplosione degli edifici abitati grazie alla rimozione del punto di fuoco, ossia la caldaia.

emissioni di CO₂; è dunque chiaro che questo genere di progetti sia perfettamente in linea con gli obiettivi di sostenibilità e transizione energetica green. Peraltro, Edison nella fase di progettazione dell'impianto, ha prestato particolarmente attenzione agli impatti sul territorio e alla preservazione dell'ecosistema paesaggistico²⁶⁴.

La terza campagna di *crowdfunding* di Edison è stata ancora una volta localizzata in Piemonte, per la precisione a Quassolo. Anche in questo caso si è trattato di una centrale idroelettrica, la cui entrata in funzione è prevista per dicembre 2023, con una producibilità attesa di circa 8.300.000 kWh all'anno, pari al fabbisogno energetico di circa 3.000 famiglie; anche in questa occasione Edison ha ribadito il proprio impegno nel rispettare il territorio in questione e a preservare il contesto ambientale circostante²⁶⁵.

Questo progetto prevedeva un tasso di interesse fisso a remunerazione degli investimenti pari al 6%, in linea con la media per questo genere di campagne. Bisogna sottolineare che spesso, come nel caso della centrale idroelettrica di Quassolo, i residenti del comune hanno un accesso prioritario al finanziamento del progetto, con l'apertura dell'iniziativa al resto della provincia, della regione e della nazione, che avviene solo in un secondo momento²⁶⁶. Ovviamente si cerca in tal modo di stimolare ancora una volta un coinvolgimento quanto più attivo della comunità locale, dandole la possibilità di rendersi protagonista del futuro proprio e dei territori che li circondano, prima di consentirli ad altri intenzionati a supportare la campagna.

Anche Enel ha fatto ricorso al *crowdfunding* per finanziare progetti su fonti energetiche rinnovabile. L'iniziativa ha preso il nome di "Scelta Rinnovabile", a sua volta gestita da "Enel Green Power", azienda fondata nel 2008 e che all'interno del gruppo Enel si occupa dell'attività di generazione di energia derivante da fonti rinnovabili²⁶⁷.

Come è possibile leggere sul sito ufficiale di Enel Green Power la sostenibilità costituisce la bussola per tutti i processi aziendali ed è al centro dei progetti proposti; l'azienda si presenta come costantemente alla ricerca di soluzioni innovative che le permettano di produrre energia green in maniera più sostenibile, sicura ed efficiente²⁶⁸.

Per quanto riguarda il green *crowdfunding* energetico, Enel ha deciso di sfruttare la piattaforma Ener2Crowd per ospitare i propri progetti. Fra il 2021 e il 2022 sono stati finanziati tramite questo portale quattro parchi solari, rispettivamente a Poggio Renatico²⁶⁹ in Emilia-Romagna, Casei Gerola²⁷⁰ in Lombardia, Augusta²⁷¹ in Sicilia e Trino²⁷² in Piemonte. Per tutte le campagne in questione, la durata dei finanziamenti ammonta a trentasei mesi. Il taglio minimo e massimo del singolo finanziamento è, per tutte le iniziative in esame,

²⁶⁴ EdisonCrowd, (2018). "Progetto Palestro". <https://www.edisoncrowd.it/progetto-palestro/>.

²⁶⁵ EdisonCrowd, (2021). "Progetto Quassolo". <https://www.edisoncrowd.it/progetto-quassolo/>.

²⁶⁶ Paparo, (2022). "Investire in fonti rinnovabili con il crowdfunding energetico", cit.

²⁶⁷ Enel Green Power. <https://www.enelgreenpower.com/it>.

²⁶⁸ Ibidem

²⁶⁹ Ener2Crowd, (2021). "Parco solare Malvezzi". <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/109-parco-solare-malvezzi>.

²⁷⁰ Ener2Crowd, (2021). "Parco solare Casei Gerola". <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/116-parco-solare-casei-gerola>.

²⁷¹ Ener2Crowd, (2022). "Parco solare Augusta". <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/148-parco-solare-augusta>.

²⁷² Ener2Crowd, (2022). "Parco solare Trino". <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/181-parco-solare-trino>.

compreso in un intervallo fra i cento e i cinquemila euro, in modo da incontrare le diverse esigenze e volontà dei potenziali investitori. La raccolta minima per tutti i progetti ammontava a centomila euro, mentre la raccolta massima, raggiunta in tutte e quattro le campagne, era pari a centocinquantamila euro, tranne nel caso del parco solare di Poggio Renatico dove era invece pari a duecentomila euro.

L'obiettivo del progetto Scelta Rinnovabile è quello di creare valore sia sociale che ambientale per il territorio coinvolgendo in maniera diretta e sensibilizzando una categoria di stakeholder spesso non adeguatamente tenuta in considerazione, ossia le comunità locali, nella realizzazione di impianti di energia pulita e accelerare la decarbonizzazione²⁷³.

Un ulteriore elemento che caratterizza questo genere di campagne, oltre all'accesso prioritario in esclusiva per i residenti dei comuni interessati da tali progetti, è che spesso, come si era già accennato in apertura di capitolo, il rendimento offerto ad essi è leggermente maggiore rispetto agli altri finanziatori, in modo tale, ancora una volta, di ricercare il massimo coinvolgimento della comunità locale nella realizzazione delle iniziative²⁷⁴.

A titolo esemplificativo, nell'ambito dell'iniziativa per la costruzione del parco solare di Augusta, si prevedeva un tasso di rendimento annuo lordo pari a 5,5% per i residenti del comune siciliano, rispetto al 4,5% offerto agli altri potenziali finanziatori interessati alla campagna.

La piattaforma Ener2Crowd attribuisce un rating ad ogni progetto proposto tramite la piattaforma. Questo parametro, denominato "EnerScore", da una misura immediata e sintetica della "bontà" della campagna sulla base di dati e indicazioni di vario genere. Si ritiene opportuno menzionare che tutte e quattro le campagne di crowdfunding targate Enel hanno conseguito il livello di rating più alto possibile, A+, una conferma tangibile della qualità delle proposte rientranti nell'iniziativa Scelta Rinnovabile Enel e intermedie da Ener2Crowd.

Di seguito si riporta un esempio dell'interfaccia consultabile sulla piattaforma Ener2Crowd che mostra il procedimento di costruzione e calcolo del rating di un progetto, evidenziando le varie componenti considerate dal portale a tal fine, e il peso relativo di ognuna di esse. L'iniziativa in questione è il parco solare a Trino, proposto da Enel Green Power, tramite la società Agatos Green Power Trino S.r.l.

Tale progetto ha ottenuto un punteggio pari a 10, corrispondente ad un rating A+. In questo caso il tasso di rendimento offerto (5,5%) è stato superiore rispetto a quello suggerito dalla piattaforma (3-4%)

²⁷³ Ener2Crowd, <https://www.ener2crowd.com/it/home>.

²⁷⁴ Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). "7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING". <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.

RATING GLOBALE	Range Punteggio		Tasso di rendimento suggerito	RATING ASSEGNATO
	DA	A		
A+	8,7	10,0	3 - 4%	RATING A+
A	7,4	8,6	4 - 5%	
B+	6,0	7,3	5 - 6%	
B	4,6	5,9	6 - 7%	
C	3,1	4,5	7 - 8%	

Costruzione del rating	Peso	Rating parziali
RATING ANALISI TECNICA	30%	★★★
RATING ANALISI CREDITIZIA	60%	★★★
RATING STORICITA' E MANAGEMENT AZIENDALE	10%	★★★

Rating del progetto proposto da Enel Green Power, tramite la società Agatos Green Power Trino S.r.l., per la costruzione di un parco solare a Trino, finanziabile tramite la piattaforma Ener2Crowd. Fonte: Ener2Crowd, (2022). "Parco solare Trino". <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/181-parco-solare-trino>.

L'importanza del *crowdfunding* nel guidare la diffusione dell'energia rinnovabile nel nostro paese passa quindi per tre direttrici distinte: tecnologia, attrattività degli investimenti e coinvolgimento attivo dei cittadini residenti nei luoghi interessati dalle iniziative²⁷⁵.

L'ingrediente mancante per accrescere il peso specifico delle fonti energetiche rinnovabili in Italia, non solo per quanto riguarda esclusivamente il *crowdfunding*, potrebbe essere una sostanziale diminuzione delle tempistiche necessarie per i procedimenti autorizzativi; la burocrazia italiana potrebbe costituire infatti un vero e proprio freno in tal senso.

È di questo avviso, ad esempio, Eleonora Petrarca, responsabile *business development* Italia Enel Green Power, che ha recentemente affermato che «L'efficientamento delle tempistiche dei procedimenti autorizzativi è tra gli aspetti principali su cui accelerare»²⁷⁶. Difatti spesso una volta ottenuta l'autorizzazione la tecnologia pensata in un primo momento risulta altresì obsoleta, complicando in definitiva i piani di chi propone un progetto e rallentando in ultimo il processo di transizione energetica in Italia.

²⁷⁵ Paparo. "Investire in fonti rinnovabili con il crowdfunding energetico", cit.

²⁷⁶ Ibidem

CONCLUSIONI

Questo elaborato si prefiggeva come obiettivo quello di definire in primo luogo un quadro riassuntivo del fenomeno del *crowdfunding*, una forma di finanziamento dalle molteplici accezioni e sfaccettature, che per i suoi profili di inclusività finanziaria sia dal lato dell'offerta che della domanda, di supporto all'innovazione e all'imprenditorialità, di rapidità e semplicità di comprensione ed utilizzo, di allargamento delle possibilità di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario, costituisce un'opportunità di straordinario interesse per diversi individui e imprese, e un orizzonte concreto per molti settori dell'economia.

Accanto agli innegabili punti di forza, si è ritenuto poi necessario evidenziare i rischi connessi alle specificità di questo fenomeno, come la possibile asimmetria informativa, la sostanziale illiquidità degli investimenti in questione, la particolare natura dei soggetti finanziati, che essendo primariamente start up, sono contraddistinte da un futuro incerto e un'esigua esperienza pregressa, l'eventualità che il meccanismo della piattaforma possa facilitare comportamenti finanziari non sufficientemente consapevoli.

Successivamente, dopo aver ripercorso l'evoluzione normativa in Italia dell'*equity* e del *lending crowdfunding* si è attenzionata la nuova disciplina comunitaria recentemente introdotta, che rappresenterà un vero e proprio spartiacque, rivoluzionando l'operatività di molti operatori del settore, e introducendo una serie di novità destinate a ridisegnare i confini del fenomeno sotto svariate inquadature.

Si è cercato poi di contestualizzare il *crowdfunding*, e più in generale l'universo del Fintech, alla luce delle rinnovate esigenze, delle tortuose sfide, e delle notevoli complicità generate dalla pandemia di Covid-19, la quale nel suo processo di irreversibile condizionamento della quotidianità di molti individui ha accelerato sostanzialmente gli sviluppi della tecnologia nella finanza, così come in molte altre attività e settori economici. Infine, si è voluto esaminare a fondo il binomio fra il *crowdfunding* e le fonti energetiche rinnovabili, con un'attenzione particolare sull'Italia, con l'obiettivo di sottolineare quelle che possono essere le peculiarità vincenti del fenomeno in tale contesto, in una prospettiva di transizione energetica green e di ricerca di una maggiore indipendenza energetica.

A tal proposito, dopo aver cercato di illustrare le tematiche più significative correlate alle fonti energetiche rinnovabili, si è dedicata apposita trattazione all'attuale situazione nel nostro paese, individuando le piattaforme operanti nel settore, le imprese che si sono impegnate a proporre determinati progetti, le comunità locali che hanno deciso di contribuire sulla base di motivazioni di vario genere, in un complessivo processo di "democraticizzazione" del settore italiano delle rinnovabili.

Sebbene ad oggi la quasi totalità delle campagne sia localizzata nel nord Italia, coerentemente con quanto è riscontrabile sia considerando a livello aggregato il *crowdfunding* al di là del settore di applicazione, che più in generale facendo riferimento anche a differenti applicazioni del Fintech, è auspicabile che le iniziative in questione si diffondano anche nel resto della Penisola per raggiungere traguardi ambiziosi.

Con il focus sui progetti "EdisonCrowd" di Edison e "Scelta Rinnovabile" di Enel si è evidenziato il fatto che non soltanto realtà imprenditoriali giovani e inesperte come le start up possono godere dei benefici del *crowdfunding* per le energie rinnovabili, ma anche operatori già noti, radicati da anni nel settore, e con modelli

di business particolarmente solidi alle spalle. Chiaramente i profili di interesse del fenomeno per questi soggetti sono differenti rispetto ai primi, ma lo strumento adottato è il medesimo.

Con la nuova normativa europea, recepita in Italia a marzo 2023, la presente situazione geopolitica, e un contesto comunitario che rema sempre più vigorosamente nella direzione delle fonti di energia rinnovabili a discapito dei combustibili fossili, fissando standard e obiettivi ambientalistici costantemente al rialzo, il *crowdfunding* per le *renewables* potrebbe accrescere ulteriormente il proprio peso specifico e divenire uno strumento ancora più diffuso fra la collettività.

Affermare con certezza oggi cosa accadrà domani non è possibile, ma i presupposti per un consistente sviluppo di questa nuova forma di finanziamento nel mondo dell'energia appaiono sussistere con particolare evidenza e saranno quindi un aspetto da monitorare nei prossimi anni.

BIBLIOGRAFIA

- Alvisi, (2014). “Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico”, *Rivista di diritto bancario* 10, 1-22.
- Amato, (2018). “Il debt crowdfunding: un tertium genus accanto all’equity ed al lending crowdfunding”, *Dirittobancario.it*.
- Arlotta, Potenza, Schena, Tanda, (2018). “Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale”, *Quaderni FinTech Consob*, 36.
- Battisti, Creta, Miglietta, (2020). “Equity crowdfunding and regulation: implications for the real estate sector in Italy”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*.
- Beaulieu, Sarker, Sarker, (2015). “A conceptual framework for understanding crowdfunding”, *Communications of the Association for Information Systems*, 37(1), 1.
- Belleflamme, Omrani, Peitz, (2016). “Understanding the strategies of crowdfunding platforms”, *CESifo DICE Report*, 14(2), 6-10.
- Bergmann, Betz, Burton, Kohl, Maidonis, Klaes, (2016). “Crowdfunding for renewable energy: Survey results on public perceptions and the views of crowdfunding platforms and project developers”, *Preuzeto*, 6, 2018.
- Bruti Liberati, Marinella, De Focatiis, Travi, (2022). “L’attuazione dell’European Green Deal: i mercati dell’energia e il ruolo delle istituzioni e delle imprese: convegno annuale di AIDEN 2022 Milano, 10 febbraio 2022”, Milano, Wolters Kluwer.
- Bush, (2019). “Climate Change and Renewable Energy: How to End the Climate Crisis”. Springer Nature.
- Care, Trotta, Carè, R., Rizzello. (2018). “Crowdfunding for the development of smart cities”, *Business Horizons*, 61(4), 501-509.
- Cecchinato, (2023). “In G.U. il decreto sui servizi di crowdfunding per le imprese”, *Altalex*.
- Chen, Thomas, Kohli, (2016). “What really makes a promotional campaign succeed on a crowdfunding platform?: Guilt, utilitarian products, emotional messaging, and fewer but meaningful rewards drive donations”, *Journal of Advertising Research*, 56(1), 81-94.
- Cicerchia, (2013). “Crowdsourcing e crowdfunding: la folla che finanzia la cultura”, *Economia della cultura*, 23(2), 175-188.
- Cucchiarato, (2017). “L’Equity Crowdfunding e la progressiva perdita del “diritto di esclusiva” delle start-up e PMI innovative”, *Altalex*.
- Cumming, Leboeuf, Schwienbacher, (2020). “Crowdfunding models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing”, *Financial Management*; 49: 331– 360.
- Daniele, (2020). “Crowdfunding for Enterpreunership”, Egea editore.

- Davies, (2014). “Civic crowdfunding: participatory communities, entrepreneurs and the political economy of place”, *Entrepreneurs and the Political Economy of Place* (May 9, 2014).
- De Luca, Furnari, Gentile, (2021). “Il crowdfunding”. Da “Banche, Intermediari e Fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario”, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis. Giuffrè Francis Lefebvre.
- Dietrich, Amrein, (2016). “Crowdfunding monitoring”, Switzerland: Institute of Financial Services Zug IFZ.
- Ellis, (1998). *Energie rinnovabili, Equilibri*, 2(2), 231-240.
- Ferrari, C. (2022). “Dalle smart grids alle comunità energetiche”, *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 11(Speciale), 189-206.
- Flórez-Parra, Rubio Martín, Rapallo Serrano, (2020). “Corporate social responsibility and crowdfunding: The experience of the colectual platform in empowering economic and sustainable projects”, *Sustainability*, 12(13), 5251.
- Fu, Mishra, (2022). “Fintech in the time of COVID– 19: Technological adoption during crises”. *Journal of Financial Intermediation*, 50, 100945
- Gigante, Cozzio, (2022). “Equity crowdfunding: An empirical investigation of success factors in real estate crowdfunding”. *Journal of Property Investment & Finance*, 40(6), 532-547.
- Hervé, Schwiendbacher, (2019). “Crowdfunding and innovation”, *Contemporary Topics in Finance: A Collection of Literature Surveys*, 331-349.
- Inzoli, Bianchi, (2014). “Fonti energetiche rinnovabili”, Hoepli editore.
- Kumar, (2020). “Social, economic, and environmental impacts of renewable energy resources”, *Wind solar hybrid renewable energy system*, 1.
- Lener, Parrillo, (2018). “Quali regole per Fintech”. Da “Fintech: diritto, tecnologia e finanza”, *Quaderno n.2/2018*, a cura di Lener, *Rivista Bancaria-Minerva Bancaria*. Editrice Minerva Bancaria s.r.l.
- Lerro, (2015). “Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell’equity crowdfunding”, *Altalex*.
- Lucantoni, (2019). “La raccolta di capitali tramite portali: l’equity crowdfunding”. Da “I diversi settori del fintech”, a cura di Corapi, Lener. Wolters Kluver.
- Macchiavello, (2018). “La problematica regolazione del lending-based crowdfunding Italia”, *Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, 71(1), 63-98.
- Macchiavello, (2018). “La travagliata evoluzione normativa dell’equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita”, *Rivista di diritto bancario* 3.

- Mezzacapo, (2022). “Il nuovo regime giuridico del “financial return” crowdfunding nel mercato interno tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE”, Diritto della banca e del mercato finanziario, fascicolo 4/2022.
- Mirra, (2018). “L’equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita”. Da “Fintech: diritto, tecnologia e finanza”, Quaderno n.2/2018, a cura di Lener, Rivista Bancaria-Minerva Bancaria. Editrice Minerva Bancaria s.r.l.
- Modica, (2022). “Peer to Consumer Lending”, Osservatorio del diritto civile e commerciale, 11(1), 81-102.
- Natale, (2022). “Fintech: i confini dell’innovazione nella finanza”, Giuffrè Francis Lefebvre.
- Nunziante, Magrone, (2013). “Il crowdfunding.”, Rivista di diritto bancario.
- Oriani, (2022). “Opportunità e rischi per l’industria finanziaria nell’era digitale”. Da “Banche, Intermediari e Fintech. Nuovi strumenti digitali in ambito finanziario”, a cura di Cassano, Di Ciommo, De Ritis. Giuffrè Francis Lefebvre.
- Pais, Peretti, Spinelli, (2018). “Crowdfunding: la via collaborativa all’imprenditorialità”, EGEA spa.
- Pavan, (2018). “Il crowdfunding, cambia il tradizionale sistema del fare impresa”, Wolters Kluwer.
- Perea-Moreno, M. A., Samerón-Manzano, Perea-Moreno, A. J. (2019). “Biomass as renewable energy: Worldwide research trends”, Sustainability, 11(3), 863.
- Policaro, (2019). “Lo sviluppo in Italia dell’«equity crowdfunding». Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti.”, Osservatorio del diritto civile e commerciale, 8(1), 67-94.
- Policaro, (2020). “Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia”, Osservatorio del diritto civile e commerciale, Rivista semestrale 1/2020, pp. 161-188.
- Preite, (2022). “Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti partecipativi”, Il Nuovo Diritto delle Società, fascicolo 3/2022, sezione attualità.
- Quaranta, (2016). “Crowdfunding, il finanziamento della folla o “dei folli”?”, Diritto ed Economia dell’Impresa, fascicolo n.5, G. Giappichelli editore, cit., p.273.
- Quaranta, (2017). “Crowdfunding: esame della disciplina e ruolo dei gestori dei portali per la raccolta dei fondi”. Diritto ed economia dell’impresa, fascicolo 2, Giappichelli Editore srl.
- Quaranta, (2017). “Il crowdfunding”, Diritto ed economia dell’impresa. Fascicolo 4 2017. G. Giappichelli Editore.
- Quaranta, (2019). “Le nuove frontiere della finanza nel mondo di Internet”, Diritto ed Economia dell’impresa 2019, Fascicolo 1.
- Renda, (2021). “Donation based crowdfunding, raccolte fondi oblativo e donazioni di “scopo””, Giuffrè Francis Lefebvre.
- Schwienbacher, (2019). “Equity crowdfunding: anything to celebrate?”, Venture Capital, 21(1), 65-74.

- Shneor, (2020). “Crowdfunding models, strategies, and choices between them”, *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, 21-42.
- Stiver, Barroca, Minocha, Richards, Roberts. (2015). “Civic crowdfunding research: Challenges, opportunities, and future agenda”, *New media & society*, 17(2), 249-271.
- Vismara, (2019). “Sustainability in equity crowdfunding”, *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 98-106.
- Vogel, Moll, (2014). “Crowdfunding for real estate”, *The Real Estate Finance Journal*, 30, 5-16.
- Wolf, Teitge, Mielke, Schütze, Jaeger, (2021). “The European Green Deal—more than climate neutrality”, *Intereconomics*, 56, 99-107.
- Zhao, Shneor, (2020). “Donation crowdfunding: Principles and donor behaviour”, *Advances in Crowdfunding: Research and Practice*, 145-160.

SITOGRAFIA

- “Analisi EY: l’Italia ancora più attrattiva per gli investimenti in energie rinnovabili con opportunità di sviluppo di breve-lungo periodo”, (2021). EY Italy. https://www.ey.com/it_it/news/2021-press-releases/10/ey-renewable-energy-country-attractiveness-index-2021.
- “Renewables 2022”, (2022). International Energy Agency (IEA). <https://iea.blob.core.windows.net/assets/ada7af90-e280-46c4-a577-df2e4fb44254/Renewables2022.pdf>.
- “Verso l’autonomia energetica italiana: acqua, vento, sole, rifiuti le nostre materie prime”, (2022). The European House – Ambrosetti, A2A. https://content.gruppoa2a.it/sites/default/files/2022-09/220826-Position-Paper-autonomia-energetica-italiana_0.pdf.
- Armstrong, (2022). “Where Renewables Are Poised to Reduce Russian Gas Dependency”. <https://www.statista.com/chart/27430/electricity-generation-using-russian-natural-gas-and-forecast-renewable-generation-growth/>.
- Banca d’Italia, “Sandbox regolamentare”. <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/index.html>.
- Bofondi, (2017). “Lending-based crowdfunding: Opportunità e rischi (N. 375)”. Banca d’Italia, questioni di Economia e Finanza. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/QEF_375.pdf.
- Borsa Italiana, (2020). “Gli investimenti ESG ne hanno fatta di strada”. <https://www.borsaitaliana.it/speciali/fisherinvestments/italia/gli-investimenti-esg.htm>.
- Borsa Italiana, (2022). “Peer to Peer Lending: cos’è e come funziona”. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>.
- Calcio e Finanza, (2019), “Pordenone, crowdfunding concluso: raccolti 2,2 milioni. <https://www.calcioefinanza.it/2019/06/20/pordenone-crowdfunding-concluso/>.
- Candelise, Grasso et al. (2017). “Crowdfunding as a novel financial tool for district heating projects”. <https://www.tempio-dhc.eu/wp-content/uploads/2018/12/D6.4-Crowdfunding-Report-FINAL-.pdf>.
- Capozzi, (2022), “Aie: slancio rinnovabili senza precedenti. Saranno la prima fonte di energia nel 2025”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/aie-slancio-rinnovabili-senza-precedenti-saranno-prima-fonte-energia-2025-AEhSG2MC>.
- Carollo, (2020), “Il trattamento fiscale dell’associazione in partecipazione”. Fisco e Tasse. <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13736-il-trattamento-fiscale-dell-associazione-in-partecipazione.html>.
- CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020). “The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum”. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-market-rapid-assessment-study/>.

- Cimpanelli, (2022). “Crowdfunding energetico, cos’è: come investire (da 250 euro in su) in impianti green e guadagnare”. Corriere Della Sera. https://www.corriere.it/tecnologia/cards/crowdfunding-energetico-cos-come-investire-da-250-euro-su-impianti-green-guadagnare/crowdfunding-energetico_principale.shtml.
- Ciucci, (2022). “Energie rinnovabili”, Note tematiche sull’Unione europea. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/70/renewable-energy>.
- Codice Civile Italiano, art.769, Libro II, Titolo V, Capo I. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/articolo-769-del-codice-civile>.
- Codice Civile Italiano, Libro Quarto, Titolo III, Capo XV, Art. 1813. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/articolo-1813-del-codice-civile>.
- Codice Civile Italiano, Libro Quinto, Titolo VII, Art. 2549,2541,2542,2543. <https://www.codice-civile-online.it/codice-civile/libro-quinto-del-lavoro/titolo-vii-dellassociazione-in-partecipazione>.
- Colosimo, Corbò, (2020). “Il nuovo regolamento per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding”. Ughi e Nunziante Studio Legale. <https://www.unlaw.it/highlights/il-nuovo-regolamento-europeo-per-la-prestazione-transfrontaliera-del-crowdfunding/>.
- Consiglio Europeo, (2023). “Pronti per il 55%, il piano dell’UE per una transizione verde”. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/fit-for-55-the-eu-plan-for-a-green-transition/>.
- Consob, “Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start-up innovativa" tramite portali on-line”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.
- Consob, “Le crisi finanziarie”. <https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie>.
- Consob, “normativa nazionale secondaria”. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/crowdfunding-normativa-nazionale-secondaria>.
- Consob, “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line”, https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2013_18592.pdf/9b1d415a-577a-e33d-4d7d-aa2af3a09f53.
- CrowdFinding, (2021). “Storia del Crowdfunding: dalle origini al successo moderno”. <https://crowdfunding.altervista.org/storia-del-crowdfunding-dalle-origini-al-successo-moderno/>.
- D’Angerio, (2020). “Green bond, ecco cosa sono e come funzionano”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/green-bond-ecco-cosa-sono-e-come-funzionano-AC9tKqDB>.
- De Luca, (2015). “Il Crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità”. Fondazione Nazionale Commercialisti. <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>.
- Dell’Olio, (2023). “L’Europa alza i target sulle rinnovabili”, La Repubblica. https://www.repubblica.it/economia/rapporti/energitalia/sostenibilita/2023/04/04/news/leuropa_alza_i_target_sulle_rinnovabili-394894240/.

- Dirittobancario.it, (2020). “In GU le modifiche al Regolamento crowdfunding della Consob”. <https://www.dirittobancario.it/art/gu-le-modifiche-al-regolamento-crowdfunding-della-consob/>.
- Ecomil. <https://www.ecomill.it/>.
- EdisonCrowd, (2018). “Progetto Barge”. <https://www.edisoncrowd.it/progetto-barge/>.
- EdisonCrowd, (2018). “Progetto Palestro”. <https://www.edisoncrowd.it/progetto-palestro/>.
- EdisonCrowd, (2021). “Progetto Quassolo”. <https://www.edisoncrowd.it/progetto-quassolo/>.
- EdisonCrowd. <https://www.edisoncrowd.it/>
- Enel Green Power. <https://www.enelgreenpower.com/it>.
- Enel, “Differenza tra energie rinnovabili e non rinnovabili”. <https://www.enel.it/it/supporto/faq/differenza-tra-energie-rinnovabili-non-rinnovabili>.
- Ener2Crowd, (2021). “Parco solare Casei Gerola”. <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/116-parco-solare-casei-gerola>.
- Ener2Crowd, (2021). “Parco solare Malvezzi”. <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/109-parco-solare-malvezzi>.
- Ener2Crowd, (2022). “Parco solare Augusta”. <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/148-parco-solare-augusta>.
- Ener2Crowd, (2022). “Parco solare Trino”. <https://www.ener2crowd.com/it/progetti/dettaglio/181-parco-solare-trino>.
- Ener2Crowd. <https://www.ener2crowd.com/it/home>.
- European Crowdfunding Network, (2012). <http://eurocrowd.org>.
- Gennai, (2018). “Cosa sono e come funzionano le criptovalute”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/cosa-sono-e-come-funzionano-criptovalute-AEXzrDCG>.
- Gruppo A2A. <https://www.gruppoa2a.it/it/home>.
- Il Sole 24 Ore, (2019). “Invoice trading”. <https://www.ilsole24ore.com/art/invoice-trading-ACiFGdu>.
- Il Sole 24 Ore, (2023). “Accordo Ue sulle rinnovabili: permessi più veloci e target al 42,5% entro il 2030”. <https://www.ilsole24ore.com/art/accordo-ue-nuova-direttiva-le-rinnovabili-AEC11cBD>.
- Il Sole 24 Ore, “Credit crunch”. <https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml>.
- Intesa SanPaolo, (2023). “Il ruolo dei fattori ESG nelle decisioni di investimento”. <https://group.intesasanpaolo.com/it/sezione-editoriale/eventi-progetti/tutti-i-progetti/economia/2022/09/ruolo-fattori-esg-processo-decisionale-investimento>.
- Ipsos Quotidiano, (2023). “Servizi di crowdfunding: in GU l’attuazione del regolamento UE”. <https://www.ipsos.it/documents/quotidiano/2023/03/25/servizi-crowdfunding-in-gu-attuazione-regolamento-ue>.

- Kumar, (2022). “Fintech vs techfin: evaluating the future of finance and economy”. <https://rvtechnologies.com/fintech-vs-techfin-evaluating-the-future-of-finance-and-economy/>.
- La Repubblica, (2021). “Coronavirus, la raccolta fondi da record di Chiara Ferragni e Fedez, un anno dopo: "L'effetto emulazione fa crescere la solidarietà"”. https://milano.repubblica.it/cronaca/2021/03/09/news/coronavirus_raccolta_fondi_chiara_ferragni_fedez-291301219/.
- Lenzi, (2020). “Finanza alternativa e Covid-19: crowdfunding e minibond per far ripartire le imprese”. Ipoa Quotidiano. <https://www.ipoa.it/documents/quotidiano/2020/05/19/finanza-alternativa-covid-19-crowdfunding-minibond-far-ripartire-imprese>.
- Müller, Vignold-Majal, Višić & Officer, (2022). “ESG e performance: sfide all’orizzonte?”. Deutsche Bank. <https://www.deutsche-bank.it/files/documents/CIO-Special-ESG-e-performance-sfide-all-orizzonte.pdf>.
- Paparo, (2022). “Investire in fonti rinnovabili con il crowdfunding energetico”, Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/investire-fonti-rinnovabili-il-crowdfunding-energetico-AEvWBUPC>.
- Parlamento europeo, attualità, (2019). “Neutralità carbonica: cos'è e come raggiungerla entro il 2050”. <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20190926STO62270/neutralita-carbonica-cos-e-e-come-raggiungerla>.
- Peterdy, (2023). “ESG (Environmental, Social and Governance)”, corporatefinanceinstitute.com. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/esg/esg-environmental-social-governance/>.
- Politecnico di Milano, Dipartimento di Ingegneria Gestionale, (2022). “7° REPORT ITALIANO SUL CROWDINVESTING”. <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>.
- Rusconi, (2021). “Pandemia e digital divide: investire in innovazione accelera la crescita”. Il Sole 24 Ore. <https://www.ilsole24ore.com/art/pandemia-e-digital-divide-investire-innovazione-accelera-crescita-ADNkmhSB>.
- Starteed, (2020). “Il crowdfunding in Italia, report 2020”. <https://folkfunding.com/media/8d8d76b124ce31a/il-crowdfunding-in-italia-report-2020.pdf>.
- Tacchini, Cafagna, (2022). “L'ABC del reporting ESG”. WoltersKluwer.com. <https://www.wolterskluwer.com/it-it/expert-insights/the-abcs-of-esg-reporting>.
- Telecom Italia, (2022). “digitalizzazione connettività e innovazione sociale, progetti-di-csv, withyouwedo”. <http://csv2016.telecomitalia.com/it/digitalizzazione-connettivita-e-innovazione-sociale/progetti-di-csv/withyouwedo>.
- TeleConsul Notiziario, (2019). “Prassi - CONSOB - Delibera 10 ottobre 2019, n. 21110”. <https://www.tcnotiziario.it/Articolo/Index?settings=RUxtbEJoejJTZ3Rxazl1aW81YjVhWER6YitFM>

1JObk44dlVydW05RGIwZXJDd0dJa0QwWFdxV3FESGhJb1BJcFVmS2M5ajdiRINNTmswU3U4Y
TZUbnhRL3RrOEZnMFBoS1Brb1QycC9CdFpsbmJvREt2RVh4WjF1d3hjR1ljaEs=.

- The European Houde - Ambrosetti. <https://www.ambrosetti.eu/>.
- Treccani, “Energie rinnovabili”. <https://www.treccani.it/enciclopedia/energie-rinnovabili/>.
- Treccani, “stakeholder”. <https://www.treccani.it/enciclopedia/stakeholder/>.
- Urti, (2023). “Crowdfunding: approvato il decreto che attua il regolamento UE”. Ipsosa quotidiano. <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/03/10/crowdfunding-approvato-decreto-attua-regolamento-ue>.
- World Bank and CCAF (2020). “The Global Covid-19 FinTech Regulatory Rapid Assessment Report, World Bank Group and the University of Cambridge”. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/2020-global-covid-19-fintech-regulatory-rapid-assessment-study/>.

INDICE DELLE FIGURE

- Figura I - Prospetto riepilogativo modelli “classici” e “nuovi” di crowdfunding. (pag. 28, Cap.1).**
- Figura II - Flusso dei finanziamenti in Italia erogati per semestre, (dati in milioni di euro). (pag.29, Cap.1).**
- Figura III – Dati sulla raccolta delle campagne pubblicate sulle piattaforme di crowdfunding in Italia (1/7/2021-30/6/ 2022). (pag.30, Cap 1).**
- Figura IV - Flusso temporale delle 1055 campagne di equity crowdfunding in Italia, per data di conclusione. (pag. 31, Cap.1).**
- Figura V - Localizzazione geografica delle 930 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2022. (pag.32, Cap.1).**
- Figura VI - Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di lending crowdfunding attive nell’ambito consumer in Italia, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in € milioni. (pag. 33, Cap.1).**
- Figura VII - Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di lending crowdfunding attive nell’ambito business non immobiliare in Italia, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in € milioni. (pag. 33, Cap. 1).**
- Figura VIII - Percentuale di rispondenti che hanno riportato un aumento nella diffusione del Fintech alla luce del Covid-19. (pag.55, Cap. 2).**
- Figura IX - Grado di priorità del Fintech nelle agende dei regolatori alla luce del Covid 19. (pag. 56, Cap.2).**
- Figura X - Principali rischi correlati al Fintech percepiti in aumento alla luce del Covid-19. (pag. 56, Cap.2).**
- Figura XI - Volumi e numero di transazioni per le imprese classificate in base alla ristrettezza delle misure di contenimento del Covid-19 del paese in cui operano. (pag. 57, Cap.2).**
- Figura XII - Capitale totale raccolto in Italia sulle piattaforme di crowdfunding. (pag.58, Cap.2).**
- Figura XIII - Campagne annuali di equity crowdfunding sostenibili in Italia (pag.61, Cap.2).**
- Figura XIV - Ammontare annuale raccolto da progetti di equity crowdfunding sostenibili in Italia. (pag. 62, Cap.2).**
- Figura XV - Campagne di equity crowdfunding sostenibili classificate in base alla tipologia di progetto. (pag. 62, Cap.2).**

Figura XVI - Indice di autonomia energetica in UE-27 e Regno Unito (percentuale), 2019. (pag.66, Cap.3).

Figura XVII - Incidenza percentuale della produzione primaria energetica domestica da fonti rinnovabili in Europa (2000-2019). (pag.67, Cap.3).

Figura XVIII - Indice di disponibilità delle fonti di energia rinnovabili nei vari paesi europei. ai Paesi con dati mancanti sono stati assegnati valori pari alla media dell'UE. (pag. 68, Cap. 3).

Figura XIX - Livello di autonomia energetica in Italia attualmente rapportato con il livello di autonomia energetica in una prospettiva di pieno sfruttamento delle rinnovabili con efficientamento energetico in linea con quanto previsto dallo scenario "Fit for 55" della CE al 2030. (pa.69, Cap.3).

Figura XX - Portata degli incrementi nel settore delle rinnovabili in Italia (misurato in GW). (pag. 70, Cap. 3).

Figura XXI - Numero di campagne di crowdfunding energetico a livello globale fra il 2012 e il 2017 e ammontare cumulato di capitale raccolto fino al 2017. (pag. 77, Cap. 3).

Figura XXII – Numero di piattaforme operanti nel mondo al 2017 nel settore del crowdfunding energetico, suddivise per modello. (pag. 78, Cap. 3).

Figura XXIII - Rating del progetto proposto da Enel Green Power, tramite la società Agatos Green Power Trino S.r.l., per la costruzione di un parco solare a Trino, finanziabile tramite la piattaforma Ener2Crowd. (pag.84, Cap.3).