



Dipartimento di Economia e Direzione delle Imprese  
Cattedra di Technology and Innovation Management

**SUCCESSO O FALLIMENTO DEL CROWDFUNDING:  
ANALISI EMPIRICA DELLE CAMPAGNE KICKSTARTER**

Relatore  
Prof. Maria Isabella Leone

CANDIDATO  
Andrea Fornaro  
669921

Correlatore  
Prof. Federica Brunetta

Anno Accademico 2015/2016

*“L'unico modo di fare un ottimo lavoro è amare quello che fai.  
Se non hai trovato ciò che fa per te, continua a cercare, non fermarti,  
come capita con le faccende di cuore,  
saprai di averlo trovato non appena ce l'avrai davanti.  
E, come le grandi storie d'amore, diventerà sempre meglio col passare degli anni.  
Quindi continua a cercare finchè non lo troverai.  
Non accontentarti.  
Sii affamato, Sii folle”*

*-Steve Jobs-*

*"Tutti i nostri sogni posso diventare realtà se abbiamo il coraggio di perseguirli"*

*-Walt Disney-*

# Indice

Introduzione .....	5
CAPITOLO 1.....	7
NUOVE FORMULE DI MICROFINANZIAMENTO: CROWDFUNDING.....	7
1.1. <i>Nozione</i> .....	7
1.2. <i>Nascita ed evoluzione del fenomeno</i> .....	10
1.3. <i>Tipologie di crowdfunding: criterio della natura dello scambio</i> .....	14
1.3.1. <i>Criterio obiettivo raccolta – ricompensa offerte</i> .....	17
1.3.2. <i>Criterio della modalità di trattazione dei fondi raccolti</i> .....	18
1.4. <i>Nuove forme possibili: Il civic crowdfunding</i> .....	18
1.5. <i>La diffusione del crowdfunding: livello mondiale</i> .....	21
1.5.1 <i>L'Europa</i> .....	24
1.5.2. <i>L'Italia</i> .....	25
CAPITOLO 2.....	26
L'EQUITY BASED CROWDFUNDING.....	26
2.1. <i>Definizione</i> .....	26
2.2. <i>Caratteristiche e confronto con altri modelli di finanziamento</i> .....	27
2.3. <i>Gli attori dell'equity crowdfunding</i> .....	31
2.4. <i>Rischi e benefici per l'imprenditore</i> .....	34
2.5. <i>Rischi e vantaggi per gli investitori</i> .....	37
2.6. <i>L'equity crowdfunding nel mondo e in Italia</i> .....	39
CAPITOLO 3.....	43
LA REGOLAMENTAZIONE DEL CROWDFUNDING.....	43
3.1. <i>L'equity based crowdfunding in Italia: il Decreto "Crescita 2.0"</i> .....	43
3.1.2 <i>Regolamento Consob</i> .....	47
3.2. <i>L'equity based crowdfunding in Europa</i> .....	52
3.3. <i>L'esperienza Statunitense</i> .....	54
CROWDFUNDING: ANALISI EMPIRICA.....	57
4.1 <i>I vantaggi della raccolta fondi on line: il caso Kickstarter</i> .....	57
4.2 <i>Regole e metodi per accedere a Kickstarter</i> .....	60
4.3 <i>Un'analisi dati: il perché di un successo o fallimento</i> .....	62
4.3.1 <i>Successo o insuccesso?</i> .....	64
4.3.2 <i>La provenienza dei progetti</i> .....	66
4.3.3. <i>I giorni di raccolta e il successo o il fallimento</i> .....	70
4.3.4. <i>Capitale richiesto e importi raggiunti</i> .....	71

4.3.5 La somma di accesso.....	73
4.4 La SWOT analysis.....	74
4.5. Conclusione .....	75
Conclusioni .....	77
Bibliografia e Sitografia.....	80

# Introduzione

Il *crowdfunding*, tradotto letteralmente “finanziamento della folla”, è un processo di raccolta fondi di tipo collettivo, realizzato tramite portali *on line*, mediante i quali una pluralità di soggetti contribuiscono finanziariamente al fine di favorire lo sviluppo di un progetto, che per varie ragioni ritengono di sostenere, spesso a prescindere da un ritorno economico.

Diversi sono i modelli di raccolta, ma essi sono accumulati dal medesimo principio: il successo della raccolta dipende dal numero di adesioni e dalla consistenza del contributo economico.

Esistono piattaforme *on line* atte a promuovere raccolte dirette a finanziare progetti *no profit*, civici o a valenza sociale ed altre riguardanti le arti, e ancora indirizzate a progetti imprenditoriali.

Il sistema di finanziamento in esame è flessibile e si presta ad essere uno strumento utile per chiunque abbia un progetto, ma non possa finanziarlo nella sua interezza.

Al capitolo 1 si passa in rassegna la storia del *crowdfunding*. Dalla nascita nel 1855 con il finanziamento della Statua della Libertà si segue il suo evolversi, sino all'avvento del *web 2.0* che dà corpo e sostanza al fenomeno. I dati disponibili più recenti, quali quelli riportati da *Massolution 2015*, attestano che le piattaforme operative in Europa e in America sono 1.250 per un valore di 16,2 miliardi di dollari, mentre il dato raggiunge risultati sbalorditivi nei Paesi asiatici dove si registra una crescita del 320% rispetto al 2013.

Si terrà conto delle principali caratteristiche e delle varie tipologie di *crowdfunding*.

In particolare mentre nei modelli come il *donation* il progetto civico o artistico raccoglie denaro sotto forma di liberalità e nel *reward* i proponenti dell'iniziativa offrono un premio o una specifica ricompensa non in denaro in funzione dell'apporto che riceveranno dai sostenitori, nel modello *equity-crowdfunding* è previsto che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale.

In sintesi, il *crowdfunding* è definito “equity-based” quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

Questo tipo di finanziamento dal basso si pone come una effettiva e valida alternativa ai tradizionali modelli di finanziamento.

La crisi economica del 2008 esplica ancora i suoi effetti e una vera e propria ripresa economica tarda ad arrivare. I sistemi di credito tradizionali hanno posto e pongono barriere di accesso al finanziamento delle imprese, specie le start up e le piccole e medie imprese, pretendendo garanzie che non sempre le stesse sono in grado di offrire.

L'*equity crowdfunding* rappresenta allora una possibilità concreta, il cui riscontro non è solo auspicato, ma ampiamente confermato dalla continua diffusione e declinazione del fenomeno in diversi modelli.

L'accesso diretto dei cittadini alle opportunità di investimento e come accesso diretto delle start-up e delle piccole e medie imprese alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione dà luogo ad un'economia partecipata, non solo, ma la raccolta di capitali passa attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti.

È per tali motivi di interesse che tra i vari modelli, pur trattati, si è scelto di approfondire con maggior cura l'*equity based* al capitolo 2, con particolare riguardo ai rischi e ai benefici del ricorso a tale forma di finanziamento.

Al capitolo 3 si analizza la normativa italiana in tema. L'Italia vanta il primato di primo Paese europeo ad essersi dotato di una tale regolamentazione. Il nostro legislatore si è occupato esclusivamente del modello *equity based*. Le ragioni di un particolare riguardo vanno rinvenute nel fatto che sia proprio questo quello bisognoso di regolamentazione dal momento che si tratta di un'offerta al pubblico di capitale, portando il risparmiatore ad effettuare investimenti illiquidi e dunque ad alto rischio.

Dopo aver inquadrato il fenomeno a livello teorico il lavoro di tesi si conclude al capitolo 4 con una indagine conoscitiva sui progetti che sono stati promossi sulla piattaforma *Kickstarter*.

L'analisi, finalizzata alla comprensione delle dinamiche e delle prospettive di sviluppo del finanziamento dal basso, intende offrire una chiave di lettura delle principali dinamiche qualitative e quantitative che governano il successo o l'insuccesso di un progetto.

# CAPITOLO 1

## NUOVE FORMULE DI MICROFINANZIAMENTO: CROWDFUNDING

### *1.1. Nozione*

La “raccolta fondi” non è una pratica sconosciuta, né tantomeno moderna, ma è una pratica che ha radici antiche e la rivisitazione di questa, attraverso tecniche più sofisticate con il supporto della rete Internet, ha permesso l’introduzione, nel mondo attuale, di un vero e proprio fenomeno innovativo che possiamo definire come una “raccolta fondi digitalizzata”, conosciuto oggi come *crowdfunding*

Come suggerisce la stessa etimologia del termine, si tratta di un finanziamento collettivo, ossia di uno strumento che attraverso la creazione di una fitta rete di contatti, permette di collegare più soggetti (folla, cioè *crowd*) al fine di collaborare alla realizzazione di un progetto o una idea che pur non essendo loro, condividono e approvano e dunque, decidono di supportare, con uno sforzo economico minimo (*funding*).

Giova precisare, per una migliore comprensione, come il *crowdfunding* ha origine dal diverso fenomeno del *crowdsourcing*<sup>1</sup>. Il termine *crowdsourcing*, letteralmente *crowd* “folla” e *sourcing* “approvvigionamento”, viene coniato nel 2006, con un articolo nella rivista *Wired Us*, dall’editorialista Jeff Howe , che lo descrive come “un modello di business nel quale un’azienda o un’istituzione richiede per lo sviluppo di un progetto, di un servizio o di un prodotto ad un insieme distribuito di persone non già organizzate in team”.<sup>2</sup>

Si evidenzia subito come il principio comune al *crowdfunding* e al *crowdsourcing* è quello della saggezza della folla (“*the wisdom of crowd*”, Surowiecki 2005), ossia una teoria secondo cui la massa

---

<sup>1</sup> “Il *crowdsourcing* è una tipologia di attività partecipativa online nella quale una persona, istituzione, organizzazione non a scopo di lucro o azienda propone ad un gruppo di individui, mediante un annuncio aperto e flessibile, la realizzazione libera e volontaria di un compito specifico. La realizzazione di tale compito, di complessità e modularità variabile, e nella quale il gruppo di riferimento deve partecipare apportando lavoro, denaro, conoscenze e/o esperienza, implica sempre un beneficio per ambe le parti. L’utente otterrà, in cambio della sua partecipazione, il soddisfacimento di una concreta necessità economica, di riconoscimento sociale, di autostima o di sviluppo di capacità personali; il *crowdsourcer*, d’altro canto, otterrà e utilizzerà a proprio beneficio il contributo offerto dall’utente, la cui forma dipenderà dal tipo di attività realizzata”, così Estellés Arolas, E.; González Ladrón-de-Guevara, F., *Towards an integrated crowdsourcing definition*, in *Journal of Information Science*, 2012, Vol. 38, n. 2, pp.189-200.

<sup>2</sup> Così Howe J., *Crowdsourcing: how the power of the crowd is driving the future of business*, Random House Books, 2009.

è capace di assumere decisioni, fornire risultati e risposte adeguate rispetto a quanto non sarebbero in grado di fare singoli esperti.

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

Le definizioni di *crowdfunding* fornite dagli economisti<sup>3</sup>, tra le quali merita di essere segnalata quella coniata dal *Framework for European Crowdfunding*<sup>4</sup> secondo cui il *crowdfunding* è “lo sforzo collettivo di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni. Solitamente attraverso o comunque con l'aiuto di *Internet*. I singoli progetti e le imprese sono finanziati con piccoli contributi da un gran numero di individui, permettendo a innovatori, imprenditori e titolari di aziende di utilizzare le loro reti sociali per raccogliere capitali”.

La rapida ascesa di questo fenomeno è da ritrovare all'interno della fitta rete di interconnessioni che domina il mondo virtuale e non. È proprio in questo ambito che il concetto di rete viene ripreso, poiché solo grazie all'esistenza di una rete virtuale la diffusione di questo fenomeno è possibile.

Si può dire, dunque, che la principale innovazione creata dal *crowdfunding* è rappresentata dal modo in cui vengono utilizzati gli strumenti informatici oggi disponibili. Utilizzando piattaforme web dedicate e/o i *social networks*, infatti, si permette di tessere intensi “reticoli sociali” che coinvolgono la folla, canalizzando così finanziamenti per la realizzazione di un progetto. La novità e l'importanza del web consiste, quindi, nel consentire a chiunque abbia accesso a internet di lanciare un progetto imprenditoriale e di raccogliere fondi per realizzarlo. Come sostenuto da De Buysere ed altri autori “*l'ascesa del crowdfunding negli ultimi dieci anni deriva dal proliferare e dall'affermarsi di applicazioni web e di servizi mobile, condizioni che consentono a imprenditori, imprese e creativi di ogni genere di poter dialogare con la crowd per ottenere idee, raccogliere soldi e sollecitare input sul prodotto o servizio che hanno intenzione di proporre*”, (DeBuysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., 2012).

La raccolta fondi è possibile a seguito della creazione di piattaforme aventi la capacità di raggiungere svariate comunità. È proprio la creazione di una piattaforma il modo standard per giungere

---

<sup>3</sup> “L'ascesa del *crowdfunding* negli ultimi dieci anni deriva dal proliferare e dall'affermarsi di applicazioni *web* e di servizi *mobile*, condizioni che consentono a imprenditori, imprese e creativi di ogni genere di poter dialogare con la *crowd* per ottenere idee, raccogliere soldi e sollecitare input sul prodotto o servizio che hanno intenzione di proporre”, De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., “*A framework for european crowdfunding*”, 2012.

<sup>4</sup> K. De Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Maron, *A framework for european crowdfunding*, 2012.

all'ideazione e all'avvio di un progetto, sebbene non siano sconosciuti i casi, per lo più isolati, di iniziative di *crowdfunding* popolare come la campagna presidenziale di Obama.

Il fenomeno è così strettamente correlato allo sviluppo del *social web*, che consente, mediante i *networks*, di mettere in contatto il proponente di un progetto, tanto socio-culturale che prettamente imprenditoriale, con la massa di finanziatori che per una variegata gamma di ragioni ritengono opportuno sostenerlo (Bradford C.S., *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012, 1, p.10 ss.).

Gli elementi strutturali del *crowdfunding*, come definito, sono essenzialmente tre:

- Il *crowdsourcing*, ossia l'impegno attivo, partecipativo e condiviso di una moltitudine di individui che sposano una causa comune, così investendo energie e risorse per il raggiungimento dell'obiettivo preposto;
- Il *micro-finanziamento*, ossia la frammentazione del finanziamento diretto alla realizzazione del progetto in più piccoli contributi;
- *Internet*, strumento di dialogo tra le imprese e la *crowd*<sup>5</sup>.

La rapida diffusione del crowdfunding lascia emergere come lo stesso sia qualcosa di più di un semplice modello di finanziamento, per attestarsi quale vero e proprio fenomeno antropologico, sociale ed economico, in quanto coinvolgente una moltitudine di individui che creano una rete, uniscono le proprie risorse finanziarie e abilitano la raccolta fondi sfruttando i propri contatti.

Questo nuovo modello finanziario, proprio per la sua flessibilità, è oggi diffuso in tutto il mondo e molto apprezzato dalle imprese in via di sviluppo. Infatti, altra ragione determinante dello sviluppo e della diffusione del *crowdfunding* va individuata nella difficoltà di reperire risorse, dato lo staticismo dell'attuale situazione economica globale. E tale difficoltà è tanto più avvertita dalle imprese appunto neofite, vista la perplessità del finanziatore di ottenere un ritorno adeguato dal proprio investimento.

Peraltro, tale fenomeno viene anche indicato come “finanziamento dal basso” poiché, superato lo schema tradizionale in cui l'investitore con ingenti possibilità finanziarie, sia esso una banca o un privato, offre un contributo significativo al progetto, si consente la partecipazione economica di una molteplicità di piccoli investitori.

---

<sup>5</sup> “L'ascesa del *crowdfunding* negli ultimi dieci anni deriva dal proliferare e dall'affermarsi di applicazioni *web* e di servizi *mobile*, condizioni che consentono a imprenditori, imprese e creativi di ogni genere di poter dialogare con la *crowd* per ottenere idee, raccogliere soldi e sollecitare input sul prodotto o servizio che hanno intenzione di proporre”, De buyser K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., “*A framework for european crowdfunding*”, 2012.

E così, nel 2013 il numero di piattaforme attive è di, circa, 452, stando ai dati provenienti dal “*Crowdfunding Industry Report*” (<http://tinyurl.com/cvoeu8n>), di cui circa il 50% site in Europa. Tra queste ultime affiorano la *Kickstarter*, *IndieGoGo* e l’italiana *Kapipal*. In particolare, in Italia sono operative solo 22 piattaforme, quasi tutti avviate a partire dal 2011.

Il modello di *business* delle piattaforme di *crowdfunding*, nella maggior parte dei casi, si fonda su una percentuale trattenuta dalla somma di denaro raccolta per il progetto finanziato. Il progetto per cui si sceglie di raccogliere dei fondi è un progetto conosciuto, cioè un progetto pronto nell’immediato ad essere attuato se, e solo se, vi siano dei fondi in grado di sostenerlo (E. Zanella, 2013).

## ***1.2. Nascita ed evoluzione del fenomeno***

La recente diffusione del fenomeno potrebbe lasciar intendere che lo stesso sia di recente creazione. In verità, un antecedente storico dell’odierno “finanziamento di folla” può già individuarsi nel lontano XIX secolo avente ad oggetto il *civic crowdfunding*.

Nel 1885 a New York giunse la famosa Statua della Libertà, costruita dai francesi su committenza degli Stati Uniti a ricordo della propria dichiarazione di indipendenza del 1776. Ebbene l’*American Commitee* aveva stanziato solo una parte dei fondi necessari alla costruzione del piedistallo destinato a sorreggere la Statua e ciò impediva l’avvio dei relativi lavori. Fu così che Joseph Pulitzer, famoso giornalista e scrittore, attraverso un annuncio pubblicato su *The world*, un giornale di New York, annunciò l’inizio di una raccolta fondi, dichiarando che avrebbe stampato sul giornale il nome di chiunque avesse donato fondi a prescindere dal loro importo. Il coinvolgimento dei cittadini, sollecitati dal senso di appartenenza ad una nazione e dal riconoscimento del valore morale delle donazioni, ha riscontrato un successo enorme.

È chiaro che la campagna Pulitzer non possa, tuttavia, qualificarsi tecnicamente in termini di *crowdfunding*, difettando di una delle caratteristiche di questo modello, ovvero l’avvalersi del *web* come canale di raccolta fondi.

Altro antecedente storico del fenomeno, può rinvenirsi nel finanziamento per la costruzione della Basilica di San Pietro. Nel XVI secolo, Papa Leone X ha introdotto la vendita delle indulgenze, strategia ecclesiastica pronta a far fronte al bisogno economico in cui versava la Chiesa di Roma dell’epoca. La Basilica di San Pietro, infatti, era rimasta incompleta e in un periodo in cui la Chiesa, trasformatasi in una politicizzata organizzazione necessitava di recuperare i consensi perduti, il suo completamento era indispensabile per ergersi a più grande centro di culto della cristianità. In questo caso, tuttavia, i credenti, “la folla”, non intervengono direttamente per il finanziamento di un progetto

(la costruzione della Basilica di San Pietro), quanto spinti dal desiderio di rimettere le proprie pene da scontare sulla terra e, soprattutto, facilitare l'espiazione dei peccati delle anime del purgatorio, garantendogli la beatitudine.

L'evoluzione<sup>6</sup> vera e propria del *crowdfunding* registra i suoi esordi nel decennio dal 1990 al 2000.

Le innovazioni tecnologiche che hanno inciso profondamente sulla crescita del *crowdfunding* sono essenzialmente quattro:

- 1) sofisticate piattaforme *on line* che consentono un effettivo dialogo tra potenziali finanziatori e promotori del progetto, in cui condividere informazioni del progetto (quantità di denaro necessario ed eventuali *benefit* in cambio per i sostenitori);
- 2) il ruolo crescente dei *social networks* che agevolano, in rapidità ed estensione, la circolazione del pacchetto informativo pubblicato nelle piattaforme *on line*, altresì coinvolgendo emotivamente i destinatari;
- 3) la “sdematerializzazione” di pagamenti, ormai semplicemente realizzabili con un click, spesso grazie a servizi *on line* come *paypal* che realizzano un trasferimento immediato e sicuro di denaro;
- 4) l'elaborazione e l'utilizzo di complessi algoritmi per monitorare il progresso del progetto, in termini sia monetari che di apprezzamento sociale<sup>7</sup>.

In questi anni, dunque, attraverso *mail*, *forum*, *newsletter*, si assiste al primordiale sviluppo di una rete di interessi ed alla nascita di comunità ad essi raccolte. Vengono così alla luce le prime raccolte di fondi *on line*<sup>8</sup>, motivate prevalentemente da ragioni di beneficenza, legate a cause sociali e solidaristiche<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Baeck P., Collins L., *Working the crowd: A short guide to crowdfunding and how it can work for you*, NESTA, 2013.

<sup>7</sup> La piattaforma *on line* Indiagogo, ad esempio, utilizza l'algoritmo “fattore gogo”: valutando la frequenza degli aggiornamenti, degli accessi effettuati, dei commenti, dei tweets, decide quali progetti promuovere nella pagina principale della stessa.

<sup>8</sup> Uno dei primi esempi di raccolta fondi *on line* è offerto dal mondo della musica, in cui gli artisti potevano contare su una comunità di fan per il finanziamento della produzione di nuovi album o l'organizzazione di propri concerti. È quanto successe al gruppo rock inglese *Marillion* che nel 1997 riuscì a raccogliere \$60.000 per finanziare un tour negli Stati Uniti.

<sup>9</sup> Nel 2000 nasce *JustGiving*, sito di raccolta di beneficenza *on line* che, in 11 anni di attività, ha raccolto oltre 700 milioni di sterline per le circa 12.000 associazioni registrate. In seguito *Artistshare*, una piattaforma per musicisti basata su donazioni che dava loro la possibilità di ricevere ricompense per i finanziamenti ricevuti.

Intorno alla metà degli anni 2000, l'avvento del web 2.0 rende *internet* sempre più accessibile e veloce nelle sue connessioni. Nascono così siti come *Kiva*, *Zopa* e *LendingClub*, operativi in diversi paesi di tutto il mondo, la cui novità è rappresentata dal c.d. “*Peer2Peer lending*”, ossia reti orizzontali di condivisione di dati, in cui ogni nodo è sia attivo che passivo nel sistema passante.

Il periodo di picco nella diffusione del *crowdfunding* si individua nella seconda metà degli anni 2000 (2006-2010) soprattutto nel settore delle industrie culturali e creative<sup>10</sup>. Nel 2006, ad opera di Michael Sullivan, viene coniato il termine *crowdfunding*, riferito al lancio di piattaforma “*fundavolg*”, un incubatore di progetti legati a video blog con la possibilità di effettuare donazioni *on line*.<sup>11</sup> Nonostante il progetto in esame fosse fallito, lo stesso proponeva un modello che avrebbe avuto molto seguito, caratterizzato da concetti di trasparenza, interessi condivisi e reciprocità.

Su queste basi, nel 2008 e 2009 si erigono sul web le due piattaforme ancora oggi più popolari: *Indiegogo*, operativa in oltre 200 paesi, e *Kickstarter*, concentrata inizialmente negli USA e ora attiva anche in Gran Bretagna.

Indubbio il contributo in siffatta ascesa di dilaganti *social networks* (*facebook*, *twitter*, *linkedin* ad esempio), i quali diventano un veicolo potentissimo per generare effetti “virali”, esponenziali e rapidissimi, simbolo ormai di finanziamento dal basso. Infatti, i *social networks* consentono l'immediata diffusione e condivisione di informazioni tra soggetti, semplicemente attraverso la ripetizione dell'informazione o ancor più la mera approvazione della stessa (“*I like*”) e la possibilità di individuare il promotore (con tutto un corredo di informazioni professionali o personali sullo stesso). Si attua quella che viene definita la “saggezza della folla”, la quale sancisce il successo o la sconfitta di un dato progetto, rendendo il *crowdfunding* uno strumento di democrazia diretta.<sup>12</sup>

Nel 2010, infine, è nato il *crowdfunding* basato su partecipazioni finanziarie, di cui *GrowVC* e *CrowdCube* rappresentando le prime due piattaforme. In particolare, *GrowVC* si pone l'obiettivo di

---

<sup>10</sup> È interessante la raccolta fondi che riguarda l'opera rinascimentale delle “Tre Grazie” di Lucas Cranach. La tela di proprietà di un collezionista francese privato era stata messa in vendita a quattro milioni di euro. Il museo Louvre ne aveva reperiti soltanto tre, sicché si è dato vita ad una raccolta fondi su *internet* dal successo strepitoso.

Altro esempio più recente è quello riguardante la raccolta fondi per la campagna elettorale dell'oggi ex Presidente degli Stati Uniti Obama (anche se, nel caso di specie, non si era fatto ricorso ad una piattaforma *on line*).

<sup>11</sup> *Crowdfuture, The future of crowdfunding* in [www.slideshare.net](http://www.slideshare.net)

<sup>12</sup> Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013, pp.7-8.

sviluppare un mercato di sostentamento delle start-up tecnologiche. Il grande successo di questo modello è necessariamente legato alla crisi economica globale che ancor più colpisce le start-up<sup>13</sup>.

Il tasso di crescita del *crowdfunding* è ad oggi in assoluta ascesa, divenendo altresì oggetto di attenzione da parte dell'Unione Europea.

Nel febbraio 2015 la Commissione Europea ha pubblicato una guida in materia di *crowdfunding*, ritenuto un modello di finanziamento fondamentale, non solo in un periodo di grave crisi economica come quello imperante negli ultimi anni, ma anche al fine di sviluppare un sistema di “*alternative banking*” che possa sopperire alle carenze del sistema bancario tradizionale e sorreggere l'economia.

Ed ancora il 3 maggio 2016 la Commissione Europea ha pubblicato un *Working Document*, in cui si evidenzia la necessità di supportare e regolare tale strumento, particolarmente efficace nel favorire la crescita dei diversi settori economici, nonché assicurare protezione agli investitori. Tuttavia nonostante sia possibile in diversi ordinamenti nazionali individuare forme di regolamentazione del *crowdfunding*, le divergenze tra i vari ordinamenti e l'assenza di una legislazione comune disincentivano il pieno utilizzo di tale strumento nei mercati degli Stati Membri.

---

<sup>13</sup> Le start up sono per definizione aziende ad alto rischio e per questo non possono essere finanziate dal mercato delle risorse finanziarie tradizionale, venendo qualificate dal sistema bancario come economicamente vulnerabili. È in questo che il *crowdfunding* è riuscito a soddisfare le difficoltà creditizie per le start up e per le piccole e medie imprese.

### 1.3. Tipologie di crowdfunding: criterio della natura dello scambio

Esistono differenti tipologie di *crowdfunding* modulate in ragione della diversa tipologia di progetto al cui finanziamento siano dirette.

La classificazione più utilizzata a livello internazionale e ricorrente in letteratura adopera, quale criterio discretivo, la natura dello scambio tra proponente e *crowdfunders*. (Fig.1)

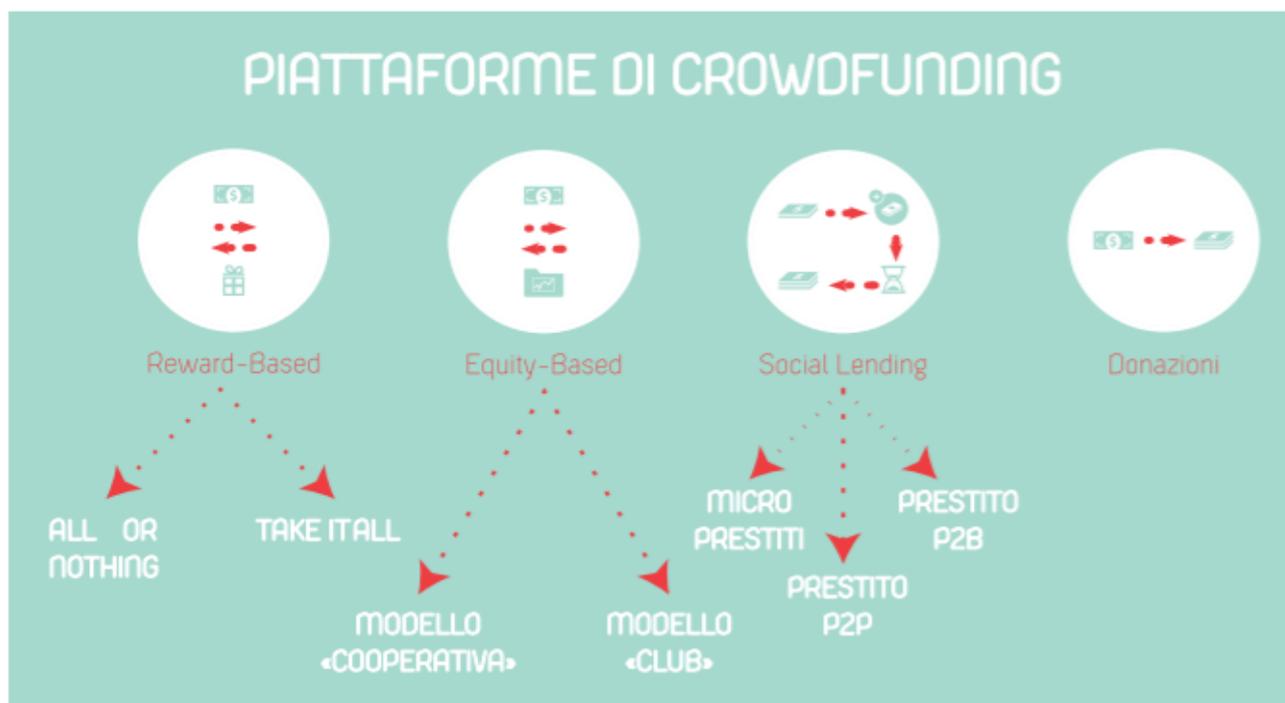


Figura 1: sottocategorie del Crowdfunding. Fonte: E. Zanella, "Crowdfuture", (2013).

In particolare, le varie forme di *crowdfunding* si riducono a due macro-aree in funzione della presenza o meno di una remunerazione finanziaria per il contribuente a seguito del finanziamento, avendosi così, rispettivamente, *financial crowdfunding* e *non financial crowdfunding*.

Le principali ipotesi di *non financial crowdfunding* sono: la *donation-based crowdfunding* e la *reward-based crowdfunding*.

La *donation-based crowdfunding* è una forma di finanziamento, per così dire, filantropica, non essendo previsto alcun tipo di ritorno per l'investitore, né economico né in beni o servizi. Normale ambito applicativo di questo modello sono i progetti proposti da Onlus e da organizzazioni non profit, ma anche i progetti di privati che cercano fondi per scopi personali e ancora quelli proposti da associazioni per finanziare attività socialmente utili a carattere artistico-culturale<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Il rapporto Massolution/Crowdsourcing LLC ha precisato che i progetti di *crowdfunding* basati sulla donazione nel 2011 hanno raccolto circa 676 milioni di dollari in tutto il mondo, mentre in Italia ben 5 sono le piattaforme aderenti a questo modello, di cui la Retedeldono è la leader.

Il *reward-based crowdfunding*, probabilmente il modello più popolare, prevede che il proponente, a fronte del finanziamento, riconosca all'investitore una ricompensa (appunto *reward*), non legata ai profitti o risultati derivanti dal progetto. Tale ricompensa può essere di varia natura: dai ringraziamenti personali del proponente, a *gadget* o ancora allo sconto per l'acquisto del prodotto. Generalmente si ricorre a questa tipologia di *crowdfunding* per il finanziamento di progetti di tipo creativo (ad esempio la produzione di un libro, un film). Nonostante il valore della ricompensa sia chiaramente inferiore al contributo monetario offerto, il meccanismo *reward-based* incentiva ugualmente la donazione dell'investitore, poiché spesso quest'ultimo riconosce un valore maggiore al *reward* rispetto a quello economicamente effettivo (per tornare al precedente esempio, si pensi alla menzione del ringraziamento nei titoli di coda del film o alla consegna del libro una volta terminato). Per incentivare ulteriormente i diversi investitori ad offrire più somme di denaro, inoltre, si ricorre nella prassi ad una differenziazione dei *reward*, alimentando così nei *crowdfunders* il desiderio di elargire più contributi in modo da collezionarli tutti.

Questa forma di *crowdfunding*, peraltro, per alcuni progetti si è sviluppata come prevendita del prodotto protagonista della campagna di raccolta fondi (cd. *pre-order crowdfunding*): in pratica, il finanziatore, interessato all'acquisto di un prodotto o servizio, anticipa la somma che dovrebbe pagare per detto acquisto, finanziando così il progetto per la realizzazione dello stesso. In questo modo, non soltanto l'investitore si assicura di essere tra i primi acquirenti del nuovo prodotto, ma soprattutto ne aumenta la reale possibilità di creazione.

Le principali ipotesi di *financial crowdfunding*, invece, sono: la *lending-based crowdfunding* e la *equity-based crowdfunding*.

La prima individua una forma di finanziamento mediante sottoscrizione di titoli di debito emessi dall'impresa finanziata a nome del soggetto finanziatore, al quale, dunque, si assicura un ritorno economico mediante interessi e restituzione del capitale alla data pattuita tra le parti. I progetti di questa classe, a sua volta, si suddividono in due sotto-classi:

- il micro-prestito, cioè la fornitura di servizi finanziari a soggetti a basso reddito o che difficilmente reperirebbero un investimento secondo i canali tradizionali del credito. In questo caso il prestito viene raccolto da un gruppo di *crowdfunders* e gestito da un intermediario, normalmente nominato dalla piattaforma di raccolta fondi;
- i prestiti *P2P* (*peer to peer*), vale a dire finanziamenti senza alcuna intermediazione di istituzioni finanziarie, attraverso un rapporto diretto tra proponente e pluralità di investitori.

L'*equity-based crowdfunding*, invece, consiste nell'offerta di capitale di rischio mediante azioni o titoli simili di una nuova società in cambio del finanziamento di un determinato progetto o prodotto. Attraverso detto modello, il finanziatore, evidentemente molto interessato al progetto a lungo termine, acquista una quota proprietaria del business.

Accanto a queste quattro classi di *crowdfunding*, si affiancano tipologie di finanziamenti trasversali, riconducibili contemporaneamente a più categorie tra quelle descritte.

Si tratta di modelli di finanziamento collettivo definiti "ibridi". Tra questi vanno menzionati:

- il *social lending*, modello simile al *lending based* da cui però si differenzia per l'impegno del proponente alla restituzione del capitale ai finanziatori, senza tuttavia che sia previsto il pagamento di interessi sul prestito (in sostanza avvicinandosi al modello *donation based*)<sup>15</sup>;
- il *revenue sharing* o *royalty-based*, riguarda progetti analoghi a quelli *equity based*, con la differenza che l'investitore non diviene azionista dell'impresa, per cui il guadagno dello stesso non dipende dalla distribuzione degli utili prodotto ma può essere pari ad una percentuale del fatturato o in altro modo parametrato al risultato del progetto finanziato.

---

<sup>15</sup> Solo in Italia, nel 2008, è stato creato un istituto di *social lending*, "ZOPA", sebbene fatto chiudere dalla Banca D'Italia nel 2009. Ad ogni modo i creatori di "Zopa" hanno dato vita ad una nuova compagnia: la "Smartika s.p.a." che si affianca a "Prestiamoci". Entrambi questi istituti sono intermediari abilitati ad essere Istituti di Pagamento e, pertanto, soggetti alla vigilanza di Bankitalia. (E. Zannelli, 2013).

### 1.3.1. Criterio obiettivo raccolta – ricompensa offerte

Un'altra classificazione<sup>16</sup> tra modelli di *crowdfunding* si basa sul diverso modo di rapportarsi di due dimensioni: da un lato, l'obiettivo del proponente (sociale o personale) e, dall'altro, le ricompense offerte ai finanziatori (monetaria o di altra natura). Combinando questi due parametri di riferimento, infatti, si ottengono quattro classi di crowdfunding: business, mecenatismo, donazione/beneficenza, cooperazione. (Fig.2)



Figura 2: Classificazione gruppo di ricerca Politecnico di Milano. Fonte: V° rapporto RITA (2013).

I progetti della classe *business* sono orientati al profitto, di cui beneficiano sia il proponente che l'investitore cui viene riconosciuto un ritorno monetario. Vi rientrano i progetti *revenue sharing*, *equity-based*, *lending-based* in cui il proponente chiede il prestito al fine di produrre ricchezza.

Alla classe mecenatismo, invece, appartengono i progetti (in gran parte *reward based*) pur sempre orientati al profitto ma per i quali non sia previsto un ritorno monetario ai *crowdfunders*.

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

<sup>16</sup> Tale classificazione è stata proposta dall'Osservatorio sul *Crowdfunding*, istituito nel 2014 presso la School of management del Politecnico di Milano, con l'obiettivo di analizzare ed interpretare in modo esaustivo l'impatto che la nuova raccolta di capitale può determinare nel sistema economico.

Infine, al gruppo cooperazione si inscrivono quei progetti a scopo sociale o filantropico, ma che tuttavia incoraggiano gli investimenti proponendo un ritorno economico.

### ***1.3.2. Criterio della modalità di trattazione dei fondi raccolti***

Nonostante la classificazione delle piattaforme *on line* di raccolta fondi si realizzi attraverso i quattro modelli di crowdfunding precedentemente analizzati, è ben possibile un'ultima catalogazione alla luce delle modalità di trattazione dei fondi raccolti.

Le piattaforme *on line* possono ispirare il proprio operato al principio “tutto o niente” piuttosto che a quello “prendi il tutto”.

Le piattaforme che seguono la regola *all for nothing* (tutto o niente) si caratterizzano per il fatto che il progetto viene finanziato solo se riceve l'importo minimo (“somma *target*”) previsto ad una data prefissata, sicché in caso contrario, i fondi rientrano nella disponibilità dei finanziatori senza che questi sopportino alcun esborso. Generalmente a tale principio si ispirano le raccolte fondi riguardanti quei progetti per cui è fondamentale raggiungere l'obiettivo economico prefissato, del quale, di solito, la piattaforma trattiene alla fine il 5%.

Diversamente, le piattaforme che applicano il principio *take it all* (prendi il tutto) non fissano un limite alla raccolta e il progetto viene finanziato a prescindere dal raggiungimento di una soglia minima di sottoscrizioni (E. Zanella, 2013).

Un modello leggermente diverso è quello ove i finanziatori sono remunerati, una volta intrapresa l'attività finanziata, con una percentuale sul prezzo delle vendite del prodotto, variabile in base al tipo di sostegno offerto.

Da ultimo, è opportuno ricordare che talune piattaforme di *crowdfunding* limitano la propria attività di raccolta fondi a progetti riguardanti una specifica tematica piuttosto che progetti afferenti una determinata area geografica.

### ***1.4. Nuove forme possibili: Il civic crowdfunding***

Nuova declinazione del più vasto fenomeno del *crowdfunding* è il *civic crowdfunding*.

Se il *crowdfunding* si presenta come una soluzione alla scarsità di capitali sul mercato, il *civic crowdfunding* si propone come via d'uscita all'incapace *budget* delle amministrazioni locali.

Il *civic crowdfunding* è una raccolta di fondi dal “basso” che mira a supportare campagne di utilità sociale a favore della comunità oppure sostiene iniziative che riguardano l’ambiente, i beni pubblici, gli spazi urbani, i servizi al cittadino e alla comunità. (CALVERI, ESPOSITO, 2013)

Il problema economico degli enti pubblici è noto. A ciò si aggiunga la sfiducia che il cittadino nutre per la pubblica amministrazione e le istituzioni che percepisce come lontane dalla propria realtà.

Al contrario, il cittadino è in genere legato alla propria comunità territoriale, alle pro-loco, alla squadra di calcio locale, alle scuole, luoghi cioè che rappresentano momenti di condivisione positiva in cui si mira al miglioramento e crescita.

Questi elementi pongono le basi allo sviluppo del *civic crowdfunding*. La forma primordiale va rintracciata nella raccolta fondi promossa negli USA dal noto giornalista J. Pulitzer. In pochi mesi furono raccolti 100.000 dollari e la Statua della Libertà poté essere collocata sulla baia di New York.

Ma un altro dato merita di essere osservato. La comunità locale si ritenne così legata all’opera da collaborare attivamente con l’amministrazione che doveva occuparsene.<sup>17</sup>

In Italia il *civic crowdfunding* si è sviluppato a partire dalla campagna condotta da DeRev per la raccolta a favore della città della scienza di Napoli, devastata da un incendio doloso. La raccolta vide il contributo di 2584 finanziatori. Il metodo di finanziamento in esame trova una più piena maturazione con il progetto “Un passo per San Luca”, in collaborazione con il comune di Bologna, con il quale 7000 sostenitori hanno finanziato la ristrutturazione del portico della città.

Il *civic crowdfunding* si fonda sull’idea che la partecipazione sociale possa rappresentare quell’anello mancante per la costruzione di città migliori in collaborazione con le istituzioni locali (Russo, 2014), realizzando una stretta interrelazione tra *social innovation* e valori attrattivo-culturali in un’ottica di sostegno finanziario agli enti locali, ma anche di responsabilità sociale dei cittadini nei confronti delle scelte di interesse pubblico (Miglietta e altri, 2013).

E’ altresì una modalità per selezionare le idee più adatte ai fattori socio-culturali, in altre parole l’utente/supporter sceglie gli investimenti e le idee che devono essere sviluppati (Ley e Weaven, 2011).

---

<sup>17</sup> Sul tema “Il crowdfunding civico: una proposta”, <http://issuu.com/alessiobarollo/docs/civic-crowdfunding>, consultato nel mese di gennaio 2017

Il *civic crowdfunding* è una modalità di finanziamento di opere collettive in cui gioca un fondamentale ruolo un meccanismo di ricompensa di tipo emotivo-emozionale, dovuto al sentimento di appartenenza ad una comunità e alla propria coscienza civica (Giannola, Riotta, 2013).

Il *civic crowdfunding* è prima che un'operazione economica, un'operazione culturale che investe maggiormente quei territori in cui è presente un notevole capitale sociale e culturale, anche se nel caso in cui sia il territorio ad avere un'importante attrattività diversi potranno essere anche gli investitori internazionali.

Si tratta di una tipologia di investimento di seconda generazione, che permette di finanziare dei progetti sociali e che non consente, invece, agli investitori un ritorno economico, almeno non nel breve periodo.

Del resto, come Autorevoli studiosi rilevano come i fattori socio-culturali siano fattori emozionali che hanno un peso notevole sulle decisioni circa l'investimento, a prescindere dalle considerazioni economiche del fattore rischio-rendimento (Gasper, Clore, 2000; Russell, 2003). La forte interazione con il territorio, piuttosto, fa sì che gli investitori abbiano una percezione più bassa del rischio reale (Izard, 2010; Haase, Silbereisen, 2011).

Più che una *folla indistinta*, gli investitori sono segmenti di utenti accumulati da uguali valori socio-culturali che, tramite il *crowdfunding* esprimono una volontà di *empowerment*, consapevoli della propria identità culturale e, anche della valenza e dell'identità del territorio (Calveri, Esposito, 2013).

Una recente ricerca prova la correlazione tra l'efficacia dei progetti di *civic crowdfunding* e gli aspetti culturali, turistici e sociali del territorio (attrattività). I territori che hanno una maggiore valenza socio-culturale manifestano da un lato un fabbisogno maggiore di investimenti come il *civic crowdfunding* dall'altro esprimono nei confronti degli investitori una maggiore attrattività.

Spesso è l'ente stesso a proporre dei progetti, e in ogni caso la realizzabilità di opere pubbliche dipende dalle autorizzazioni o permesso degli enti medesimi, valutando in tal modo la validità del progetto.

Lo sviluppo del processo di finanziamento è determinato da quattro attori, ovvero le idee, l'amministrazione, la popolazione e il capitale umano. Il *civic crowdfunding* è quel metodo che consente di direzionare le forze verso un unico obiettivo: il miglioramento della società.<sup>18</sup>

Le piattaforme di *civic crowdfunding* funzionano secondo il modello tradizionale.

---

<sup>18</sup> Sul tema "Il crowdfunding civico: una proposta", <http://issuu.com/alessiobarollo/docs/civic-crowdfunding>, consultato nel mese di gennaio 2017

Tuttavia, vi sono talune peculiarità. In particolare, si distinguono due sotto-modelli, a seconda del soggetto proponente.

Alcune piattaforme sono predisposte per quelle iniziative che partono da soggetti qualificati quali governi locali, enti pubblici o associazioni e aziende private.

Altre, invece, consentono la presentazione dei progetti di interesse pubblico anche a singoli cittadini.

I modelli utilizzati sono in genere per le caratteristiche di tale forma di finanziamento quelli del *reward based*, *donation based* e *lending based*.

Guardando alle attuali esperienze italiane il Comune di Milano emerge per il ricorso allo strumento. L'ente, infatti, attraverso la piattaforma Eppela ha coinvolto il popolo del web nella scelta di progetti sociali, dando possibilità di donare il proprio contributo a una o più campagne che laddove avessero raggiunto il 50% dell'importo, potevano beneficiare di un contributo da parte del Comune.

Al Sud, invece, la piattaforma *Meridionare*, costituita dal Banco di Napoli, dalla Fondazione di Comunità del Centro Storico di Napoli e dall'associazione L.I.V.E.S. (Lavorare Insieme Verso l'Economia Sociale) è stata creata per lo sviluppo di progetti con finalità esclusivamente sociale nel meridione italiano.

Si tratta di una piattaforma al tempo stesso territoriale, in quanto accoglie progetti che si attuano nel territorio campano e di tutto il Sud Italia; e settoriale, in quanto i progetti caricati rientrano nell'ambito sociale. L'obiettivo è di aiutare quella fascia di popolazione più debole costituita da anziani, bambini vittime di disagio sociale e diversamente abili.

### ***1.5. La diffusione del crowdfunding: livello mondiale***

Il *crowdfunding* ha conosciuto negli ultimi anni una crescita esponenziale.

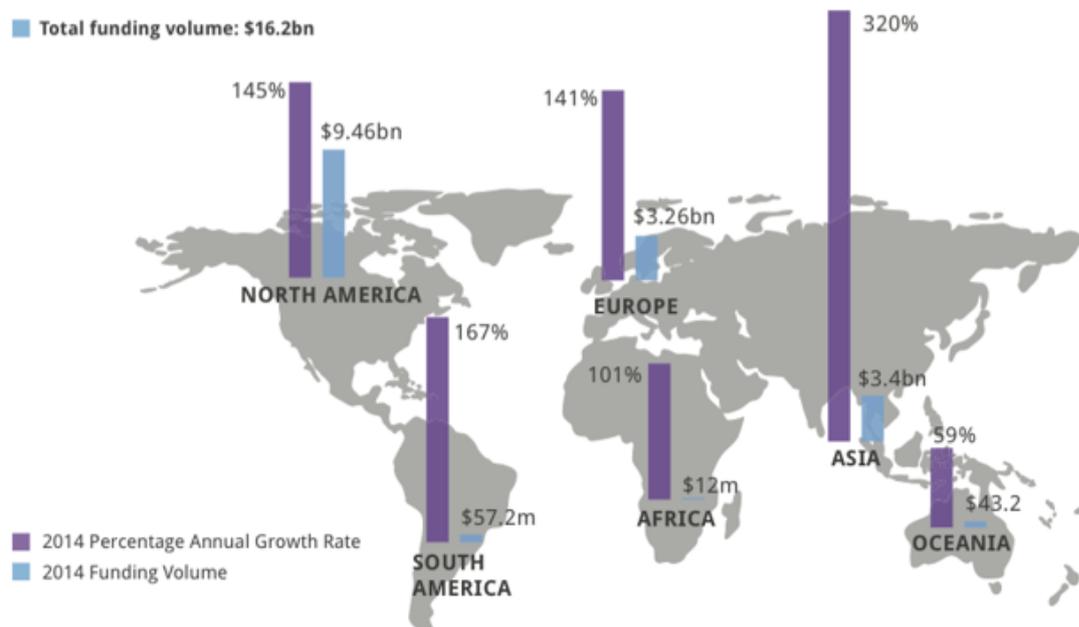
Secondo l'ultimo rapporto 2015 pubblicato dall'*equipe* di ricerca Massolution<sup>19</sup>, a fine dicembre 2014, le piattaforme di *crowdfunding* sono 1.250 – di cui 600 solo in Europa e 375 in Nord America – e registrano un volume di raccolta complessivo pari a 16,2 miliardi di dollari, con un incremento del 167% rispetto ai 6,1 miliardi del 2013.

---

<sup>19</sup> Le relazioni annuali di Massolution sul settore del *crowdfunding* rappresentano lo standard riconosciuto per conoscere la dimensione, la composizione e le prospettive di tale fenomeno a livello mondiale. La relazione stilata dal gruppo *crowdsourcing.org* è basata sui dati raccolti da 1.250 piattaforme in tutto il mondo e l'analisi è effettuata dal brain-trust (esperti attivi del settore e nel mondo accademico) di Massolution.

Il dato più importante vede i Paesi asiatici protagonisti nel mercato del *crowdfunding*, registrando una crescita del 320% rispetto al 2013 e un volume di mercato complessivo che supera quello europeo (3,4 miliardi di dollari contro i 3,26) (Fig.3).

### Volume di finanziamento globale e tasso di crescita annuale per regione in dollari (anno 2014)



(Fig.3)

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

Volendo eseguire una classifica tra i modelli di *crowdfunding* in base alla loro maggior presenza del mercato, si può osservare che il più utilizzato è il *lending-based* con 11,08 miliardi di dollari raccolti (il 68,4% della raccolta totale), seguito dal modello *donation-based* con 1,94 miliardi di dollari, *reward-based* con 1,33 miliardi (di cui il 92% solo negli Stati Uniti, sede territoriale delle principali piattaforme come *Kickstarter*, *Indiegogo*) e l'*equity-based* con 1,11 miliardi (di cui 787 milioni di dollari solo in Nord America e solo 177 milioni in Europa).

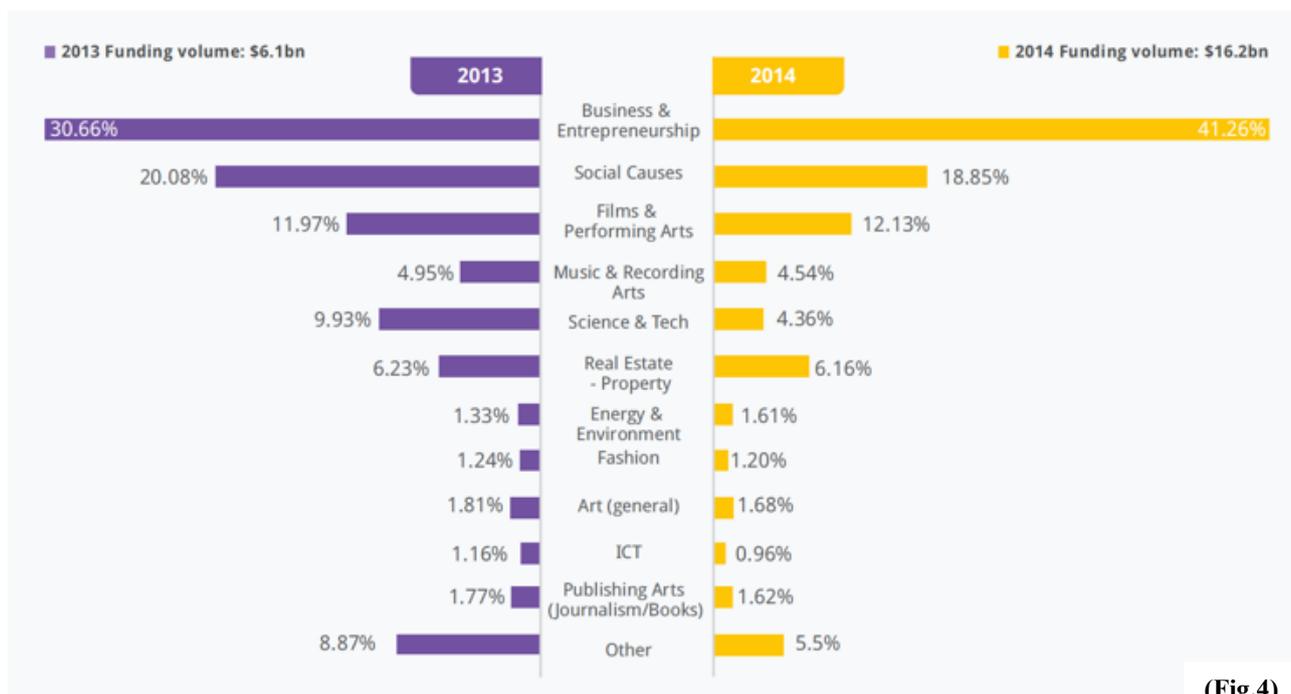
Sul versante *donation* e *reward*, la piattaforma *GoFundMe* ha sorpassato la storica piattaforma *Kickstarter*: 470 milioni di dollari provenienti da circa 6 milioni di finanziatori contro 444 milioni di dollari da 3,3 milioni di finanziatori.

L'*equity crowdfunding*, ancora poco nota alle imprese, segna un notevole incremento, soprattutto nel mondo delle *start-up*: le piattaforme online oggi operanti sono 236, con una stima di crescita del volume di finanziamento annuo da quota 1,11 miliardi di dollari del 2014 a 2,56 miliardi del 2015.

Quanto alle singole categorie di finanziamenti, al primo posto si colloca la *Business and Entrepreneurship*, con una raccolta di 6,7 miliardi di dollari nel 2014 (pari al 41,3% del totale, a conferma di quanto il *crowdfunding* sia un valido strumento di *business* con positivi vantaggi anche su un piano occupazionale. Seguono, poi, tra le prime cinque categorie, le campagne di raccolta fondi per cause sociali (3,06 miliardi di dollari), per le produzioni culturali e cinematografiche (1,97 miliardi di dollari), di investimento immobiliare (1,01 miliardi) e, infine, di promozione e produzione musicale (0,7 miliardi).

Un'importante novità rispetto al 2013 è, invece, il calo del settore *Science and Tech* e l'ascesa del settore immobiliare (*Real Estate*) che nel 2015 si prevede possa raggiungere il miliardo di dollari solo in Europa (Fig.4).

### Distribuzione del volume di finanziamenti per categorie: 2013-2014



(Fig.4)

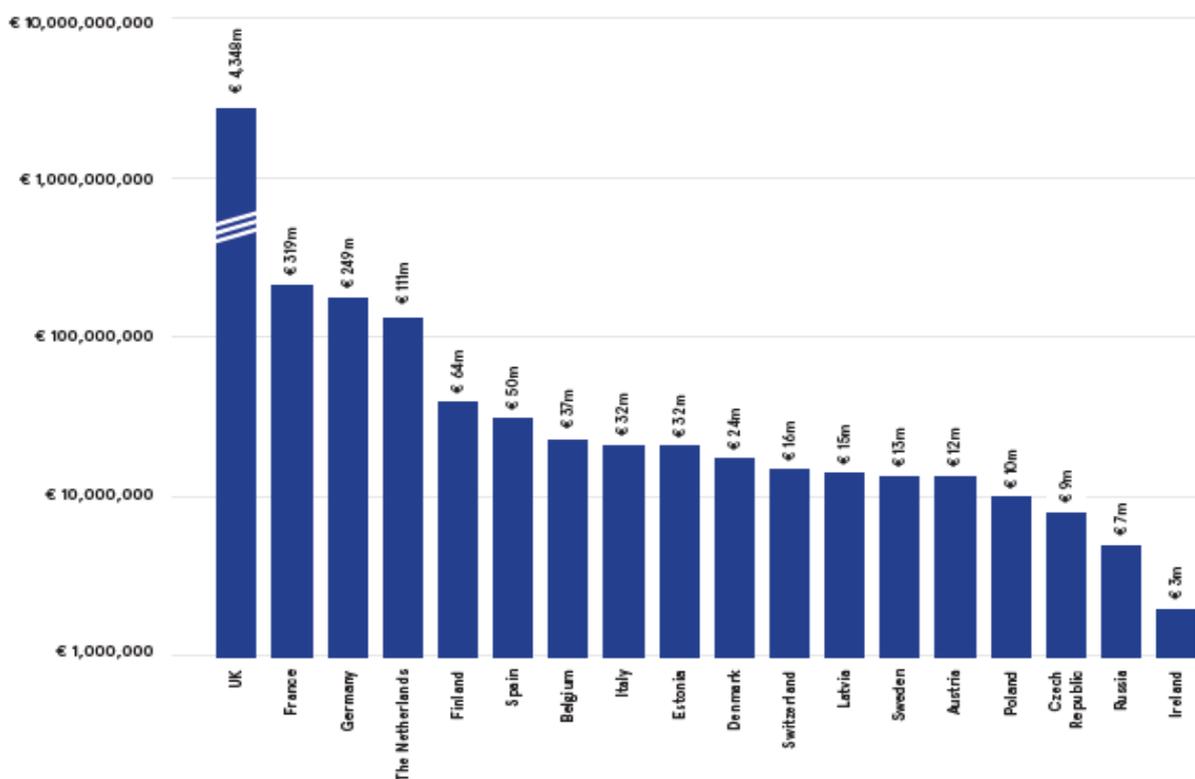
Fonte: Massolution (2015), 2015CF Crowdfunding Industry Report

### 1.5.1 L'Europa

Dai dati riportati emerge come Nord America ed Europa siano le protagoniste per oltre il 95% del mercato globale del *crowdfunding*.

In particolare, secondo i dati forniti dalla Commissione Europea (“Scheda informativa SBA 2013 - Italia” Commissione Europea), in Europa sono attive 20 milioni di piccole e medie imprese (PMI) con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro o con meno di 251 dipendenti.

Ed ancora secondo uno studio condotto dall'Università di Cambridge<sup>20</sup>, non solo questa nuova forma di finanziamento è in crescita, ma altresì inizia a coinvolgere anche investitori istituzionali. In termini di volume totale dei singoli Paesi, il Regno Unito domina il mercato quanto a denaro raccolto (con 4,348 miliardi di euro), seguito da Francia (319 miliardi di euro), Germania (249 milioni di euro), Olanda (111 milioni di euro), Finlandia (64 milioni di euro) e Spagna (50 milioni di euro). L'Italia, invece, è all'ottavo posto con 32 miliardi di euro (Fig.5).



**Figura 5: On line Alternative Finance Volume by Country 2015, European Alternative Finance Benchmarking Report**

<sup>20</sup> *European Alternative Finance Benchmarking Report*, 2016, in <http://www.jbs.cam.ac.uk>. L'Università di Cambridge ha collaborato con Ernst & Young e 14 delle principali associazioni nazionali di settore per raccogliere i dati direttamente da 255 piattaforme leader in Europa attraverso un questionario web-based, riuscendo a coprire circa l'85-90% del mercato europeo della finanza alternativa.

## ***1.5.2. L'Italia***

Nel nostro Paese il fenomeno del *crowdfunding* nasce nel 2005 con la prima piattaforma *reward-based* “Distribuzioni dal basso” e con le prime piattaforme di *social lending* tra il 2008 e il 2009, sebbene conosca un avvio decisivo solo a partire nel 2011.

Volgendo uno sguardo al nostro Paese, attualmente, stando ad un articolo di Riccardo Bianchi, intitolato “*Crowdfunding, la crescita è limitata a poche piattaforme*”, sembrerebbe che le piattaforme “*sono tante, troppe, e soprattutto molte sono immature sotto vari aspetti. Però quelle che funzionano sono in netta crescita e vedono il futuro positivamente, anche se lamentano la mancanza di una vera cultura del settore.*”

Riassumendo i risultati della ricerca, coordinata dalla Prof.ssa Ivana Pais, sul “*crowdfunding in Italia nel 2015*”, realizzata dall'Università Cattolica del Sacro Cuore in collaborazione con Tim e Starteed, si può dire che dopo aver preso in considerazione tutte le piattaforme esistenti (82 in toto, nel Paese, di cui 69 avviate e solo 13 nella fase di lancio) in egual misura, solo alcune raccolgono molto da destinare a progetti importanti, per lo più le altre sono piccole ed essendo poco attente allo sviluppo, non riescono ad espandersi.

Aggiunge Bianchi “*il valore complessivo dei progetti finanziati dal 2005 a oggi tocca i 34 milioni di euro. Di questi, però, il 59% arriva dall'unica piattaforma italiana ibrida donazione-debito e i 119% da quelle con ricompensa. Il tasso di successo è mediamente del 30%, in calo rispetto ai 37% dell'anno scorso, e restano sopra la media solo alcune categorie: debito, ricompensa ed equity*”.

Una possibile spiegazione a tale calo potrebbe risiedere in una inadeguatezza della campagna informativa o ad una raccolta fondi legata ad un progetto attinente ad argomenti poco sensibili e quindi incapaci di interessare una buona maggioranza della collettività.

Nonostante tale calo di crescita, però si registra la sempre più numerosa presenza di progetti capaci di abbracciare anche tematiche “civili”, auspicandosi soprattutto un'apertura in tal fatta del mondo politico<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Va ricordata, infatti, l'utilità di questa tipologia di raccolta fondi specie negli USA, alle campagne elettorali, nel 2008, dell'uscente Presidente Obama e, nel 2016, di Lawrence per le primarie democratiche.

## **CAPITOLO 2**

# **L'EQUITY BASED CROWDFUNDING**

### **2.1. Definizione**

Mettendo in dubbio i tradizionali sistemi di produzione e consumo, il *crowdfunding* si colloca nel filone della economia collaborativa, cd. *sharing economy*<sup>22</sup>.

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

La parola *equity* suole indicare nella scienza finanziaria la partecipazione sociale o un titolo azionario. Per *equity crowdfunding* si intende, dunque, una modalità di finanziamento di società non quotate in cui la formazione di capitale si realizza tramite l'acquisto di azioni o quote societarie da parte di una massa indistinta di soggetti. Coloro i quali intendono sostenere progetti imprenditoriali versano, in tal modo, denaro acquistando in cambio i diritti amministrativi e patrimoniali derivanti dalla partecipazione al capitale sociale della società (*Bradford C.S., Piattelli U.*)<sup>23</sup>.

In altre parole, il *crowdfunding* è definito “*equity-based*” proprio perché tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società.

La definizione più accreditata in letteratura è quella che definisce l'*equity crowdfunding* «*a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms*» (*Gerrit K.C. e al., 2013*).

In base alla definizione resa dalla Commissione UE nella Comunicazione “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*”<sup>24</sup> il *crowdfunding* costituirebbe “*un invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico*” e, come specifica la Consob «*si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di*

---

<sup>22</sup> Sul punto si veda anche Don Tapscott ed Antony D. Williams nel testo *Wikinomics. How Mass Collaboration Changes Everything*, Rizzoli-Etas, 2007

<sup>23</sup> BRADFORD C.S., *Crowdfunding and the federal Securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012, pag. 10; PIATTELLI U., *Il crowdfunding in italia, Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli 2013

<sup>24</sup> Comunicazione della Commissione UE “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*” del 27 marzo 2014, COM(2014) 172 final, consultabile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>

*partecipazione in una società: in tal caso, la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa».*<sup>25</sup>

## **2.2. Caratteristiche e confronto con altri modelli di finanziamento**

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

Dal modello generale di *crowdfunding*, tuttavia, si distingue sia per il fine, ovvero quello di finanziare un progetto imprenditoriale, che per il trattamento dell'investitore, il quale comporta, a fronte dell'investimento, l'attribuzione di una partecipazione al capitale della società e la conseguente attribuzione della qualifica di socio (VITALI M. L., 2014).

L'*equity crowdfunding* presenta così un'opportunità per avviare un'attività imprenditoriale o per sostenere finanziariamente l'espansione di una impresa innovativa già esistente in nuovi progetti o settori, offrendo all'imprenditore «*to reach a large number of people limiting the fundraising request to a small amount from each donor can provide meaningful funding*» (HAZEN T.L., 2012).

Tale metodo di raccolta di capitale di rischio offre, in altre parole, ad una start-up o piccole e medie imprese di rivolgersi a un vasto pubblico di potenziali investitori per l'avvio dell'impresa o di nuovi rami e settori.

Si tratta di un significativo “cambio di paradigma nella fase d'avvio e di sviluppo di un'impresa”<sup>26</sup>, tanto che il premio Nobel dell'Economia 2013 Robert Shiller in un famoso articolo<sup>27</sup> ha paragonato il fenomeno del *crowdfunding* alla nascita dei mercati finanziari (New York bill del 1911).

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

---

<sup>25</sup> Consob, *Equity crowdfunding*: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on line

<sup>26</sup> L'*equity crowdfunding*, analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position Papers da “Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa”, creato da Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

<sup>27</sup> Pubblicato nel 2012 sul New York Times “Democratize Wall Street, for Social Good”

Più in generale, nel valutare tale tecnica operativa, si è ravvisato nella fattispecie una possibile soluzione alla crisi economica (Troisi, 2014) che ha causato uno stallo degli ordinari meccanismi di intermediazione bancaria, situazione alla quale ha fatto seguito una riduzione dell'offerta creditizia e dunque, una diffusa mancanza di liquidità.

Persino l'accesso ai contributi pubblici non costituisce un'alternativa per queste imprese, che non avrebbero la garanzia circa i tempi di erogazione, né la possibilità di anticipare le spese necessarie per avviare l'attività prima di percepire il contributo.

Secondo lo studio del Gruppo di Lavoro sulla Finanza Innovativa creato da Consob e Consiglio Nazionale dei Commercialisti ed Esperti Contabili, l'*equity crowdfunding* costituisce un valido strumento di meritocrazia: chi è in possesso di un'idea convincente, può rivolgersi direttamente al pubblico che, se ne condivide l'iniziativa, lo finanzia. Non solo, ma una folla numerosa può costituire una garanzia di successo del progetto potendo dunque assicurare a *rating* utilizzabile dalle banche per concedere affidamenti a realtà che altrimenti difficilmente finanzierebbe.

Un tale metodo, per di più, si presta a favorire una democratizzazione dell'economia intesa come "accesso diretto dei cittadini alle opportunità di investimento e come accesso diretto delle start-up e delle PMI alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione del sistema"<sup>28</sup>. È stato affermato, infatti, che "è il principio della democrazia partecipativa nella sua purezza, senza che alcun compromesso dettato da contingenze esterne possa realmente interferire con il successo della operazione" (CALVARI, ESPOSITO, 2013).

Come si è già precisato, l'*equity crowdfunding* è particolarmente indicato per le start up e tutte quelle iniziative high-tech<sup>29</sup>, ma anche iniziative nell'ambito delle arti figurative (quali cinema e teatro) e in materia di salvaguardia ambientale.

La differenza tra questa forma di *crowdfunding* e le altre si rinviene anche nel processo di finanziamento. HEMER (2011)<sup>30</sup> offre una classificazione delle tipologie di crowdfunding a seconda della complessità del processo e della ricompensa offerta.

---

<sup>28</sup> L'*equity-crowdfunding*, Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi A cura del "gruppo di lavoro sulla finanza innovativa", Position Papers da "Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa", creato da Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, 2016 disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

<sup>29</sup> In Italia, Le piattaforme equity hanno proposto esclusivamente progetti di tipo imprenditoriale, *Il Crowdfunding IN ITALIA REPORT 2015*, Università Cattolica del Sacro Cuore

<sup>30</sup> "A snapshot on crowdfunding". Working paper firms and region R2/2011

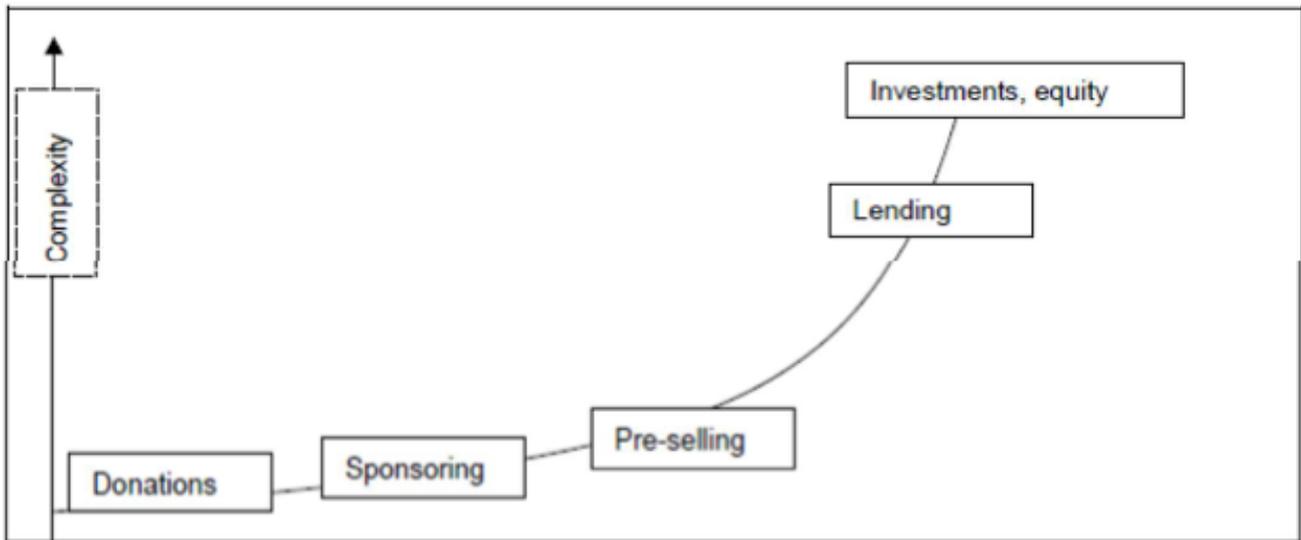


Figura 6: Le principali forme di crowdfunding classificate in relazione al grado di complessità del processo. Fonte: Hemer (2011).

Il processo di finanziamento si svolge seguendo una serie di step che in genere si ripetono in tutti i casi, tenendo conto che piccole differenze possono esistere specie nelle modalità di gestione delle piattaforme.

Inizialmente, l'imprenditore lancia la proposta di raccolta fondi ad una piattaforma, che ricevutala, può, in alternativa, metterla direttamente on line o, prima di lanciarla sul web, vagliarne la serietà e qualità del progetto di business, la reputazione del proponente e del suo staff.<sup>31</sup>

Publicato il progetto, la piattaforma deve inserire tutte le informazioni necessarie ai *crowdfunder* per poter valutare l'investimento.

In genere, le piattaforme adottano il modello *all or nothing*, ciò significa che i finanziamenti verranno trasferiti al proponente esclusivamente quando la soglia minima previamente stabilita dall'imprenditore e necessaria al suo progetto venga raggiunta. In caso contrario, la piattaforma restituisce la somma ai vari finanziatori che avevano aderito.

Anche la definizione fornita da Belleamme e altri (2013) evidenzia il rapporto tra investitori, imprenditore e piattaforma. *“Entrepreneurs make an open call for funding on a crowdfunding platform, and investors make their decisions based on the information provided therein. Moreover,*

<sup>31</sup> Ad esempio, la piattaforma italiana Assiteca Crowd verifica preliminarmente la compatibilità delle informazioni economico finanziarie fornite dalla start up con i requisiti di legge. Nello specifico viene analizzata la modalità con cui il futuro Emittente perviene alla valutazione del valore offerto al pubblico in sottoscrizione, sia in quota nominale e sia per il sovrapprezzo quote. Al fine di escludere potenziali conflitti d'interesse tale analisi non interverrà, in nessun caso, in fase di elaborazione, anche parziale, del business plan, ma si limiterà ad una mera analisi di coerenza e sostenibilità.

*the crowdfunding platform facilitates the transaction by providing a standardized investment contract and settling the payments”.*

Da una parte gli investitori devono essere messi nella condizione di poter valutare l’investimento sulla base d’informazioni chiare, precise e complete, le quali devono essere rese disponibili dall’imprenditore sulla piattaforma. Da parte sua, quest’ultima deve altresì facilitare l’operazione predisponendo contratti standardizzati e occuparsi del trasferimento dei pagamenti.

L’*equity crowdfunding* presenta analogie e differenze anche con altre forme di investimento private non istituzionali, quali il *Business Angel* e *Venture capital*.

Secondo la definizione fornita da IBA (Italian Business Angel Network), i *Business Angel* sono “ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze. Hanno il gusto di gestire un business, il desiderio di acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e l’interesse a monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell’uscita; l’obiettivo dei *Business Angels* è quello di contribuire alla riuscita economica di un’azienda ed alla creazione di nuova occupazione”.

Il *Venture Capital* è, invece, “*a type of private equity focused on start-up companies. Venture capital funds often back entrepreneurs who have just the germ of a business idea*”<sup>32</sup>.

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

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

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

---

<sup>32</sup> European Private Equity and Venture Capital Association

### ***2.3. Gli attori dell'equity crowdfunding***

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

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

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

Un'interessante ricerca svolta da E. Geber (e altri, 2013) approfondisce le motivazioni alla base del ricorso al metodo di finanziamento di cui si tratta. La prima ragione è ovviamente economica: l'*equity crowdfunding* è un metodo facile, efficiente e organizzato per sollecitare e raccogliere capitale. In secondo luogo, attraverso tale modello, i proponenti trovano un modo per far conoscere il proprio progetto, far crescere la propria reputazione e popolarità nel grande pubblico attraverso i social media e la stampa. Ed ancora, la possibilità di mantenersi in contatto con i *supporters* consente al proponente di costruire relazioni durature, che si estendono al di là della singola transazione finanziaria. Pubblicando i progetti sul web, le piattaforme garantiscono visibilità ai proponenti, consentendo loro di incrementare il bacino d'utenza e stabilire un dialogo diretto con gli investitori. Questo contatto diretto aumenta in maniera esponenziale le possibilità di successo della campagna, quanto più il messaggio del proponente è chiaro, tanto più permetterà l'identificazione della *community* nello spirito del proponente. D'altro canto, l'incremento della *community* ha chiaramente effetti positivi sul business dell'intermediario, il successo dei progetti richiama nuovi affiliati divulgatori della visione della piattaforma.

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

Chiaramente, l'adesione di investitori ad un progetto appaga altresì il desiderio di approvazione dell'imprenditore di sé e della propria idea imprenditoriale. Le modalità con cui si svolge la campagna di raccolta fondi, che non rimane esclusivamente sulla pagina web della piattaforma, ma circola tramite altri siti e social media, consente ai *creators* di mantenere il controllo sulla proposta e anche di accumulare esperienza e competenza, al di fuori del proprio campo professionale, di marketing, gestione del rischio e pianificazione finanziaria.

Prima di ricorrere all'*equity crowdfunding* l'imprenditore deve avere un chiaro piano finanziario. Il progetto va tradotto in grandezze economico-finanziarie prospettiche che ne esplicitino i futuri flussi

di cassa e di reddito. La logica di modellizzazione è quella del business plan. Secondo la migliore dottrina aziendalistica (Mariani) l'obiettivo principale del business plan è quello di formulare le ipotesi di fattibilità del progetto (*autovalutazione*), di svilupparle ampiamente e di trasmettere ai diversi interlocutori interessati (*comunicazione*) le informazioni necessarie per consentire loro di esprimere un giudizio quanto più completo su quattro aspetti fondamentali per la valutazione del progetto: 1) fattibilità imprenditoriale, 2) fattibilità sul piano esterno, 3) fattibilità sul piano interno e 4) fattibilità economico-finanziaria e patrimoniale.<sup>33</sup>

Quando il piano economico sarà completo, lo si potrà impiegare per decidere il contributo standard, stimare il numero di partecipanti al *crowdfunding* e fissare la quota di profitti da destinare loro (GAGLIARDI G., TONELLA A., 2013).<sup>34</sup> Tra le valutazioni che il proponente dovrà effettuare, vi è quella relativo alla scelta di modalità di aggregazione degli investitori non professionali.

Oltre al modello tipicamente di *equity crowdfunding*, che consente l'accesso all'investimento a chiunque, nella prassi si registrano il cd. *modello club* e il *modello holding* o *cooperativa*, i quali limitano la partecipazione a classi di investitori.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> L'*equity crowdfunding*, analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position Papers da "Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa", creato da Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

<sup>34</sup> L'ideale è che il promotore conservi la maggioranza delle quote del progetto, che crei quote societarie con poteri differenziati o che utilizzi una struttura come la Sas o la Sapa. Chiaramente in questi casi sarà il commercialista a guidare la scelta.

<sup>35</sup> Nel modello-club, le piattaforme gestiscono gli investitori come membri di un circolo ad adesione volontaria. In tal modo, l'offerta non è formalmente indirizzata al pubblico, bensì ad una platea chiusa di potenziali investitori (*Castrataro D., e altri, 2013*).

Con il modello club (Crowdcube, piattaforma equity britannica, opera con il modello club), in genere, viene richiesto ad ogni persona fisica interessata ad investire nell'attività d'impresa di depositare una somma di denaro da impiegare successivamente. specularmente ogni imprenditore-richiedente viene sottoposto ad un accurato processo di verifica e analisi del progetto il risultato determinerà l'accesso alla piattaforma o meno. In questo modello tuttavia incontriamo una limitazione al concetto vero e proprio del *crowdfunding*, solo i membri del club o coloro che sono stati accettati possono prendere parte al progetto non è più dunque aperto alla "folla".

Nel modello-cooperativa, invece, si costituisce una cooperativa formale che ha lo scopo di raccogliere investimenti. Un esempio è costituito dall'internazionale [GrowVc](#). In entrambi i casi la raccolta, sebbene aperta a chiunque, assume l'aspetto di un'operazione riservata ad un nucleo chiuso e ristretto di soggetti consapevoli. Gli investitori non professionali divengono così finanziatori di un apposito veicolo societario, la cui costituzione mira attribuzione di specifici diritti di prelazione e all'eliminazione del cd. effetto diluizione, ovvero di quella variazione in diminuzione dell'utile per azione che si realizza in relazione ad operazioni straordinarie quali l'aumento del capitale sociale. In genere, l'emissione di nuove azioni a parità di utile comporterà che lo stesso andrà spalmato su un numero maggiore di detentori, gli utili per azionista verranno quindi ad essere "diluuti".

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

Rispetto ad un *business plan* tradizionale, quello del *crowdfunding* presenta forti peculiarità dovute al fatto che il finanziamento degli investitori avvenga on line. Quando viene pubblicizzata l'idea, spesso il prodotto/servizio non è ancora sul mercato.

Il *business model* di queste aziende, quindi, viene sviluppato tramite la *digital economy*, cioè attraverso un confronto continuo con i potenziali investitori.

Non è sufficiente pubblicare la proposta sul portale. Teoricamente esso è in grado di raggiungere qualsiasi internauta, ma è necessario altresì che la proposta venga indirizzata dal proponente direttamente ai suoi contatti che potrebbero essere minimamente liquidi o avere un interesse profondo per il progetto. La proposta deve essere attraente, ma al tempo stesso chiara e franca. Bisogna che il proponente tenga conto nel proprio business plan che il *crowdfunding* non si conclude con la raccolta della somma prestabilita o l'avvio del progetto. Esso termina quando l'ultimo dei finanziatori iniziali ha liquidato la propria quota o è divenuto socio stabile. Fino a quel momento il promotore dovrà tenere informati i *supporters*, distribuendo tempestivamente i compensi e rimborsi maturati (GAGLIARDI G., TONELLA A., 2013).

Gli investitori, cd. *crowdfunders*, rappresentano la community on-line nell'ambito della quale avviene la raccolta fondi. Si tratta di investitori in genere non professionali, legati o meno da interessi comuni, cosa che sostanzialmente varia a seconda del modello di business della piattaforma e dal suo grado di specializzazione. Attraverso vari canali, dal semplice passaparola alla condivisione del link sui social media e vari siti, i possibili investitori vengono direzionati sulle piattaforme. La loro adesione è abbastanza semplice e intuitiva. Possono, infatti, accedere liberamente alle community on line e tramite registrazione valutare i progetti pubblicati. La transazione finanziaria seguirà le modalità definite dalla piattaforma, sia rispetto al gestore di pagamento on-line, sia rispetto al trasferimento delle stesse al proponente.

Le motivazioni degli investitori sono le più varie, vi è senz'altro quella economica, ma a ciò si aggiunge il desiderio di appartenere ad un gruppo, sostenere un'idea o un progetto ideale (GERBER, 2011).

Il portale si identifica nel sito internet di cui il proponente si avvale per offrire i propri strumenti finanziari al pubblico rendendo più facile il rapporto tra imprenditore e investitori. I portali si differenziano tra loro a seconda che consentano l'accesso dell'offerta a chiunque o soltanto a determinate classi di investitori (modello *club*). Queste ultime possono essere *on line* o *off line*. In quest'ultimo caso, il portale si limita solo allo svolgimento dell'attività di back office e non del trasferimento dei fondi.

*Siamosoci*, piattaforma italiana, nata nel 2011 si è proposta sul mercato con il modello *clubfunding on line* come un *marketplace* per chi vuole entrare nel mondo delle startup e del non quotato.

Altri portali sono quelli che non richiedono particolari requisiti agli investitori, essendo accessibili a qualunque potenziale investitore. Queste piattaforme si occupano anche della gestione degli ordini e dei trasferimenti dei fondi. In Italia, un portale che funziona secondo questo schema è *Mamacrowd*. Dopo essersi registrati ed effettuato il login è possibile visionare più progetti e effettuare l'investimento.

Chiaramente al portale va corrisposto il costo del servizio, che può determinarsi anche in percentuale rispetto alla raccolta fondi. Per la sua naturale posizione, il portale contribuisce ad abbattere i costi di transazione e ridurre le asimmetrie informative tra investitori e proponenti. Le asimmetrie informative sorgono quando una parte di una transazione possiede maggiori informazioni rispetto all'altra. In tal senso il portale può svolgere una funzione di controllo verificando che tutte le informazioni vengano inserite e un controllo sull'eventuale frode messa in atto dall'emittente (Iovieno C.,2016).

#### ***2.4. Rischi e benefici per l'imprenditore***

Diversi sono i benefici per l'imprenditore che ricorre a una tale forma di finanziamento, ma vi sono anche dei costi e dei rischi da non sottovalutare. Quanto a questi ultimi, prima di utilizzare tale modulo, il promotore dovrebbe valutare alcuni punti deboli che esso presenta, stando alle esperienze internazionali.

Di fatti va innanzitutto considerato che il confine tra il successo del *crowdfunding* e successo del progetto imprenditoriale potrebbe essere abbastanza sottile.

Studi psicologici, infatti, dimostrano che spesso gli investimenti si fondano più su scelte emozionali che su valutazioni economiche e che, quindi, una buona raccolta non è indice necessariamente di un buon prodotto e viceversa (GAGLIARDI G., TONELLA A., 2013).

Altro rischio intrinseco al metodo di finanziamento è quello del danno reputazionale o all'immagine dell'imprenditore. L'andamento della raccolta fondi è visibile ad un pubblico indistinto.

Chiaramente, nel caso in cui il finanziamento ha successo e il progetto si realizza, crescerà positivamente anche la reputazione del promotore. Tuttavia, nel caso in cui la raccolta fondi fallisca, il fallimento sarà visibile e pubblico.

Il fatto che un progetto non riesca ad ottenere il finanziamento dalla folla può significare che il valore del prodotto che si intende lanciare sul mercato non è riconosciuto dai potenziali consumatori, oppure che il *business plan* non è considerato confacente allo sviluppo del business imprenditoriale.

In estrema sintesi, un insuccesso della raccolta fondi può portare ad una rivalutazione al ribasso dal mercato dell'impresa.

Inoltre, deve aggiungersi che potrebbe essere inteso come “abuso della fiducia della folla” il fallimento ripetuto per nuove iniziative.

Tra i rischi e disincentivi all'utilizzo del *crowdfunding* può annoverarsi la cd. *disclosure*. L'esposizione dell'idea di business e della proprietà intellettuale prima ancora che il prodotto venga posto sul mercato porta, infatti, con sé il rischio di furti e plagio da parte di potenziali concorrenti.

Il *crowdfunding* comporta la necessità di una comunicazione prolungata e continua che sia anche tempestiva ed efficace sulla progressione del progetto. Ciò richiede un notevole sacrificio in termini di forze e tempo, che potrebbe persino distrarre il proponente dall'obiettivo finale.

Altri rischi sono connessi all'esaurimento dei sostenitori. Di fatti un ricorso ai medesimi investitori, anche da parte di diversi proponenti, ne potrebbe esaurire la capacità di investimento.

Può considerarsi poi un ulteriore disincentivo, il dover sopportare dei costi che appartengono a questa modalità di finanziamento e non alle altre, come ad esempio il prezzo da corrispondere al gestore della piattaforma.

Nonostante ciò, allo stato dell'arte, i benefici di questa forma di finanziamento sono superiori ai potenziali rischi.

Innanzitutto, facendo riferimento alla teoria della cd. coda lunga insieme ad ANDERSON, (2006) può dirsi che oggi sarebbe possibile vendere minori quantità di un maggior numero di prodotti potendosi rivolgere ad una comunità globale.

Una bassa percentuale di tensione all'acquisto moltiplicata per un grande pubblico, conduce a considerevoli livelli di vendita. Questo meccanismo viene instaurato tramite un uso accorto dei social media, tenendo bassi i costi di accesso e di transazione. E' ciò che accade con l'*equity crowdfunding*

tramite le piattaforme che offrono soluzioni complete per lanciare e gestire una campagna di raccolta fondi, riducendo costi e difficoltà per tutti gli interlocutori, e rendendo accessibile la campagna a chiunque abbia la possibilità di avere un accesso internet.

Il meccanismo è tale da scaturire un virtuosismo. Una volta che un soggetto approva un'idea, tende a parlarne nella sua comunità on line, diventando a sua volta divulgatore del progetto. «La raccomandazione virale» è tale da trasformare un contatto in un sostenitore del progetto il quale, a sua volta, mette in campo i suoi contatti, consentendo di scavalcare i sei gradi di separazione che ci sono tra il business developer e la comunità di investitori globale (Gagliardi G., Tonella A., 2013).

Il *crowdfunding* è il miglior modo per far comprendere in via preliminare agli imprenditori se il proprio prodotto potrà avere una clientela interessata, ma anche per lo sviluppo di un pubblico di *supporters*.<sup>36</sup>

Ancora di più il *crowdfunding* presenta il vantaggio di costruire un dialogo tra la clientela e l'imprenditore. Come risultato dell'insieme dei tre benefici, l'imprenditore ottiene un feed-back prima ancora di lanciare sul mercato il prodotto (ARLOTTA, BOCCIA, 2013).

È strumento, dunque prezioso per fare «prove di mercato per nuovi prodotti e pubblicità. La raccolta di denaro può a sua volta essere finalizzata a cose diverse, come al lancio di nuovi prototipi da parte delle aziende» (Guercilena G., 2014), ricerca e sviluppo di prodotti, nuovi servizi.

In funzione speculare rispetto al rischio di un fallimento della raccolta, un eventuale successo, invece, può far aumentare il valore del progetto di business e dell'oggetto da lanciare sul mercato. Ciò aumenta la credibilità dello stesso agli occhi dei potenziali investitori anche professionali (Ingram e Teigland, 2013).

Una diffusa pratica, quale quella di legare alla vendita delle azioni alcune tipologie di *reward*, come l'offerta di avere in cambio il prodotto oggetto della campagna, prima di essere immesso nel mercato o con uno sconto particolarmente vantaggioso, consente di attrarre i finanziamenti dai più entusiasti (Agrawal, 2013).

Oltre al vantaggio che come già specificato l'*equity crowdfunding* rappresenta per le piccole e medie imprese e start up innovative, impossibilitate all'accesso ad altri tipi di canali di finanziamento, questo metodo possiede anche una capacità di diversificazione geografica di investimento. L'utilizzo del web, infatti, consente ad investitori anche geograficamente molto distanti dall'imprenditore-

---

<sup>36</sup> «i *funders* sono finanziatori ma anche consumatori, e *de facto* rappresentano una nuova figura economica che unisce l'attività tipica del *funder* (il finanziamento) con le aspettative del *consumer* (il consumo)” Miglietta e altri, 2013

proponente di poter partecipare alla raccolta fondi, e ciò espande notevolmente il campo dei potenziali *supporters*, campo che diventa globale.

Altro vantaggio è sicuramente quello di creare un rapporto continuativo e duraturo con gli investitori che consente anche di sviluppare una collaborazione fruttuosa di *business*.

## **2.5. Rischi e vantaggi per gli investitori**

Tra i principali rischi cui vanno incontro gli investitori vi è senz'altro quello della perdita del capitale. Ciò dipende dal fatto che le società neo costituite, specie se in settori innovativi, rispetto alle aziende già avviate e consolidate hanno una maggiore percentuale di rischio di fallimento, il che ovviamente incide sulle probabilità di perdita del capitale dei *supporters*.

Altro rischio è quello dovuto alla mancanza di *dividendi*. Di fatti, non necessariamente una start up nei suoi primi anni di vita produrrà utili.

Accanto a tali rischi, va annoverata anche la mancanza di liquidità del titolo di partecipazione. Non trattandosi di titoli che si negoziano nei mercati regolamentati<sup>37</sup>, è difficoltoso liquidarli sia per la mancanza di un mercato in cui negoziarli, sia per l'impossibilità di apprezzarne il valore effettivo. Per tali ragioni questi strumenti finanziari vengono definiti illiquidi. L'illiquidità aumenta il rischio dell'investimento nella misura in cui il sostenitore non possa facilmente, ove voglia, mettere in liquidazione il titolo.

Per quanto riguarda i benefici, come corrispettivo dell'apporto di capitale, l'investitore riceve diritti patrimoniali ed amministrativi.

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

Il ritorno economico può essere molto conveniente nel caso in cui il progetto abbia successo, in termini di distribuzione di utili. A ciò si aggiunge la possibilità di rivendere le quote che si possiedono ad un valore più elevato rispetto a quello corrisposto.

---

<sup>37</sup> Il "Decreto crescita bis" prevede oltretutto che gli strumenti finanziari emessi dalle start-up e dalle PMI innovative, che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity crowdfunding, non possono essere negoziati nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una start-up innovativa (art. 25, comma 2 del "Decreto crescita bis").

Oltre al ritorno finanziario, è determinante anche il ritorno morale che gli investitori possono ottenere dal progetto finanziato. Si tratta di un elemento capace di far aumentare il valore percepito derivante dall'investimento e accrescere la *willingness to pay* dell'investitore<sup>38</sup>.

Questo “ritorno morale” può essere soddisfatto da diversi elementi, quali l'associare il proprio nome a persone o progetti di elevato standing etico, tecnologico, scientifico e culturale o la sensazione di aver investito in “*The Next Big Thing*” con prospettive di grandi guadagni (cd. *lottery effect*).

Ma ancora, giocano un ruolo importante anche la possibilità di apportare la propria esperienza, competenza e network di relazioni, anche entrando direttamente nella *governance* o il convincimento di avere fatto qualcosa di utile per il Paese, partecipare ad un movimento di innovazione e di intraprendenza.<sup>39</sup>

La scelta di investire soddisfa anche la naturale propensione al «nuovo» stimolata dal desiderio di trovare nuovi modi di interagire con le aziende e gli altri consumatori.

E ancora, questo metodo di finanziamento appaga il desiderio di partecipazione sociale e d'identificazione con il contenuto, la causa o il progetto selezionato facente leva sulla selezione di essere parzialmente responsabile del successo altrui, come possibile alternativa al mecenatismo<sup>40</sup>.

I piccoli investitori sono principalmente interessati ad investire in progetti che li coinvolgono emotivamente o sentono geograficamente vicini o di cui condividono i valori di fondo.

Vi è sicuramente la sensazione di sentirsi parte di una comunità. Molti progetti creano anche delle web community per costruire relazioni tra i supporters e creare canali di comunicazione diretta con i creators. Le web community in tal modo accrescono il senso di coinvolgimento che impatta sul valore emotivo percepito dal crowdfunder. (Agrawal, 2013).

Chi investe con l'*equity crowdfunding* aderisce, in modo più o meno consapevolmente, alla logica della «saggezza della folla», in base alla quale un'idea apprezzata sul *web*, per validazione collettiva e alla conoscenza distribuita, è affidabile (GAGLIARGI G., TONELLA A., 2013).

Tra i benefici va sicuramente annoverato i cd. *reward*, quali un riconoscimento, un manufatto tangibile, o un'esperienza.

---

<sup>38</sup> Ovvero la disponibilità a pagare

<sup>39</sup> Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, *L'equity crowdfunding*, analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position Papers da “Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa”, 2016, disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>

<sup>40</sup> Un sostenitore di progetti di design, in una intervista rilasciata nell'indagine di Gerber (2013) afferma: “*I like supporting creative people that I feel have authentically good ideas and maybe wouldn't get mainstream support from the public. So, they might be doing something unusual...but you can see that there is something valuable there.*”

## 2.6. L'equity crowdfunding nel mondo e in Italia

A livello mondiale secondo il rapporto di Massolution *l'equity crowdfunding* nel 2015 ha superato la soglia di raccolta di \$ 2,5 miliardi con un valore che nel 2012 era pari a zero.

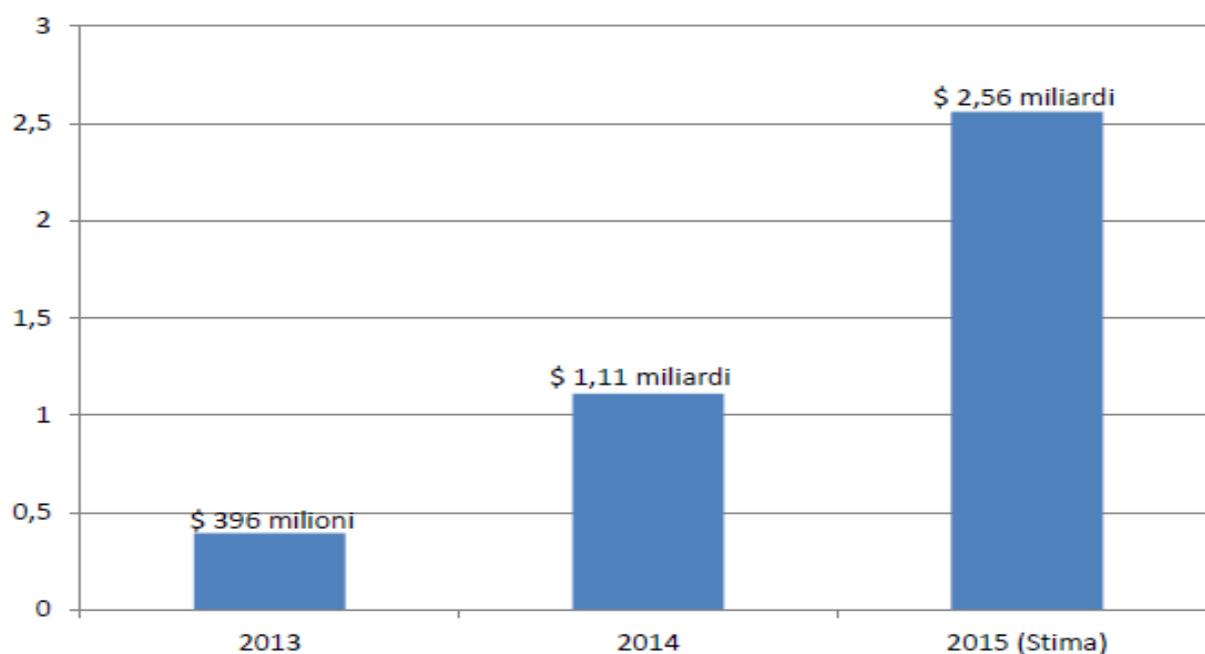


Figura 2: Volume di raccolta delle piattaforme di equity crowdfunding attive a livello mondiale dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015

Nel Regno Unito, primo Paese in cui l'*equity crowdfunding* ha potuto svilupparsi, il flusso di raccolta tramite *crowdfunding* nel 2015 ha rappresentato ben il 15,6% dei finanziamenti totali in capitale di rischio veicolati alle imprese non quotate<sup>41</sup>.

Il settore è regolamentato dalla *Financial Conduct Authority* che già dal 2014 ha introdotto alcune regole specifiche.

I portali devono essere autorizzati, oppure le loro attività devono essere gestite da soggetti vigilati. E' previsto un limite massimo di apporto per gli investitori non professionali nel *crowdinvesting* pari al 10% del patrimonio personale.

La piattaforma con maggiore successo nel Regno Unito è *CrowdCube*. Basti pensare ad un singolare episodio accaduto nel marzo del 2016 in cui la campagna di raccolta della *startup fintech*<sup>42</sup> «Mondo»

<sup>41</sup> Secondo i dati del *Cambridge Centre for Alternative Finance*, curatore del report "Pushing boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry

<sup>42</sup> Con il termine *fintech* si intende l'applicazione della tecnologia all'industria bancaria. Propone la digitalizzazione per l'abilitazione o la fornitura dei servizi finanziari attraverso l'impiego di tecnologie basate su Internet.

ha ricevuto adesioni per un milione di sterline in soli 96 secondi, mandando in *tilt* la stessa piattaforma.

Negli Stati Uniti, a differenza della Gran Bretagna, l'*equity crowdfunding* non è ancora al massimo delle sue potenzialità di mercato, sebbene abbia pure raggiunto cifre considerevoli con utenza ad alto reddito, i cosiddetti '*accredited investors*'<sup>43</sup>, ovvero solo il 3% dei cittadini americani. Grava senz'altro il fatto che negli USA, come in Italia, esiste un complesso sistema di regole, a differenza della Gran Bretagna.

Al fine di incentivare l'investimento da parte di ulteriori soggetti nel maggio 2015 la Securities & Exchange Commission ha posto nuove regole, per cui i soggetti '*non accredited*' potranno investire, per ciascuna offerta, fino al 5% del loro reddito annuale o patrimonio netto, o, comunque, fino a un massimo di \$ 2.000 per singola operazione e non più di \$ 100.000 dollari nell'arco di 12 mesi in altre offerte. Il limite di raccolta per le aziende (che devono essere residenti negli USA) è di \$ 1 milione. Nell'Europa continentale l'*equity crowdfunding* ha un'incidenza ancora poco rilevante, con la sola eccezione del portale olandese Symbid che ha raccolto finora oltre € 529 milioni<sup>44</sup>.

Portale	Raccolta effettuata (milioni EUR)	Progetti finanziati	Anno di lancio
Symbid (Paesi Bassi)	529,1 (*)	830	2011
Wiseed (Francia)	51,1	125	2008
Companisto (Germania)	29,3	62	2012
Seedmatch (Germania)	28,0	90	2011
FundedByMe (Svezia)	21,6	449	2011
MyMicroInvest (Belgio)	20,5	46	2011
Invesdor (Finlandia)	15,3	57	2012

**Tabella 1: Statistiche sui maggiori portali di equity crowdfunding nell'Europa Continentale. Fonte: Osservatorio CrowdFunding del Politecnico di Milano - 1° Report italiano sul CrowdInvesting, Giugno 2016**

<sup>43</sup> Con tale espressione si intendono le persone fisiche che detengono un patrimonio superiore a \$ 1 milione ed entrate annue non inferiori a \$ 200.000 (\$ 300.000 cumulativamente con il coniuge).

<sup>44</sup> non tutti in *equity*

Notevole è perciò la distanza dal Regno Unito che probabilmente può spiegarsi con la minore rilevanza dei mercati finanziari rispetto alla piazza londinese, e alla minore propensione all'investimento *online*, oltre che alla normativa.<sup>45</sup>

Il *crowdfunding* italiano, a differenza di quello di matrice inglese e americana, è prevalentemente a vocazione culturale e sociale. Questo dipende dalle specificità del nostro tessuto socio-economico, ma è sintomo di una debolezza del sistema dell'innovazione imprenditoriale.

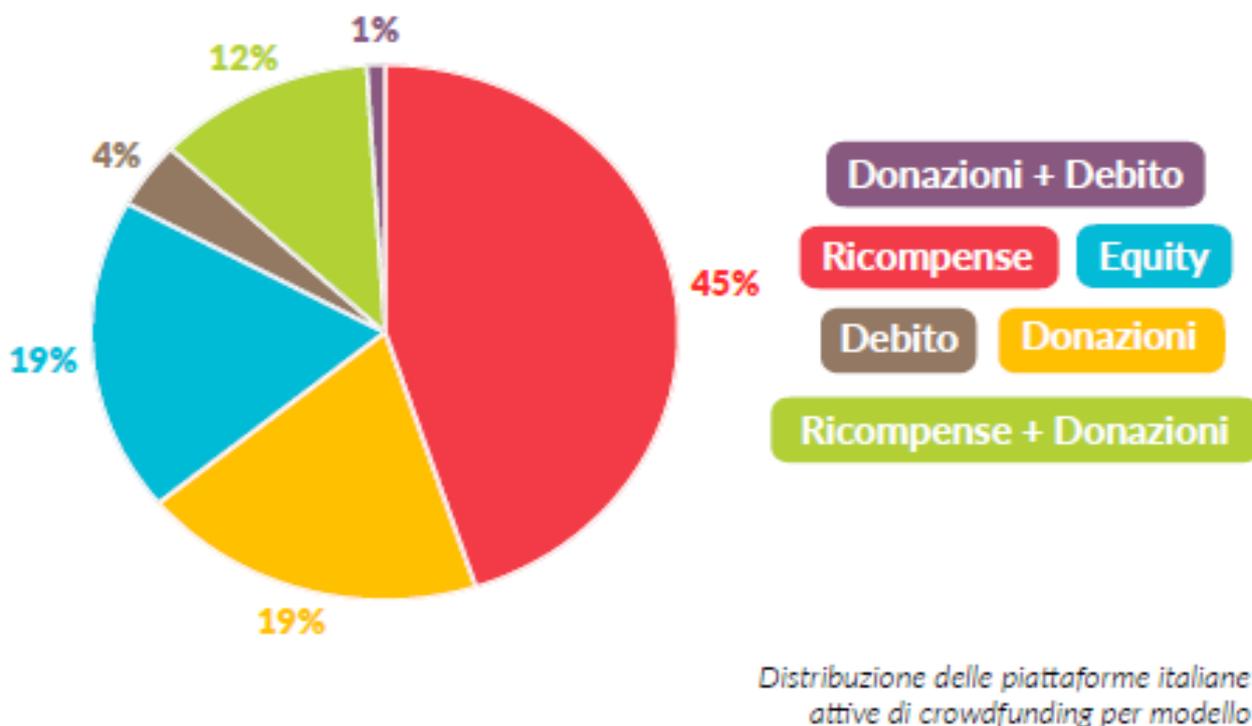


Figura 3: fonte "Il crowdfunding in italia- report 2015", Università Cattolica Sacro Cuore

In base alla distribuzione per modello piattaforme, l'equity-crowdfunding si colloca in seconda posizione con una percentuale pari al 19%, dietro il modello *reward*. In Italia, attualmente esistono 14 piattaforme del modello *equity*: Assiteca Crowd, Crowdfundme, EquityStartUp, Investi-re.it, My Share, Next Equity, Opsidea, SiliconVeneto SmartHub, StarsUp, Startify, Unicaseed, Mamacrowd.

Rispetto al 2014 si registra un incremento dei progetti del 67%. Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso le piattaforme intervistate è pari a quasi 56,8 milioni di euro, con un aumento dell'85% rispetto ai 30,6 milioni di euro rilevati a maggio 2014.

Al raggiungimento di questa somma, tuttavia, le piattaforme equity concorrono solo per il 3%. Infatti, se si guarda al valore che il modello è capace di produrre, si comprende come in Italia, l'*equity crowdfunding* gioca ancora un ruolo del tutto marginale.

<sup>45</sup> Osservatorio CrowdFunding del Politecnico di Milano - 1° Report italiano sul CrowdInvesting, Giugno 2016

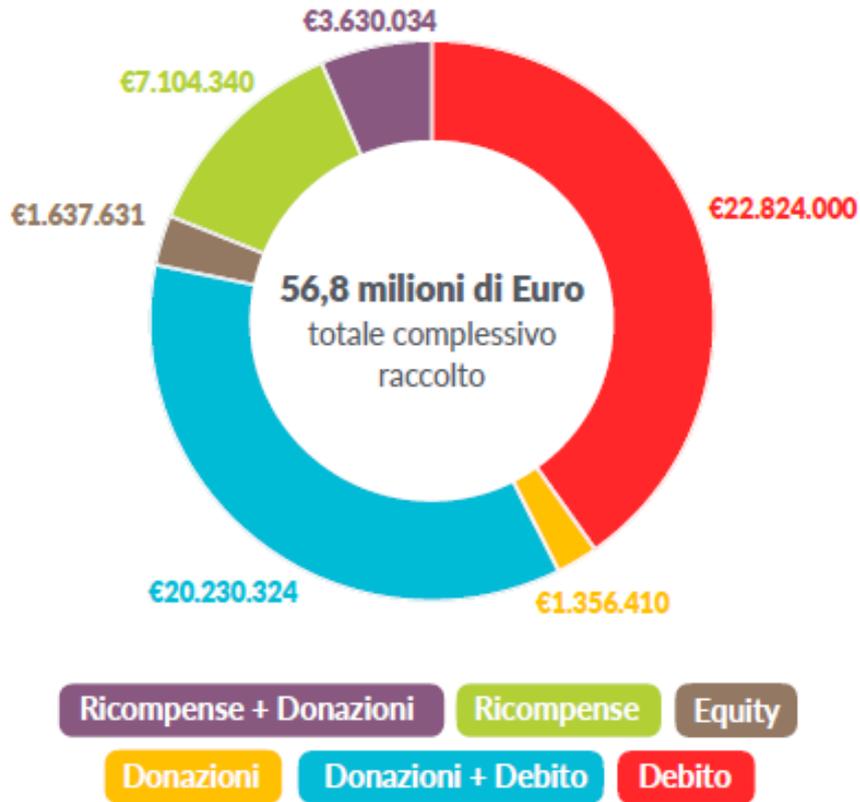


Figura 4: Valore complessivo delle piattaforme intervistate per modello “Il crowdfunding in italia- report 2015”, Università Cattolica Sacro Cuore

Relativamente al valore economico, prevalgono le campagne di basso taglio, comprese tra i 1.000 e i 10.000 euro, sia tra i progetti pubblicati (dove rappresentano l’81%) sia tra quelli finanziati (dove rappresentano il 91%).

Il mercato di riferimento delle piattaforme di *crowdfunding* italiane continua a essere prevalentemente di tipo nazionale (73%) o locale (14%), sono poche le piattaforme che guardano fuori dai confini nazionali (12%).

Tra le leve per la crescita del *crowdfunding italiano*, la cultura (73%) è al primo posto, le norme all’ultimo.

## **CAPITOLO 3**

### ***LA REGOLAMENTAZIONE DEL CROWDFUNDING***

#### ***3.1. L'equity based crowdfunding in Italia: il Decreto "Crescita 2.0"***

Nel 2012 il legislatore italiano, a fronte dell'imperante crisi finanziaria ed economica che ha colpito gran parte dei Paesi sviluppati su scala mondiale, tra cui l'Italia, ha cercato di offrire nuove soluzioni per la ripresa dell'imprenditoria italiana. Il riferimento è, anzitutto, al Decreto Sviluppo, d.lgs. n. 83/2012 convertito in legge n. 134/2012, volto a promuovere nuove forme di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale che potessero agevolare le piccole e medie imprese. In particolare trattasi della:

- raccolta di finanziamenti attraverso l'emissione di cd. "cambiali finanziarie" mediante offerte indirizzate esclusivamente a investitori istituzionali;
- emissione di prestiti obbligazionari su mercati regolamentati o alternativi da parte di società non quotate, definiti cd. mini-bonds<sup>46</sup>;
- raccolta di fondi per le *start-up* innovative attraverso lo sviluppo dell'*equity based crowdfunding*.

In questo contesto, attraverso il successivo Decreto Sviluppo-*bis* o Decreto Crescita 2.0<sup>47</sup>, D.L. n. 179/2012 poi convertito nella Legge 17 dicembre 2012<sup>48</sup> n. 221, ha avuto ingresso nel nostro ordinamento giuridico l'*equity based crowdfunding*. L'obiettivo perseguito, ai sensi dell'art. 25 del menzionato decreto, è quello di introdurre ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, capaci di favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, l'imprenditorialità e l'occupazione, specie giovanile. Si evince, pertanto, come, grazie altresì ad una speciale disciplina fiscale e giuslavoristica

---

<sup>46</sup> Opera in tal senso la deroga ex art.2412 co.5° codice civile ai sensi del quale "*I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che hanno il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni*".

<sup>47</sup> La normativa è frutto di una pronta ricezione dell'Americano *Jobs Act (Jumpstart Our Business Startuos Acts)*, il quale si distingue tuttavia in quanto dedicato agli investitori professionali anziché al pubblico (Passador M., 2015).

<sup>48</sup> In questa prospettiva determinante è stata la volontà del Ministero dello Sviluppo Economico, il quale aveva precedentemente elaborato un documento, il cd. "*Restart Italia!*", contenente una serie di raccomandazioni dirette a promuovere l'occupazione e le imprese, tra cui quella volta ad "*importare in Italia il meccanismo del crowdfunding*".

(artt. 26-29), il legislatore intenda promuovere lo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali (Girino E., 2014).

L'art. 30 del suddetto decreto tratta della “*Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line e altri interventi in materia di sostegno per le start-up innovative*”, introducendo una specifica disciplina dell'*equity crowdfunding*. In particolare, l'art. 30 citato introduce all'art. 1 Testo Unico Finanziario (d.lgs. 58/1998, TUF) il nuovo comma 5-*novies*, contenente la definizione di “portale per la raccolta di capitali per le start up innovative” e il comma 5-*decies*, che definisce la start-up innovativa. Ed ancora aggiunge nel capo III-*quater* due nuovi articoli: l'art. 50-*quinquies* che disciplina la gestione dei portali, ossia delle piattaforme informatiche di rete su cui convergono richieste di capitali da parte delle start-up innovative e le offerte di adesione dei potenziali investitori; l'art. 100-*ter* che mira a disciplinare le tecniche e le modalità di offerta. Entrambe le nuove norme, inoltre, demandano alla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) il compito di specificare i principi base per tutelare gli investitori non professionali e quindi esercitare la vigilanza sulle piattaforme operanti nel mercato. Ottemperando a tale invito, la Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 ha adottato il “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese start-up innovative tramite portali on line*”.

In prima battuta già si coglie la vocazione settoriale della disciplina in esame, donde l'impossibilità di qualificare la legge n. 221/2012 come disciplina generale del *crowdfunding* in Italia. Come è stato criticamente osservato, difatti, la normativa in questione non mira a regolare qualunque *crowdfunding* di qualunque impresa, ma unicamente l'*equity based crowdfunding* telematico di start-up innovative (Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013, pp. 57 e ss). Non risulta pienamente comprensibile la *ratio legis* sottesa ad una simile scelta. Se, da un lato, il quadro normativo è diretto a tutelare l'investitore, non si comprende il motivo per cui tale tutela sia riservata solo a raccolte di capitali effettuate da start-up innovative e non anche da altre imprese. Ed ancora, non si spiega la limitazione al solo meccanismo del portale di rete, con esclusione di soluzioni alternative quali, ad esempio, richieste dirette o formulazione di domande in altri pubbliche sedi, come forum.

La scelta di limitare l'accesso al finanziamento tramite *equity crowdfunding* solo alle start-up innovative, del resto, è stata giudicata con sfavore dalla Commissione Europea<sup>49</sup>, determinando l'imminenza di una revisione normativa.

---

<sup>49</sup> La Commissione Europea, in particolare, ha giudicato tale scelta legislativa come “*a contradiction to the clear intention of the European Commission to support the Crowdfunding raising on a wider basis*”, così *Review of Crowdfunding Regulation Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel*, ottobre 2013.

Con legge 24 marzo 2015 n. 33 di conversione del d.l. 24 gennaio 2015 n. 3 recante “*Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*” (cd. Decreto *Investment compact* o Decreto Crescita 3.0), è stata così introdotta la figura giuridica delle Piccole e Medie imprese Innovative (cd. PMI Innovative)<sup>50</sup> cui è stata estesa, ancorché sempre limitatamente al modello dell’*equity crowdfunding*, la possibilità di realizzare offerte di capitale di rischio tramite i portali *on line*<sup>51</sup>.

In ragione di tale modifica, il legislatore è intervenuto altresì nella riscrittura degli art. 50-*quinquies*<sup>52</sup> e art. 100-*ter*<sup>53</sup> del d.lgs. 58/1998 noto come Testo Unico della Finanza (TUF) e la Consob ha avviato una consultazione pubblica preliminare per una rivisitazione del regolamento sull’*equity crowdfunding*, conclusasi con l’adozione della delibera n. 19520 del febbraio 2016 di modifica del “Regolamento sulla raccolta del capitale di rischio da parte di start up innovative tramite portali on line” del 2013 (Marabini F., 2015).

Venendo ad un esame della disciplina contenuta nel Decreto Sviluppo-*bis*, e specificatamente della sezione XI rubricata “*Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative*”, all’art. 25, norma di apertura dell’indicata sezione, viene regolata la neofita figura della start-up innovativa<sup>54</sup>. In particolare, quest’ultima viene definita come una società di capitali, anche in forma cooperativa, di diritto italiano o europeo ma comunque residente in Italia, le cui “azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”. Con siffatta compagine sociale il legislatore ha voluto perseguire l’obiettivo di “*contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un ecosistema maggiormente favorevole all’innovazione*” oltre che di “*attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall’estero*”.

---

<sup>50</sup> L’art.4 d.l. n.3/2015 come modificato da legge n.33/2015 in [www.gazzettaufficiale.it](http://www.gazzettaufficiale.it)

<sup>51</sup> La raccolta di fondi dal basso è altresì consentita agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e alle società di capitali che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative.

<sup>52</sup> Capo III-quater - Gestione di Portali per la Raccolta di Capitali per le Start-Up Innovative e le Pmi Innovative – Art. 50-*quinquies* - Gestione di portali per la raccolta di capitali per start-up innovative e PMI, d.lgs. n.58/1998 in [www.consob.it](http://www.consob.it)

<sup>53</sup> Sezione III - Disposizioni comuni – Art. 100-*ter* - Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali, d.lgs. n.58/1998 in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>54</sup> Dalla relazione al decreto legge di conversione (relazione del Senato n.3533, 5) emerge una diretta funzionalità della nuova disciplina al tipo della società a responsabilità limitata: precisa il legislatore, infatti, che “non viene introdotta una nuova fattispecie di società”. Ed ancora si osserva come le più significative deroghe al diritto societario comune, in specie all’art.2468 co.1° codice civile, siano giustificate dall’esigenza di rimediare al forte limite nello sviluppo di start up dato dalla carenza nella propria fase di avvio di una dotazione di capitale sufficiente a costituirsi in forma di società per azioni. Così Guaccero A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, Banca Borsa e Titoli di credito, 2014, f.6, v.77, pp.700 ss.

Affinché un'impresa possa qualificarsi come start-up innovativa è indispensabile che siano presenti i seguenti requisiti:

- la maggioranza delle quote o azioni e dei diritti di voto in Assemblea ordinaria sono detenute da persone fisiche;
- l'impresa è costituita e svolge attività da non più di 48 mesi;
- la sede principale dei propri affari e interessi deve trovarsi in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività, il totale del valore della produzione annua (risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio) non può superare i 5 milioni di euro;
- l'impresa non distribuisce, e non ha distribuito, utili;
- oggetto sociale esclusivo è lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- l'impresa non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

È necessario, inoltre, il possesso in alternativa di almeno uno dei seguenti ulteriori requisiti:

- le spese in ricerca e sviluppo sono pari o superiori al 30% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start up innovativa;
- l'impresa impiega come dipendenti o collaboratori, per almeno un terzo della forza lavoro, personale in possesso del titolo di dottore di ricerca, oppure iscritto a un dottorato di ricerca, o ancora personale laureato che abbia svolto da almeno 3 anni attività di ricerca certificata in Italia o all'estero;
- l'impresa è titolare di almeno una privativa industriale relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Al fine di garantire la più completa trasparenza, l'impresa deve essere iscritta al registro delle imprese speciali della Camera di Commercio.

Il legislatore ha poi previsto una serie di agevolazioni per tali soggetti, derogando alle norme del diritto societario comune. In particolare, l'art. 2446 (riduzione del capitale per perdite nel caso di società per azioni) e l'art. 2482-*bis* (riduzione del capitale per perdite nel caso di società a responsabilità limitata) del codice civile trovano applicazione entro il secondo esercizio successivo a quello in cui le perdite si sono verificate.

Le start-up innovative godono altresì di taluni specifici vantaggi fiscali: sono esenti dalle procedure concorsuali (fallimento, concordato etc.), fatta eccezione di quelle previste dal capo II della legge n. 3/2012; hanno un accesso gratuito al Fondo di garanzia per le Piccole e Medie Imprese e possono beneficiare dell'assistenza dell'ICE, l'agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane.

### **3.1.2 Regolamento Consob**

Come già anticipato, il legislatore ha demandato, nel Decreto Sviluppo-*bis*, alla Consob la disciplina di alcuni aspetti legati alla raccolta di capitali attraverso piattaforme di *equity crowdfunding*. La Consob ha, a tal fine, adottato nel giugno 2013 il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese start-up innovative tramite portali on line. In ragione del recente intervento modificativo del 2015, con delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016, il suddetto Regolamento è stato novellato<sup>55</sup>.

Detto regolamento è diviso in tre parti: nella prima (artt. 1-3) sono fornite le definizioni dei soggetti coinvolti e degli strumenti finanziari oggetto delle raccolte di capitale; nella seconda (artt. 4-23) sono disciplinati il registro dei portali e il ruolo dei gestori; infine nella terza si rinviene la regolamentazione delle offerte tramite portali (artt. 24-25). Completano poi la disciplina l'Allegato I, contenente le istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori,

---

<sup>55</sup> Si rammenta che il decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3, recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti", convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2015, n. 33, ha modificato gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* Tuf, già introdotti con decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179. In particolare, il comma 5 dell'articolo 50-*quinquies*, rinvia al regolamento della Consob la determinazione dei "principi e i criteri relativi: a) alla formazione del registro e alle relative forme di pubblicità; b) alle eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro; c) alle eventuali ulteriori cause di incompatibilità; d) alle regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali" mentre il comma 2 dell'articolo 100-*ter* stabilisce che la Consob determini la disciplina applicabile alle offerte al pubblico condotte esclusivamente attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali, "al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o particolari categorie di investitori dalla stessa individuate di una quota degli strumenti finanziari offerti, quando l'offerta non sia riservata esclusivamente a clienti professionali, e di tutelare gli investitori diversi dai clienti professionali nel caso in cui i soci di controllo della start-up innovativa o della PMI innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta".

l'Allegato 2 inerente la relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa, e l'Allegato 3, con i dettagli delle informazioni sulla singola offerta.

Di particolare interesse, dunque, la seconda nonché più corposa parte del regolamento in esame, rubricata "Registro e disciplina dei gestori dei portali" e articolata in quattro diversi titoli. Il Titolo Primo, "Istituzione del registro" indica che le informazioni che lo stesso debba contenere e le modalità di consultazione. Inoltre, il Regolamento distingue due sezioni del registro dei portali: a) la sezione ordinaria, in cui sono iscritti i gestori di portali autorizzati dalla Consob previa verifica della sussistenza dei requisiti richiesti<sup>56</sup>; b) la sezione speciale, contenente i cd. "gestori di diritto", cioè banche e imprese di investimento che abbiano comunicato alla Consob lo svolgimento di attività di gestione dei portali suddetti.

Nel titolo II, "Iscrizione al registro" sono indicati i requisiti<sup>57</sup> a tal fine necessari, nonché le cause di relativa cancellazione<sup>58</sup>.

Il Titolo III è, invece, dedicato alle regole di condotta che il gestore di portali è tenuto ad osservare. Si nota preliminarmente come l'attenzione della normativa secondaria sia diretta alla regolamentazione degli aspetti relativi alla registrazione e sorveglianza dell'operato dei gestori dei portali che non siano né banche né Società di intermediazione mobiliare. Infatti, la gestione del portale<sup>59</sup> può essere realizzata sia dalle banche e imprese di investimento, che da ulteriori soggetti, definiti gestori di portali. Si tratta di una figura ibrida posto che tali gestori, per un verso, sono soggetti alla disciplina del TUF, per altro verso, non si qualificano in termini di intermediari abilitati, dal momento che l'art.50-*quinquies* pone l'obbligo di sottoscrizione e compravendita di strumenti finanziari quale condizione di operatività solo alle banche ed imprese di investimento. Pertanto si

---

<sup>56</sup> I principali requisiti sono: forma giuridica della società di capitali; possesso dei requisiti di onorabilità da parte dei soci di controllo; possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo; presentazione relativa all'attività di impresa e alla struttura organizzativa secondo le indicazioni allegate al regolamento Consob. Come da regolamento, peraltro, la perdita di uno dei requisiti elencati è causa di cancellazione dal registro.

<sup>57</sup> Oltre ai requisiti previsti per la società richiedente, l'art.8 sancisce requisiti di onorabilità di soggetti che ne detengono il controllo o assolvono funzioni di direzione, amministrazione o controllo nella compagine societaria. È richiesto: l'assenza di condizioni di interdizione e inabilitazione ai pubblici uffici; la mancata sottoposizione a misure di prevenzione ai sensi della legge antimafia del 2011; la mancanza di condanne penali irrevocabili per una serie specifica di reati.

<sup>58</sup> Precisamente, l'art.7 disciplina il procedimento di autorizzazione per l'iscrizione. È previsto che la società interessata debba inoltrare domanda alla Consob, la quale entro 7 giorni dal ricevimento ne verifica la regolarità e completezza. Se del caso, la Consob potrà richiedere l'eventuale documentazione mancante o aggiuntiva alla società richiedente, la quale sarà onerata a pena di improcedibilità a farla pervenire entro 30 giorni dal ricevimento della richiesta. La Consob pronuncia sulla domanda entro 60 giorni: in caso di mancato possesso dei requisiti richiesti dall'art.50-*quinquies* TUF o laddove non risulti garantita la capacità della società di gestire il portale, l'autorizzazione sarà negata.

<sup>59</sup> L'art.1 co.5-*novies* TUF definisce il portale quale "*piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start up innovative*".

assiste all'assoggettamento di un operatore che non svolge servizi di investimento<sup>60</sup> a norme incompatibili con la sua stessa funzione. È così che, nonostante il gestore non sia altro che l'amministratore di una piattaforma, allo stesso sono imposti obblighi di trasparenza, assistenza informativa e di protezione contrattuale degli investitori analoghi e talora più stringenti di quelli gravanti sugli intermediari finanziari. In tal senso, l'art. 13 comma 1 del Regolamento, dopo aver richiamato genericamente gli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza e di prevenzione di possibili conflitti di interesse, impone al gestore il dovere di assicurare "*parità di trattamento ai destinatari delle offerte che si trovano in identiche condizioni*".

Come è stato osservato, siffatta locuzione non è di facile comprensione: posto che il gestore non abbia alcun titolo per entrare nel merito delle offerte, l'unica interpretazione possibile è allora quale dovere di assicurare uguale visibilità di tutte le offerte a tutti i destinatari. In questo caso, tuttavia, ci troveremmo dinanzi ad una norma pleonastica, rientrando nell'interesse del gestore garantire la massima efficienza alla sua piattaforma. Ove, invece, si intendesse la locuzione riferita ad una sorta di controllo sul comportamento degli offerenti, contro eventuali pratiche discriminatorie, si correrebbe il rischio di alterare la funzione del portale e la peculiarità del *crowdfunding* per definizione basato sul principio della libera e diretta negoziazione tra offerente e destinatari. L'art. 13 comma 2, invece, afferma un dovere del gestore di rendere disponibili agli investitori in maniera dettagliata, chiara, corretta e senza omissioni tutte le informazioni fornite riguardanti l'offerta. Il comma 3 poi pone in capo al gestore l'obbligo di richiamare l'attenzione degli investitori diversi dagli investitori professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie, astenendosi nel contempo dal diffondere notizie incoerenti con le informazioni pubblicate sul portale e dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte ad influenzare l'andamento delle adesioni alle stesse. L'obbligo in esame si colloca a metà tra un generico richiamo di attenzione circa la sopportabilità del rischio ed un divieto di raccomandazione in vista di una possibile "turbativa del mercato" (Girino E., 2014). Infine, il comma 4 dell'art. 13 esige che il gestore assicuri l'aggiornamento delle informazioni presenti nel mercato e siano accessibili per almeno i 12 mesi successivi alla chiusura di offerte e rese disponibili a chi ne faccia richiesta per i 5 anni dalla data medesima.

---

<sup>60</sup> Il gestore del portale, difatti, si limita a gestire una piattaforma on line che, a differenza di una borsa, non produce l'abbinamento di domande e offerte ma ne facilita semplicemente l'incontro rimettendo la conclusione dell'operazione alla stipulazione diretta tra offerenti e investitori (Girino E., 2014).

Ulteriori obblighi informativi sono sanciti dagli artt. 14-16. L'art. 14 concerne più precisamente la stessa gestione del portale<sup>61</sup>, mentre l'art. 15 è dedicato alle informazioni da rendersi in generale sull'investimento in start-up innovative ed infine l'art. 16 concerne le informazioni riguardanti una specifica offerta.

Infine, l'art. 17 regola gli obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori. È previsto che il gestore sia tenuto (comma 1) ad adottare misure idonee a consentire che gli ordini di adesione alle offerte siano evasi in modo rapido, corretto ed efficiente. Tale norma, dunque, sembra gravare il gestore di un obbligo di comunicazione tempestiva degli ordini all'intermediario autorizzato, garantendo la parità di trattamento di tutti gli investitori, sebbene non sia chiaro in che termini il gestore possa influenzare l'attività di registrazione degli ordini dell'intermediario. Il comma 2 prevede poi che le banche e le imprese di investimento debbano curare il perfezionamento degli ordini che ricevono dal gestore e informare quest'ultimo del relativo esito, mentre il comma 3 dispone che banche e imprese di investimento siano tenute ad operare nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni della Parte II del Tuf (recante la disciplina degli intermediari). Tuttavia il comma 4 individua i casi in cui la disciplina del Tuf richiamata non sia applicabile<sup>62</sup>.

Sulla correttezza comportamentale e informativa del gestore e sul corretto assolvimento degli ulteriori obblighi di tutela dai rischi operativi, dei sistemi di back-up, di tutela della riservatezza e conservazione della documentazione previsti dagli artt. 18-20, vigila la Consob. Ad essa, infatti, ai sensi dell'art. 21, il gestore è tenuto a trasmettere periodicamente dati e notizie di varia natura<sup>63</sup>, oltre ad una relazione annuale sulle attività svolte, sulla struttura organizzativa e sull'operatività del portale. A tale vigilanza fa da corollario l'attribuzione alla Consob di specifici poteri cautelari (art. 22<sup>64</sup>) e sanzionatori (art. 23<sup>65</sup>).

---

<sup>61</sup> Si esige, infatti, dal gestore la pubblicazione in forma sintetica e facilmente comprensibile di informazioni di varia natura tra cui la composizione della compagine sociale, il *management*, le attività svolte, le modalità per la gestione degli ordini relativi agli strumenti offerti, i costi, la disciplina *privacy*, le misure di prevenzione dei conflitti di interessi, la trattazione dei reclami, gli strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie, i dati aggregati sulle offerte e sui relativi esiti, gli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob, la sussistenza o meno di iniziative adottabili dal gestore verso gli emittenti irrispettosi delle regole di funzionamento del portale.

<sup>62</sup> Ciò accade quando “*il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall'articolo 13 comma 5-bis*”.

<sup>63</sup> Principalmente si tratta delle informazioni riguardanti variazioni dello statuto o della composizione della compagine sociale o del *management* e dei relativi requisiti di onorabilità, nonché date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività del portale.

<sup>64</sup> A norma dell'art.22 la Consob, in caso di necessità e di urgenza, e sempre che sussistano fondati elementi di sospetto circa la commissione di gravi violazioni normative, regolamentari o provvedimentali, può sospendere l'attività del gestore per un massimo di 90 giorni.

<sup>65</sup> Alle sanzioni pecuniarie previste dall'art. 50-*quinquies* comma 7 Tuf, si aggiunge la misura della sospensione sanzionatoria e, in *extrema ratio*, la radiazione dal registro. Le principali cause di radiazione sono: raccolta di capitale per conto di società diverse dalle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale; contraffazione di documenti

La terza ed ultima parte del Regolamento è dedicata alla disciplina delle modalità di offerta attraverso i portali *on line*, cui è riservato uno spazio modesto agli artt. 24 e 25.

In particolare, al fine dell'ammissione dell'offerta sul portale, il gestore è tenuto ad una duplice verifica. Anzitutto, è necessario valutare che l'emittente abbia previsto nel proprio statuto o atto costitutivo il diritto di recesso della società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi (cd. clausole di *tag along*). Tuttavia, sono emerse perplessità con riguardo al frangente temporale entro cui il diritto di *tag along* o di recesso debba essere garantito agli investitori, ossia, alla luce dell'art. 24, per il periodo in cui la start-up conserva i requisiti normativi richiesti dall'art. 25 e, in ogni caso, per un periodo di almeno tre esercizi dall'offerta. Orbene, considerato che nell'investimento da parte di operatori professionali, i primi utili sono attesi non prima del quarto o quinto anno di vita dell'impresa, la tutela temporale prevista dal Regolamento appare più breve del fisiologico periodo di tempo necessario a generare utili d'impresa. Inoltre, la norma non fa menzione del trasferimento del diritto ad eventuali acquirenti terzi diversi dagli investitori partecipanti all'offerta, donde il secondo acquirente potrebbe vedersi escluso dal diritto di co-vendita. Analogamente per il diritto di recesso, la cui caratterizzazione ontologica come strumento di tutela a tempo determinato, impedisce la piena tutela dell'azionista di minoranza in un termine temporale congruo alle peculiarità della start-up innovativa.

Inoltre, bisogna verificare che una quota pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative. Con riferimento a tale previsione sono stati sollevati profili di criticità. La ragione giustificatrice della riserva del 5% è di assicurare alla clientela non professionale una sorta di certificazione sulla bontà dell'offerta, fornendo un riferimento qualificato che abbia apprezzato la proposta alla luce di una specifica esperienza. Tuttavia la stessa disposizione di fatto paralizzerebbe la diffusione del *crowdfunding*. Si osserva come la presenza di un investitore istituzionale sia del tutto contrario alla logica del *crowdfunding* quale strumento di finanziamento alternativo a quello bancario tradizionale, in cui ruolo fondamentale sia proprio la condivisione di un'idea da parte della "folla" (Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013, pp.87 e ss.). Si osserva, inoltre, che l'investitore non professionale potrebbe non avere alcun interesse emulativo di quello professionale, considerando che l'intervento di quest'ultimo nel capitale del rischio non è suggerito dalla condivisione e apprezzamento di un dato progetto, ma

---

contrattuali; comunicazione o trasmissione di documenti non veri; mancata comunicazione alle banche o imprese di investimento del recesso degli ordini

guidato, nella maggior parte dei casi da una precisa logica di differenziazione del portafoglio diretta ad assicurare la compensazione degli investimenti compiuta.

### ***3.2. L'equity based crowdfunding in Europa***

A livello europeo è ancora carente una regolamentazione dell'*equity crowdfunding*, con conseguente operatività della disciplina propria di ciascun Stato membro. È chiaro che la mancanza di armonizzazione della normativa a livello europeo rappresenta un ostacolo allo sviluppo del *crowdfunding* (Piattelli U., 2013).

Sicuramente un ruolo importante a livello europeo è offerto dall'*European Crowdfunding Network* (ECN), associazione di professionisti che promuove il *crowdfunding* a livello comunitario. L'ECN nasce nel 2013 a Bruxelles come organizzazione *no-profit* internazionale, con il proposito di favorire il dibattito politico a livello europeo e sensibilizzare l'opinione pubblica sul finanziamento dal basso in Europa, pubblicando a tal fine, nell'ottobre 2012, il primo lavoro di ricerca in materia a livello europeo, ossia il *Framework for European Crowdfunding*. Il ruolo sempre crescente ricoperto ha portato l'ECN a collaborare con la Commissione Europea presentando i risultati delle proprie attività.

In risposta all'esigenza delle piattaforme di *equity crowdfunding* operanti in ambito europeo di una compiuta ed omogenea disciplina che non ostacoli l'accesso a questa forma alternativa di finanziamento, nel 2011 il Parlamento Europeo ha adottato la direttiva *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), 2011/61/UE, entrata in vigore il 21 luglio 2011, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010. La direttiva AIFMD è stata recepita mediante le modifiche al TUF apportate dal d.lgs. del 4 marzo 2014, n. 44, cui si sono accompagnati una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob.

La direttiva in esame disciplina l'attività dei gestori dei cd. "*fondi di investimento alternativi*" (FIA) al fine di creare un mercato interno per tale categoria di soggetti. Obiettivo primario della direttiva, infatti, è stabilire disposizioni comuni agli Stati membri sul regime di autorizzazione e vigilanza dei gestori FIA e di istituire un passaporto europeo da rilasciare ai fondi che rispettano i regolamenti vigenti in modo che possano operare in tutti i mercati nazionali dell'Unione Europea.

I fondi alternativi di investimento oggetto della direttiva AIFM sono definiti come organismi di investimento collettivo che raccolgono capitali di una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori. I FIA, dunque, non sono soggetti alla direttiva 2009/65/CE (direttiva UCITS IV) in materia di Organismi di Investimento

Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM noti anche come UCITIS). Di conseguenza, la direttiva AIFM trova applicazione con riguardo, nel nostro ordinamento, ai gestori di fondi speculativi, immobiliari, fondi di *private equity* (Piattelli U., 2013). Va precisato, inoltre, che la scelta compiuta in sede comunitaria sia quella di regolare unicamente la gestione dei fondi FIA e non i fondi stessi in quanto tali, in ragione dell'eterogeneità della disciplina nazionale degli Stati membri.

Ad ogni modo pare che i portali di *equity based crowdfunding* non rientrino nell'ambito applicativo della direttiva in esame, in quanto realtà di dimensioni inferiori configurate come eccezioni dalla stessa direttiva<sup>66</sup>.

La Commissione Europea nel 2013<sup>67</sup>, constatando l'assenza di una disciplina uniforme tra gli Stati membri, ha promosso una consultazione pubblica riconoscendo un valore pregnante al *crowdfunding* nell'evoluzione dell'imprenditoria europea, con rilevanti sbocchi dal punto di vista occupazionale. A tal fine, la Commissione Europea segnala quali punti critici da attenzionare in una prospettiva di regolamentazione comunitaria del fenomeno: a) i rischi di frode a danno degli investitori al momento dell'investimento; b) la mancanza di un mercato secondario per i titoli offerti mediante operazioni di *equity crowdfunding*; c) la problematica tutela dei diritti di proprietà intellettuale dell'impresa; d) profili di connessione con la disciplina antiriciclaggio.

Ulteriore attenzione al fenomeno in esame viene rivolta nel *Green Paper on long-term financing of the European Economy*<sup>68</sup>, ove la Commissione Europea rileva le potenzialità innovative degli strumenti di finanziamento legati alle tecnologie informatiche. Si cerca, dunque, di tracciare le linee direttive per la riduzione della dipendenza delle imprese europee dal sistema bancario, attraverso la promozione anche di strumenti di finanziamento dal basso quale appunto l'*equity crowdfunding* (Alvisi P., 2014).

In previsione delle future linee di azione, la Commissione Europea ha promosso nel 2013 una "Consultazione sul Crowdfunding"<sup>69</sup> che ha visto la partecipazione di 893 soggetti in veste di operatori specializzati, piattaforme e investitori potenziali. Grazie a tale consultazione, la Commissione ha potuto tracciare un quadro complessivo sul ruolo del *crowdfunding* nei diversi Stati membri, in modo da comprendere quali siano le più corrette linee di azione per uno sviluppo

---

<sup>66</sup> Specificatamente la direttiva non si applica ai gestori di FIA: a) non facenti ricorso alla leva finanziaria e che non prevedono il diritto di riscatto delle quote/azioni per un periodo di 5 anni e con un patrimonio aggregato di attivi in gestione inferiore a 500 milioni di euro; b) il cui patrimonio in gestione sia inferiore a 100 milioni di euro.

<sup>67</sup> European Commission, *Consultation document. Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, 3 ottobre 2013, consultabile sul sito [http://ec.europa.eu/internal\\_market/webpage/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultationdocument\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/webpage/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultationdocument_en.pdf)

<sup>68</sup> Fonte [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/financing-growth/long-term/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/financing-growth/long-term/index_en.htm)

<sup>69</sup> Fonte [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-13-906\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-906_en.htm)

sostenibile del fenomeno. È emersa così dai partecipanti alla consultazione l'imminente esigenza di un intervento normativo dell'UE in materia di *equity crowdfunding*, specie a tutela degli investitori, e più in generale in tutti i modelli che nella consultazione vengono definiti *crowd investing*, ossia i modelli basati sulla partecipazione agli utili, sui prestiti e sugli investimenti in quote di capitale che contemplano la prospettiva di ritorni finanziari.

Più recentemente, la Commissione ha istituito nel 2014 un forum di esperti, *European Crowdfunding Stakeholder Forum*, composto da rappresentanti di rilievo di associazioni di settore e istituzioni nazionali finalizzato a sensibilizzare l'opinione pubblica, promuovere la trasparenza ed individuare le *best practice* affinché il *crowdfunding* possa affermarsi stabilmente.

Volgendo una disamina al ruolo dell'*equity crowdfunding* nei Paesi europei, giova preliminarmente osservare che in assenza di una disciplina comunitaria di riferimento e di specifiche normative nazionali (salva l'eccezione del nostro ordinamento), il fenomeno viene trattato attraverso quelle regole di condotta e procedurali di volta in volta contemplate negli accordi assunti con le indipendenti Autorità di controllo competenti. Quanto alla tutela degli investitori poi, l'intervento degli Stati membri si è limitato alla pubblicazione di documenti di "avvertenza" che evidenzino, da un lato, che le attività di sollecitazione all'investimento promosse dai gestori sono sottratte alla sfera di competenza delle autorità di vigilanza, dall'altro, che tali attività esulano dall'ambito applicativo dei sistemi alternativi alla giustizia ordinaria per la risoluzione di eventuali controversie insorte.

### ***3.3. L'esperienza Statunitense***

Gli Stati Uniti rappresentano al momento, unitamente al nostro Paese, i soli in cui il legislatore sia intervenuto a disciplinare positivamente il fenomeno dilagante del *crowdfunding* (Alvisi P., 2014).

Il modello *equity crowdfunding* si considera pacificamente ammesso negli Stati Uniti sin dal *Securities Act* del 1933, regolante l'offerta pubblica, e ampiamente diffuso nella prassi come strumento di reperimento di risorse economiche in occasione di campagne elettorali o iniziative sociali.

Più recentemente il legislatore americano, similmente a quello italiano, è espressamente intervenuto in materia, muovendosi su un duplice piano normativo. A livello federale, nel 2012 è stato approvato da Barack Obama il *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, con cui, in un quadro di intensificazione e rafforzamento del mercato economico, vengono disciplinate quelle piattaforme *web* attraverso cui procedere alla raccolta di capitale, introducendosi altresì deroghe alla disciplina ordinaria applicabile in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Il titolo I del Jobs Act, “Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies”, introduce una nuova tipologia di società, le *Emerging Growth Company (ECG)* definite quali emittenti che nel corso dell’ultimo anno fiscale abbiano prodotto un fatturato lordo annuo inferiore ad un miliardo di dollari. Il titolo II, “Access to capital for Job Creators” prevede la rimozione, ad opera della *Securities and Exchange Commission (SEC)*, autorità di controllo del settore equivalente all’italiana Consob, del divieto per le aziende di promuovere pubblicamente la vendita di quote societarie, facoltà fino a quel momento concessa solo alle società quotate. La deregolamentazione operata dal titolo II rispetto a quanto previsto dal *Securities Act* del 1993, da un punto di vista pratico, comporta la possibilità per gli imprenditori di pubblicizzare le opportunità di investimento nel capitale sociale della propria impresa attraverso vari canali tra cui i portali di *crowdfunding*. È, inoltre, rimessa alla SEC, in sede di normazione secondaria, l’adozione della disciplina di attuazione del Titolo II in commento.

La SEC nell’ottobre 2013 ha sottoposto a consultazione la bozza del regolamento di attuazione del Jobs Act, adottato definitivamente nel 2014. In esso si precisa che le ECG sono tenute ad inviare alla SEC i dettagli relativi all’operazione di offerta e che le piattaforme autorizzate ad operare sono tenute a verificare che gli investitori siano accreditati, riservandosi, in caso di violazione di tale disposizione, in capo alla SEC poteri di sospensione dell’attività di raccolta della piattaforma. Le società emittenti devono operare tramite *funding portal*, definito come un intermediario che non offra consulenze di investimento o raccomandazioni, non solleciti acquisti né vendite, né decida di acquistare i titoli offerti sul proprio portale, non ricompensi i propri dipendenti al fine di sollecitare la vendita dei titoli offerti, né, infine, detenga o gestisca i fondi degli investitori. L’intermediario deve poi effettuare procedure di *due diligence* e di verifica delle identità delle emittenti al fine di ridurre il rischio di eventuali frodi, informando, parallelamente, gli investitori affinché siano consapevoli dei rischi associati all’acquisto di titoli partecipativi.

Il Titolo III del Jobs Act costituisce il fulcro della disciplina dell’*equity crowdfunding*. È prevista l’esenzione degli emittenti di azioni tramite portali di *crowdfunding* dai requisiti di registrazione imposti dalla *Securities Act* per le offerte fino a un milione di dollari se rilevate da investitori privati non accreditati o fino a due milioni di dollari se accreditati.

Nel maggio 2015, la SEC ha definitivamente approvato il Titolo VI del Jobs Act, sancendo così la possibilità anche per gli investitori non accreditati di accedere al finanziamento dal basso, stabilendo una soglia massima di investimento del 5% del reddito complessivo o di duemila dollari per quanti abbiano un reddito inferiore a cento mila dollari. Il Titolo IV del Jobs Act ha, inoltre, individuato due

livelli di raccolta<sup>70</sup>. La principale differenza tra i due livelli di raccolta, oltre l'obiettivo di raccolta, è la previsione per le imprese aderenti al secondo livello di raccolta al diritto di prelazione previsto dalla *Blue Sky Law*, la legge statunitense contro le frodi relative alla contrattazione di strumenti finanziari. In definitiva, alle imprese rientranti nel secondo livello, sono applicati maggiori obblighi di *disclosure* finanziaria, tali essendo tenute a presentare telematicamente le relazioni annuali e semestrali presso la SEC, ancorché non obbligate a registrare le proprie offerte in ogni stato federale ove si svolge la contrattazione di titoli.

Sebbene la disciplina statunitense al pari di quella italiana si caratterizza per aver elaborato un regime speciale applicabile alle operazioni di *equity crowdfunding* che si affianca alla disciplina ordinaria delle offerte pubbliche, sono rintracciabili significative differenze. Infatti, il legislatore americano ha deciso di regolare l'*equity crowdfunding* come fenomeno generale senza alcuna limitazione quanto ai soggetti che possano accedervi come nel nostro ordinamento. Ed ancora, negli Stati Uniti l'accesso a questo tipo di finanziamento è del tutto libero, non essendo necessario il soddisfacimento di alcun tipo di requisito a tal fine, con la mera esclusione degli intermediari finanziari e delle società quotate su mercati regolamentati. Ed infine, non è prevista la riserva ad investitori istituzionali di una quota dell'offerta come in Italia.

---

<sup>70</sup> In particolare, il Tier 1, consente alla società emittente di raccogliere fino a 20 milioni di dollari, sia da investitori accreditati che non, con un tetto massimo di 6 milioni di azioni sottoscritte da società affiliate. Dette società non sono tenute agli obblighi di *disclosure* annuali prescritte nel Tier II, sebbene siano comunque sottoposte alle leggi federali dello Stato nel quale l'offerta è lanciata e devono soddisfare gli obblighi di redazione del bilancio, in tal caso non certificato. Il Tier 2, invece, consente alle imprese emittenti di raccogliere fino a 50 milioni di dollari, indistintamente da investitori accreditati e non.

## **CAPITOLO 4**

### **CROWDFUNDING: ANALISI EMPIRICA**

#### ***4.1 I vantaggi della raccolta fondi on line: il caso Kickstarter***

È ormai più che confermato, che le idee da sole non bastano. Avviare una campagna di raccolta fondi su internet per finanziare un'attività di beneficenza, un evento di *marketing*, il lancio di un nuovo prodotto tecnologico, sono attività divenute ormai comuni, trasversali e diffuse per ogni età e *status* sociale, creato tanto da individui quanto da organizzazioni *for profit* o *no profit*. Questo meccanismo di raccolta fondi sul web è messo in atto, specificatamente, attraverso donazioni unitarie d'importo ridotto, versate da una vasta platea di sostenitori, indirizzate a contribuire finanziariamente e creativamente allo sviluppo di un progetto, dando inizio al fenomeno globalmente riconosciuto come *crowdfunding*. Per trasformare un'idea in giovane start up e poi in una vera e propria impresa servono finanziamenti. Uno degli strumenti più utilizzati dalle start up, e non solo, per trovarli come accennato nei precedenti capitoli è proprio il crowdfunding, la raccolta fondi *on line*.

Principio base del modello è “considera i tuoi amici, il tuo capitale”. Ecco che nasce e si sviluppa come un moltiplicatore senza tregua, la piattaforma di raccolta finanziamenti tra le più grandi al mondo, capace di unire soggetti lontani territorialmente ma vicini “virtualmente”. Il *crowdfunding* non presenta solo vantaggi, ma anche rischi potenziali di cui bisogna essere a conoscenza, primo tra i quali quello per cui non c'è nessuna garanzia di raggiungere l'obiettivo del giovane startupper; come per qualsiasi altra impresa d'affari vi è il “rischio di non farcela”. Se non si raggiunge l'obiettivo di raccolta fondi, il denaro raccolto durante la campagna dovrà essere restituito agli investitori.

Questa la chiave di volta della mia analisi: comprendere tra milioni d'iniziative, all'interno della piattaforma *crowdfunding* tra le più famose in Europa, Kickstarter, quali hanno avuto il meritato successo. Al tempo stesso, la mia analisi cerca di evidenziare le ragioni del fallimento di altri progetti imprenditoriali, analizzando in maniera scrupolosa solo alcuni settori in un campione di circa 400 campagne.

Kickstarter, per fama, numero di progetti conclusi e volume delle transizioni effettuate, è la piattaforma di crowdfunding più famosa del mondo, una vera e propria autorità su scala mondiale. Se il finanziamento collettivo *on line* è diventato uno strumento di *funding* essenziale per prodotti e startup è anche grazie a questo sito che ha mostrato, prima di tutti, quali fossero le potenzialità della

folla nel finanziare un'innovazione. Spesso, i progetti sono stati anche successi di mercato. In alcuni casi si sono rivelati dei fallimenti.

Tale piattaforma, con sede nel Lower East Side di Manhattan, è stata lanciata il 28 aprile 2009 da Perry Chen, Yancey Strickler e Charles Adler. Immediatamente ha riscontrato un ampio successo, venendo così definita dal *New York Times* il “*NEA della gente*”<sup>71</sup>, ove per NEA si intende il *National Endowment for the Arts* (Sovvenzionamento Nazionale per le Arti e la Ricerca), ossia l’agenzia federale americana che offre sostegno e fondi ai più promettenti progetti artistici. Ed ancora la celebre rivista *Time* ha nominato Kickstarter come una delle migliori invenzioni del 2010 e miglior sito web del 2011<sup>72</sup>.

Piattaforma statunitense di tipo creativo-generalista, dalla sua fondazione ad oggi ha raccolto un totale di 2,843,734,205 \$ per i progetti promossi<sup>73</sup>. In linea generale, Kickstarter è una piattaforma di finanziamento di progetti innovativi in ambito di *business* diversificati, dalla produzione di un cortometraggio, all’incisione di un cd musicale, dal finanziamento di una stampante 3d innovativa, alla pubblicazione di un libro. Tutto ciò che riguarda l’arte, l’innovazione e la creatività, trova quindi il suo spazio su Kickstarter e, tramite essa, si spera, finanziatori pronti a investire.

Tra i due miliardi di dollari di donazioni da parte di utenti di tutto il mondo raccolti fino a novembre 2015, tra incredibili successi e clamorosi fallimenti, Kickstarter ha aiutato a finanziare decine di migliaia di progetti. Tra questi, quelli con maggior successo in termini di raccolta di finanziamento sono quelli legati a film e video, seguiti da musica, editoria, giochi, arte e tecnologia.

Ad ogni modo giova precisare come non sia possibile “investire” su progetti Kickstarter per trarne un guadagno in denaro, potendosi solo “supportare” un progetto in cambio di una ricompensa materiale o un’esperienza unica nel suo genere, come una lettera personale di ringraziamenti, magliette personalizzate, una cena con un autore, o il primo collaudo di un nuovo prodotto.

---

<sup>71</sup> Rob Walker, *The Trivialities and Transcendens of Kickstarter*, in *The New York Times*, 5 agosto 2011, consultabile al link: [www.nytimes.com/2011/08/07/magazine/the-trivialities-and-transcendens-of-kickstarter.html?pagewanted=all](http://www.nytimes.com/2011/08/07/magazine/the-trivialities-and-transcendens-of-kickstarter.html?pagewanted=all).

<sup>72</sup> Harry McCracken, *The 50 Best Websites of 2011*, in *TIME*, 16 agosto 2011, consultabile al link [www.content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2087815\\_2088176\\_2088182,00.html](http://www.content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,2087815_2088176_2088182,00.html)

<sup>73</sup> Fonte dati: [www.kickstarter.com/help/stats?ref=about\\_subnav](http://www.kickstarter.com/help/stats?ref=about_subnav)

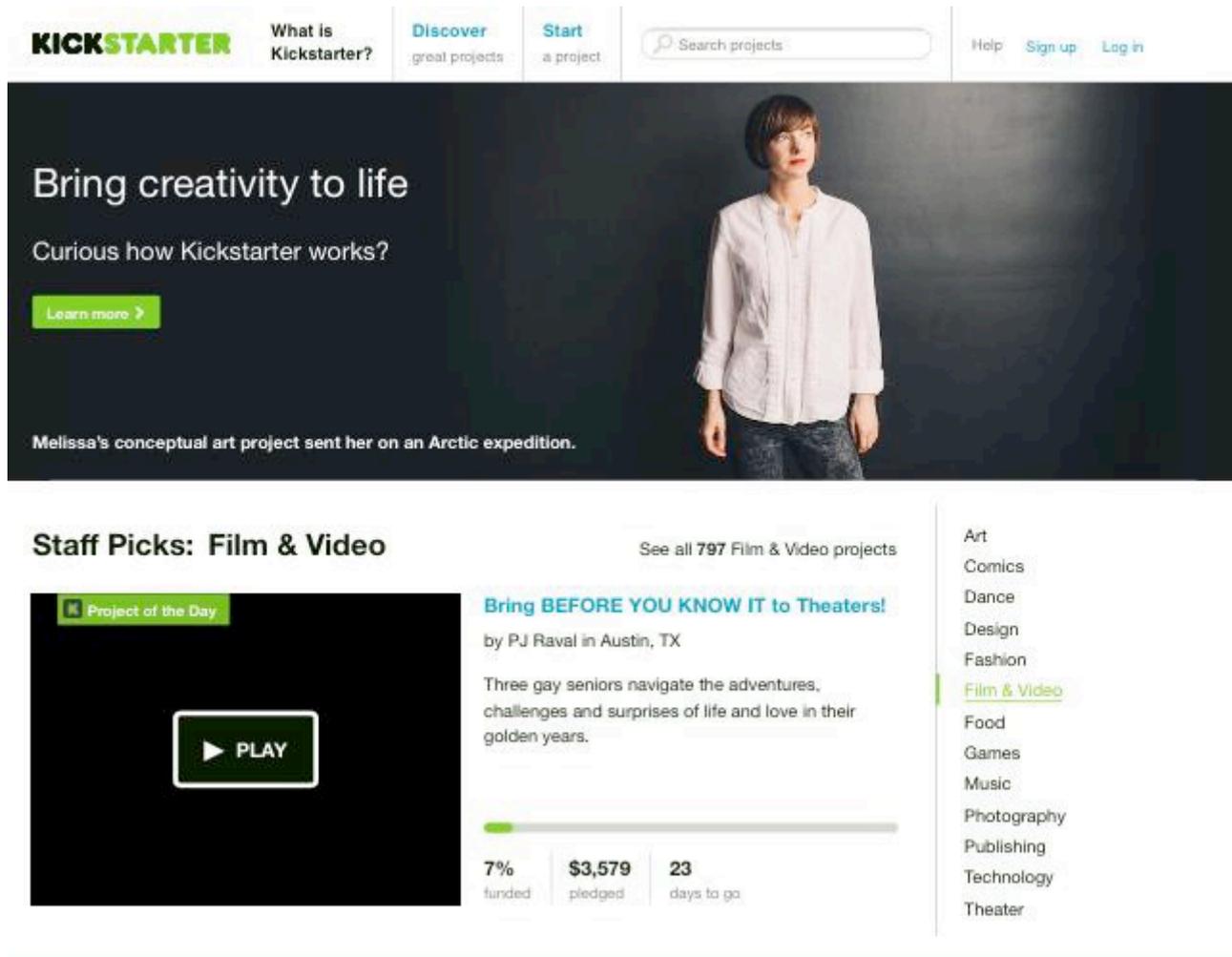


Fig. 5: [www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)

Alla base del successo riscontrato da Kickstarter si pongono talune caratteristiche fondamentali di questa piattaforma, quali:

- 1) L'utilizzo di una grafica accattivante ma al tempo stesso semplice. Il carattere testuale, i colori utilizzati, financo la suddivisione dei progetti in categorie, rende la piattaforma di facile consultazione e garantisce una visualizzazione immediata ed accessibile da tutti i dispositivi del sito web. Non solo, ma attraverso un login con il proprio account da social network è possibile visualizzare altresì i progetti più visitati dai propri amici virtuali;
- 2) La politica di trasparenza chiara a garanzia della sicurezza dei progetti proposti;
- 3) L'elevato numero di patrocinatori, i quali ampliano ulteriormente il bacino d'utenza pubblicizzando il progetto presso i canali specifici del settore coinvolto.

A partire dal giugno del 2015, Kickstarter sbarca anche Italia, potendo così anche dal nostro Paese essere creati progetti in ricerca di un finanziamento dalla folla tramite tale piattaforma. È così offerta anche agli italiani la possibilità di raccogliere fondi in euro, utilizzare la nostra lingua e il conto corrente bancario in Italia.

In merito, Ceo Yancey Strickler, co-fondatore della piattaforma in esame, ha dichiarato che “le idee italiane sono apprezzate in tutto il mondo”.<sup>74</sup> Il nostro Paese, da sempre culla del mecenatismo, ha già contribuito moltissimo alla cultura mondiale, dalla moda al cibo, dall’arte al cinema, dalla musica alla letteratura. Ora, Kickstarter aiuta tutti gli innovativi italiani a realizzare le proprie idee attraverso il sistema di collaborazione e con il supporto di una *community* mondiale davvero enorme.

## ***4.2 Regole e metodi per accedere a Kickstarter***

Kickstarter si presenta quale piattaforma di crowdfunding classico, basandosi sulla clausola “*all or nothing*” (“tutto o niente”), sicché se un progetto ha successo poiché ha raggiunto i suoi obiettivi di finanziamento, tutti i finanziatori, i cosiddetti *backers* del *database* da me analizzato, pagano la propria quota al momento della scadenza. Viceversa, se il progetto decade prima, nessuna somma è addebitata ai *backers*.

Per l’accesso alla piattaforma è indispensabile inserire una breve presentazione del progetto che si intende promuovere, oltre due dati essenziali quali la durata della campagna e l’obiettivo economico, vale a dire il minimo di fondi da raggiungere affinché abbia inizio la realizzazione del progetto. Pertanto, ove tale minimo prescelto non è raggiunto entro la scadenza, i fondi non sono raccolti; questo sistema è noto come *Provision Point Mechanism*.

Il denaro impegnato dai donatori è raccolto tramite un sistema di pagamento simile a quello *Pay Pal*, ovvero *Amazon Payments*. In ogni caso, Kickstarter non garantisce né la conclusione del progetto finanziato, né la conformità dello stesso alle aspettative della folla, né che il denaro così raccolto sia destinato interamente alla realizzazione del progetto. Siffatta circostanza ha fomentato l’accusa nei confronti di tale piattaforma di non offrire un sufficiente controllo di tipo qualitativo. Tuttavia è la stessa Kickstarter a consigliare agli *sponsor* di usare il buonsenso al momento di sostenere il progetto, avvertendo altresì coloro che lo propongono che potrebbero essere citati per danni legali da parte degli *sponsor* qualora non riuscissero a portare a compimento le opere promesse.

---

<sup>74</sup> Così *Sbarca in Italia Kickstarter, il crowdfunding anche per progetti nostrani, su [www.Repubblica.it](http://www.Repubblica.it)*

Sebbene un progetto possa essere finanziato da qualunque parte del mondo, l'accesso nella veste di promotore a Kickstarter è riservato solo a coloro che abbiano compiuto almeno diciotto anni, siano cittadini americani con regolare residenza in alcuni Paesi (come gli Stati Uniti e, da poco, anche l'Italia) ed in possesso, presso il Paese di residenza, di regolare indirizzo, conto bancario, documento d'identità e carta di credito o debito<sup>75</sup>.

Occorre chiedersi quale sia, dunque, il guadagno per Kickstarter. Ebbene, la piattaforma percepisce il 5% dei fondi raccolti (una volta che sia raggiunto l'obiettivo economico prefissato), mentre Amazon addebita un ulteriore 3,5 % del totale.

Il sito della piattaforma, poi, suddivide le proposte di crowdfunding in ben 13 categorie: film e video, videogames, musica, design, moda, editoria, arte, tecnologia, teatro, danza, fumetti, cucina<sup>76</sup>.

Il successo di Kickstarter in termini di numero e varietà di progetti presentati, consente allo staff della medesima di nutrire una certa esperienza in grado di consentire valutazioni attente, capaci di evidenziare la criticità della gestione di tali progetti. Una simile peculiarità è tanto più importante nella prospettiva della prevenzione a possibili frodi. Laddove vi è creatività, infatti, si pone anche un problema in termini di tutela del diritto d'autore. Da questo punto di vista, Kickstarter, a differenza di altre piattaforme, non reclama alcun diritto di proprietà sui progetti e sulle opere prodotte, sebbene i progetti lanciati sul sito restano permanentemente archiviati e accessibili al pubblico. Peraltro, una volta che il finanziamento è stato completato, i progetti e i contenuti caricati non possono essere modificati o rimossi dal sito.

In caso di progetti sospetti di plagio o truffa (ove, ad esempio, si tratti di progetti che presentino fotografie o grafiche copiate da altri prodotti, nel primo caso, o descrizioni irrealistiche del servizio prodotto, nel secondo caso), è prevista la cancellazione dalla piattaforma.

Ed ancora, sempre per quanto concerne la tutela del diritto d'autore, Kickstarter si riserva di non ospitare ulteriori proposte avanzate dai responsabili di progetti precedentemente cancellati per sospetta truffa<sup>77</sup>.

Il successo raggiunto dalla piattaforma in esame è stato pressoché immediato. Secondo un'elaborazione dati operata dalla medesima, nel 2012 il numero di progetti avviati per il suo tramite

---

<sup>75</sup> Kickstarter Official FAQ in [www.kickstarter.com/help/faq/creator+question?ref=faq\\_subcategory#Gettstar](http://www.kickstarter.com/help/faq/creator+question?ref=faq_subcategory#Gettstar).

<sup>76</sup> Si noti che, a differenza che nelle piattaforme italiane, nel sito americano di Kickstarter manca una vera e propria sezione "sociale".

<sup>77</sup> La piattaforma, comunque, esplicita nelle sue Condizioni d'uso l'esenzione da responsabilità riguardanti i diritti d'autore di chi pubblica i suoi progetti sul sito e che si espone al rischio del furto di idee, immagini e grafiche da lui stesso creati. Cfr. [www.kickstarter.com/discover/curated-pages](http://www.kickstarter.com/discover/curated-pages)

era parti a 6.868.224 con una percentuale di successo del 44,01%. I progetti completati con successo avevano raccolto un totale di ben 275 milioni di dollari. Tappe importanti di questa crescita sono state, senza dubbio, l'elaborazione di una *docking station* creata per iPhone da Casey Hopkins, la quale ha rappresentato il primo progetto a superare un milione di dollari raccolti, così come il progetto *Double fine production* degli sviluppatori di giochi per computer per finanziare un nuovo gioco d'avventura ha raccolto ben oltre 3 milioni di dollari.

Kickstarter ha così, per il proprio volume d'affari, attirato l'attenzione di numerose istituzioni, associazioni ed organizzazioni culturali che ne hanno voluto far parte. Così, è prevista una sezione di pagine patrocinate, ossia in cui sono indicati progetti appoggiati (appunto patrocinati) da una di tali organizzazioni<sup>78</sup>. In questo modo, da un lato, si offre una maggiore visibilità ai promotori del progetto, e dall'altro lato, si accresce la garanzia di qualità dell'idea imprenditoriale per la comunità.

### ***4.3 Un'analisi dati: il perché di un successo o fallimento***

La finalità di questo saggio è l'analisi di quali e quanti progetti siano presenti su Kickstarter e quale sia la reale possibilità di finanziamento tramite la piattaforma, esplorando in particolare quali dei settori ha più probabilità di raccogliere investimenti, da quali gli Stati e continenti provengono il maggior numero di progetti e il relativo successo o fallimento dei medesimi. Ancora, mi soffermerò su un'indagine relativa ad evidenziare la differenza tra capitale richiesto e l'importo effettivamente raccolto dai proponenti, in modo da notare a quanto ammonta il surplus rispetto alla cifra richiesta nei progetti che hanno avuto successo e di quanto sia inferiore la somma raccolta per i progetti falliti. Infine, ho reputato opportuno indagare quale relazione sussista tra soglia di accesso, numero di investitori e successo o meno dei progetti.

La realtà della piattaforma, oggi, ha una doppia valenza:

- Piattaforma di *crowdfunding* per la realizzazione di progetti innovativi, ossia la raccolta di fondi per l'industrializzazione e lo sviluppo di un progetto;
- Piattaforma di *testing* per nuove idee, rilevando l'accoglienza di una soluzione e stabilirne un prezzo accessibile per i clienti.

---

<sup>78</sup> Ad esempio il *Time Light Box* (sezione fotografica della celebre rivista Time), i *New Museum* di New York, o ancora soggetti pubblici come il Comune di Portland (Oregon) o istituzioni accademiche come la facoltà di design di Stanford, quella di cinema della Columbia University e la celebre scuola di moda Parson. Partecipano anche altre *community online* e *social network* come, *Tumblr*, *You Tube*, *Vimeo*.

In base ad un *database* dell'Università di Berkeley<sup>79</sup> che comprende tutte le campagne di *crowdfunding* pubblicate sulla piattaforma oggetto della mia analisi, ho deciso, dunque, di analizzare solo alcuni settori, filtrando il database e riducendo il campione a circa 400 campagne. I settori da me analizzati sono i seguenti:

- *Hardware*: comprende l'insieme delle componenti fisiche, non modificabili, di un sistema di elaborazione dati.
- *Open software*: software di cui gli autori rendono pubblico il codice sorgente, favorendone il libero studio e permettendo a programmatori indipendenti di apportarvi modifiche ed estensioni.
- *Product design*: dove per prodotto s'intendono oggetti di varia natura, da articoli per la casa, per la cucina, uffici, per la comunità, oggetti tecnologici, elettrodomestici, fino a gadget e packaging. Sono inclusi tutti i prodotti comunemente industriali in cui è richiesta la progettazione di un oggetto con forma estetica e funzionale adeguata alle esigenze dell'utente secondo le indicazioni del marketing, situazione ed economia.
- *Technology*: ampio settore di ricerca, nel quale sono coinvolte varie discipline tecniche e scientifiche, che studiano l'applicazione e l'uso di tutto ciò che può essere funzionale alla soluzione di problemi pratici, all'ottimizzazione delle procedure, alla scelta di strategie operative per raggiungere un determinato obiettivo. E' la metodologia tecnica relativa a una particolare arte o industria.

Il database prende in considerazione i diversi progetti e ne descrive vari elementi quali: il nome del progetto, la categoria di appartenenza, l'obiettivo in denaro da raggiungere, l'effettivo importo raggiunto, lo stato del progetto (se fallito, completato con successo, cancellato o sospeso), le date di inizio e di fine campagna, la data di raggiungimento dello stato indicato, la location dell'iniziativa imprenditoriale, il numero di finanziatori.

A tali dati ho reputato necessario, ai fini della mia analisi, aggiungerne taluni, come l'importo mancante al raggiungimento dell'importo necessario a completare con successo la campagna, il numero dei giorni tra l'inizio e la fine della campagna, gli Stati e i continenti interessati dal progetto, il rapporto tra il capitale effettivamente investito e il numero degli investitori.<sup>80</sup>

---

<sup>79</sup> <https://crowdfunding.haas.berkeley.edu/wp/> L'università californiana di Berkeley ha rilevato lo scorso anno la propria intenzione di lanciare una piattaforma di *crowdfunding*. Il sito permette a studenti, docenti, e ricercatori di raccogliere fondi per i propri progetti. [www.berkeleyuniversity.com](http://www.berkeleyuniversity.com)

<sup>80</sup> Dati ricavati dal database o reperibili al sito [www.crunchbase.com](http://www.crunchbase.com)

I dati sono stati analizzati tramite lo strumento delle tabelle *pivot*. Grazie a queste ultime è stato infatti possibile organizzare la complessità dei dati, tramite una scelta opportuna dei campi e degli elementi che devono comporla.

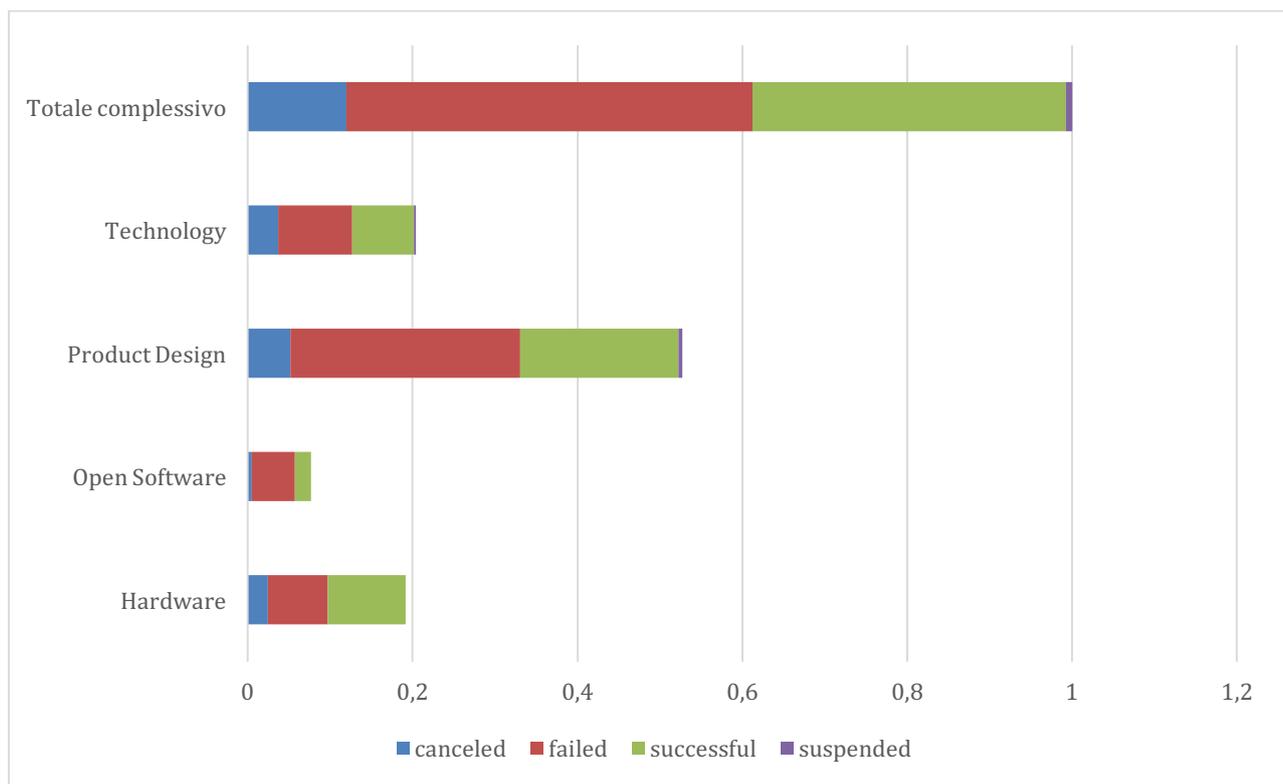
Sappiamo, infatti, che una tabella *pivot* è in grado di descrivere un numero molto elevato di variabili, dette anche caratteristiche o dimensioni di analisi, ottenendo così elaborazioni riassuntive dei dati originali.

Possono essere evidenziate tre variabili per ogni tabella *pivot*: una per le righe, una per le colonne, una per il contenuto della tabella (area dati).

La tabella opera raggruppando i dati in base a opportuni criteri modificabili (Dati/Ordina).

### 4.3.1 *Successo o insuccesso?*

Il primo argomento di interesse riguarda il successo o meno delle campagne, distinte in base alle categorie descritte *sopra*. Il primo dato, visibile a occhio nudo e inesperto, è che non tutte le campagne, come già accennato, riescono ad avere successo. Un'analisi tramite tabella *pivot* prende in considerazione nelle righe lo stato della campagna (successo, insuccesso, sospesa, cancellata) e nelle colonne la categoria.



**Tabella 3: successo o fallimento? Fonte: mia elaborazione.**

Si può notare come il 19,1% dei progetti proposti è *hardware*, il 7,7% *open software*, il 52,74% appartiene alla categoria del *product design*, e il 20,4% al settore *technology*.

Sul totale delle campagne, l'11,94% è andato incontro alla cancellazione, il 49,25% al fallimento, il 38,06% al successo e lo 0,75% alla sospensione.

La categoria *product design*, così come si può osservare dalla tabella 3, è quella che, nonostante abbia ricevuto maggiori finanziamenti, tuttavia è risultata più fallace, a differenza dell'*hardware* che è quello che proporzionalmente ha una percentuale di campagne di successo.

I progetti sospesi trovano sul podio ancora una volta il *Product design* e gli *Open software*. Un progetto può essere sospeso ove la squadra integrità di Kickstarter abbia la prova della violazione di una o più regole di Kickstarter. Tra queste, rilevano, in particolare, le seguenti infrazioni:

- False dichiarazioni di sostegno;
- Falsa dichiarazione o errori nel divulgare fatti rilevanti circa il progetto o il suo creatore;
- Presentazione ad opera del creatore del lavoro di qualcun altro come il proprio;
- Comunicazione, da parte del creatore, di informazioni dell'utente inesatte o incomplete a Kickstarter o a uno dei suoi partner;
- Sovrapposizione tra le caratteristiche del conto del creatore e quelle dei conti dei finanziatori che hanno supportato il proprio progetto;
- Proposizione di un gruppo collegato al creatore come indipendente o come gruppo di sostegno nei committenti di progetto o altrove;
- Offerta da parte del creatore degli articoli acquistati, sostenendo di averli fatti lui.

I progetti possono anche essere sospesi se i creatori hanno scelto “lascia ora”, ma a seguito di una più accurata ispezione, hanno appreso di non rientrare all'interno delle regole di Kickstarter. In tali casi, il finanziamento si ferma e tutti i fondi sono annullati.

La nostra analisi, dunque, si pone in linea con quanto registrano dati statistici che attestano la probabilità di riuscita della campagna tra il 35 e il 40%.<sup>81</sup>

---

<sup>81</sup> Fonte: Sole 24 ore

### 4.3.2 La provenienza dei progetti

Tramite tabella *pivot*, ho analizzato i progetti rapportandoli al Paese di loro provenienza. Questa è stata costruita analizzando nelle righe lo stato della campagna (successo, fallimento, sospesi e cancellati) e nelle colonne lo Stato di provenienza.

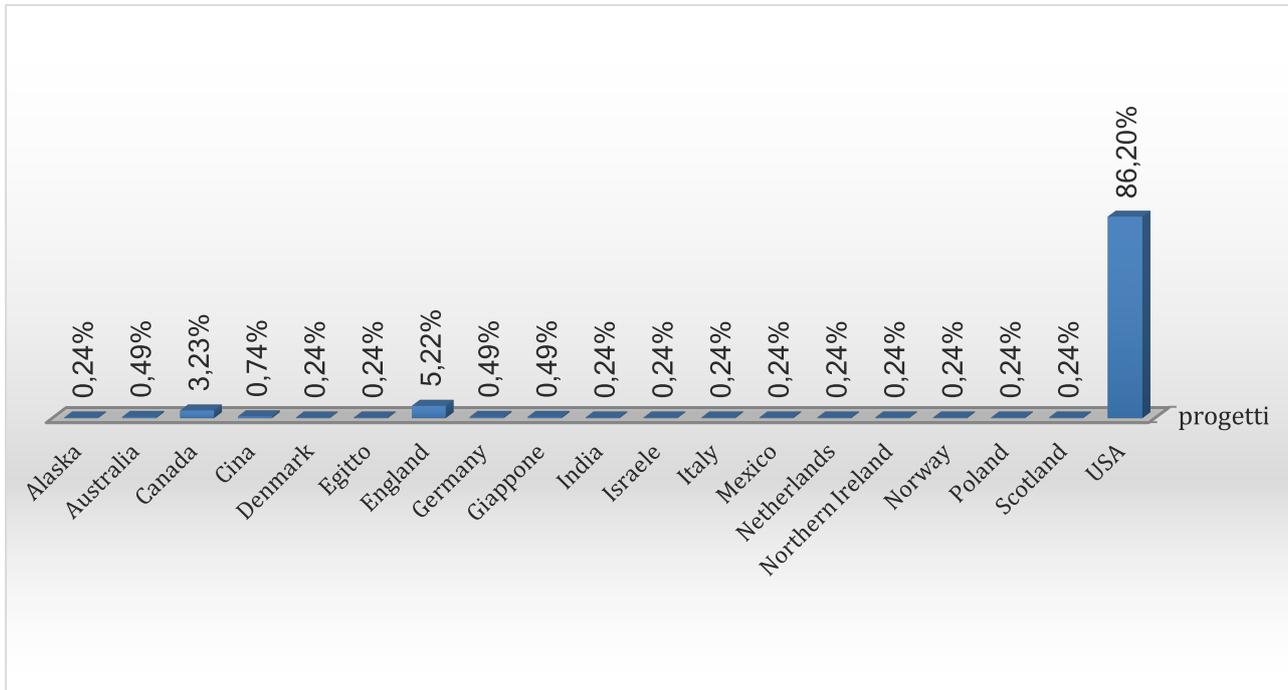


Grafico 3.2: numero totale dei progetti per Paese di provenienza. Fonte: mia elaborazione

Nel grafico 3.2 si evince che a livello di nazioni, la predominanza statunitense è ben visibile, seguita da un nutrito insieme di progetti provenienti dal Regno Unito. Si collocano poi Canada, Australia, Germania, Francia. Considerando i soli progetti effettivamente partiti, la situazione muta, insabbiando alcune categorie di progetti che sono meno interessanti e soggetti al fallimento.

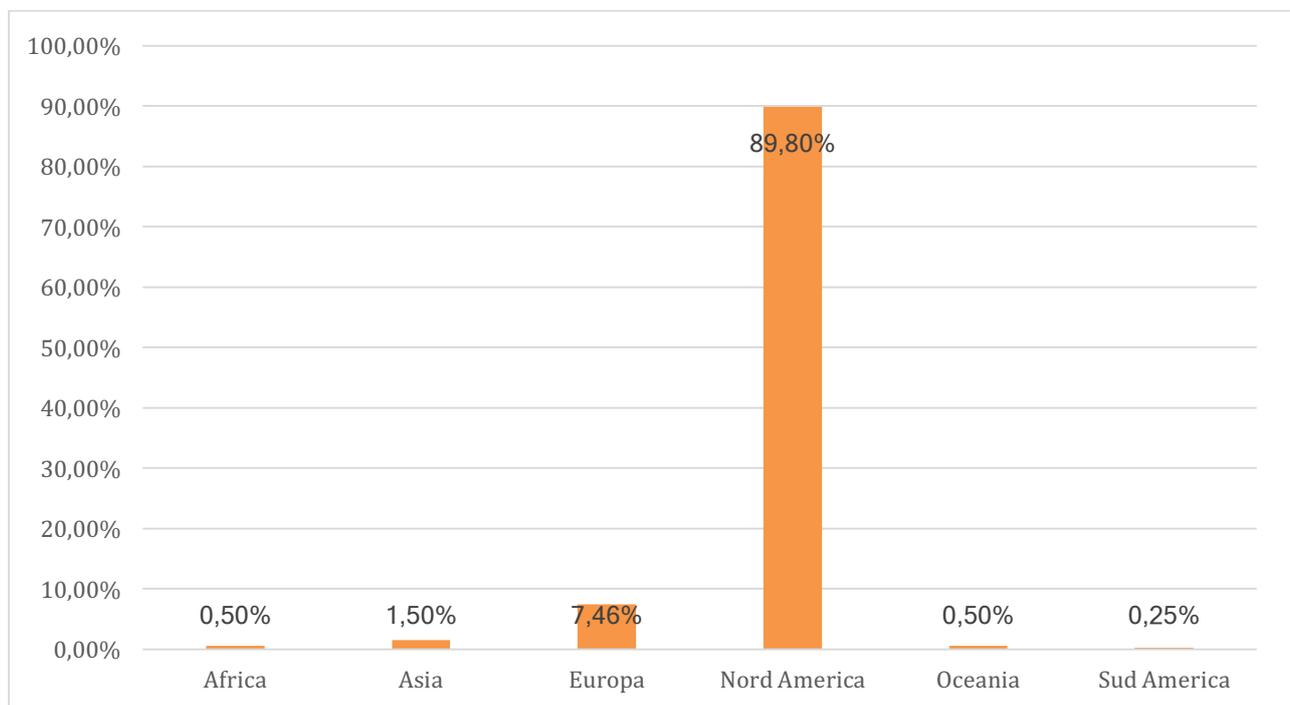
L'Italia è il tredicesimo Paese per Kickstarter che, fino ad oggi, ha raccolto 1,8 miliardi di dollari per progetti che vanno dai documentari vincitori di un Oscar allo stetoscopio wireless. “Non siamo messi male” affermano gli esperti<sup>82</sup>. L'Italia ha grandi prodotti e quindi un indicativo *deal flow* potenziale sul quale investire. Le condizioni operative stanno migliorando a vista d'occhio e quindi la relazione tra finanza privata e impresa potrebbe rendersi concreta ed esplodere con grande rapidità. Oltre 8,8 milioni di persone hanno finanziato i progetti del sito. In Italia esistono cinquantaquattro piattaforme. Di queste la maggioranza utilizza il modello *reward based* dove chi effettua una donazione riceve

<sup>82</sup> [www.startupitalia.eu/66172-20161125-lequity-crowdfunding-nel-2017-sara-esteso-a-tutte-le-pmi-italiane](http://www.startupitalia.eu/66172-20161125-lequity-crowdfunding-nel-2017-sara-esteso-a-tutte-le-pmi-italiane)

una ricompensa che può essere un piccolo regalo, la menzione fra i finanziatori o un'anticipazione sul prezzo del prodotto finale. In crescita sono le piattaforme basate sull'*equity*. In questo caso chi presenta il progetto definisce un periodo di tempo e una somma target da dividere in parti uguali fra i sottoscrittori. Nell'ultimo periodo, però, si segnala la crescita delle piattaforme verticali dedicate a *no profit*, cultura, arte, energia, scuola, fotografia e design.

Alcune piattaforme sono poi localizzate in un preciso ambito territoriale come Ginger focalizzato sull'Emilia-Romagna e Finanziami il tuo futuro, una piattaforma di *local crowdfunding* che si propone di diffondere e promuovere nuove progettualità per lo sviluppo del territorio.

Entrando più nel dettaglio viene fuori che 1.6 milioni di persone hanno promesso fondi per più di un progetto, per un totale di 619 milioni di dollari. Insomma inizia a crearsi uno zoccolo duro di fedeli dell'investimento all'innovazione.



**Grafico 3.3: numero totale dei progetti per Continente di provenienza. Fonte: mia elaborazione**

Così ricapitolando potremo dire che lo 0,5% dei progetti finanziati su Kickstarter proviene dall'Africa, l'1,5% dall'Asia, il 7,46% dall'Europa, l'89,8% dal Nord America, lo 0,5% dall'Oceania, e infine, lo 0,25% dal Sud America.

L'analisi sui dati da me svolta conferma in parte i trend già rilevati da Massolution.

## Global Crowdfunding Volume Reaches \$2.7 Billion in 2012

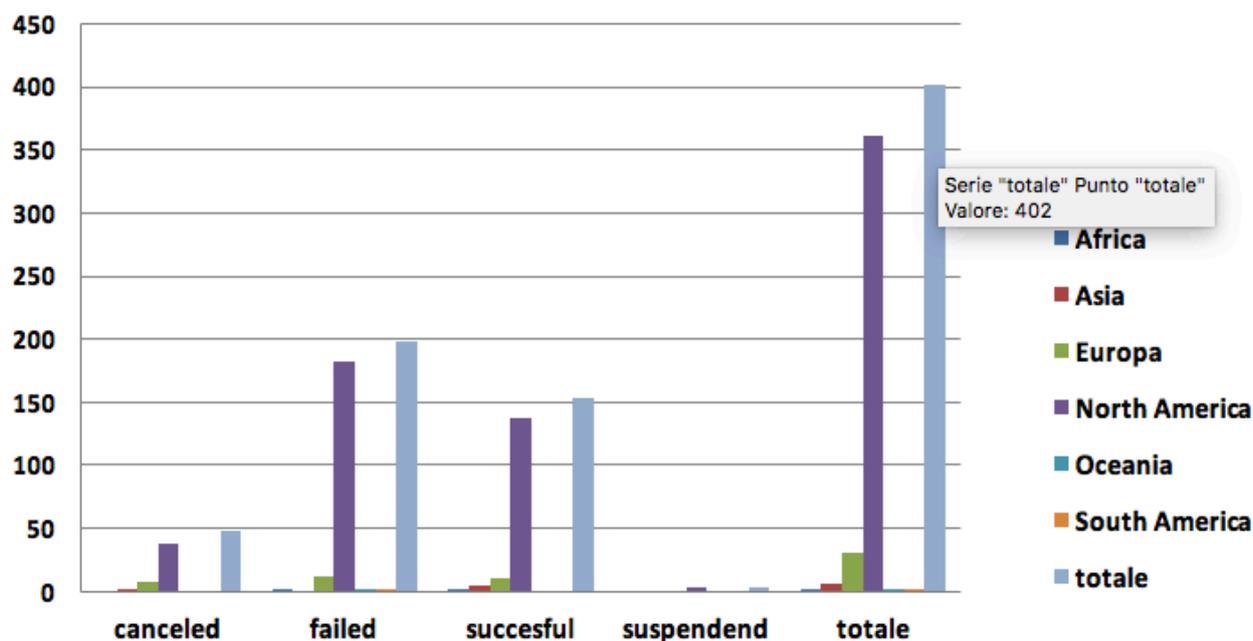
Total funds raised through crowdfunding during 2012 (in million U.S. dollars)



*Immagine: Global Crowdfunding volume in 2012. Fonte: Massolution<sup>83</sup>*

Volendo verificare il dato delle campagne rispetto ai continenti, una tabella pivot è stata costruita analizzando nelle righe lo stato della campagna (successo, fallimento, sospeso, cancellato) e nelle colonne i continenti da cui provengono le campagne.

83 Massolution/Crowdsourcing.org 2015CF Crowdfunding Industry Report



*Grafico 3.4 I continenti: successo e insuccesso. Fonti: mia elaborazione*

Nel dettaglio, dalla mia analisi a livello Macro, i progetti che ottengono il maggior numero di successi è il Nord America, che al contempo ha il maggior numero di progetti falliti. Si posiziona nuovamente tra i maggiori investitori, rivestendo il ruolo di vincitore tra i maggiori scommettitori di prodotti innovativi e giovani start up.

In Europa i volumi sono in rapido aumento, ma rimangono grandi differenze rispetto l'America e gli altri paesi. Un atteggiamento positivo è da parte del governo, correlato ad alti volumi del settore. I volumi continueranno a crescere con tassi elevati e le differenze tra i paesi diminuiranno a causa della nuova normativa sul crowdfunding.

Oggi lo strumento ha toccato 4,2 miliardi di euro nell'ultimo anno, secondo uno studio commissionato dalla Commissione Europea DG Finanza e mercati in vista del Mercato unico dei capitali. Gli Stati Uniti continuano comunque a rappresentare il primo mercato con volumi in crescita del 145% a 9,46 miliardi di dollari. In Crescita anche l'Asia con volumi pari a 3,4 miliardi di dollari e con un incremento del 320 per cento. Il settore guarda con attenzione alle Pmi start up dal momento che solo il 60 per cento sopravvive entro i primi tre anni di vita, contribuendo alla creazione di posti di lavoro. Ovviamente il successo di queste imprese dipenderà anche dalle risorse di finanziamento bancario che continua ad essere la fonte principale per le PMI.

Approcciando alle analisi da un punto di vista critico, non è possibile ignorare la fattispecie che la quota di mercato dei vari continenti è qualificata in relazione alla provenienza geografica dei

progettisti. A valle di tale considerazione, si giungerebbe ad una quantificazione culturale del fenomeno.

### 4.3.3. I giorni di raccolta e il successo o il fallimento

Mi sono proposto di verificare anche se i giorni previsti per la raccolta possano, e in che modo, incidere sul successo o fallimento.

La tabella *pivot* è stata costruita analizzando nelle righe lo stato della campagna (successo, insuccesso, sospensione, cancellazione) e nelle colonne il numero di giorni.

I lassi temporali più utilizzati per la raccolta fondi vanno da un minimo di 30 ad un massimo di 60 giorni. Il 43,2 % delle campagne ha una durata di 30 giorni, il 3,7% di 35giorni , il 4,2 % in 40 giorni, il 10,2 % è finanziato in 45 giorni, 6,2 % in 60 giorni

Le campagne che hanno avuto successo (n. 153) tra cui il il 42,4% è stato finanziato in 30 gg, il 5,9% in 35gg, il 3,3% in 40gg, 7,2% in 45gg, il 2% in 60gg.

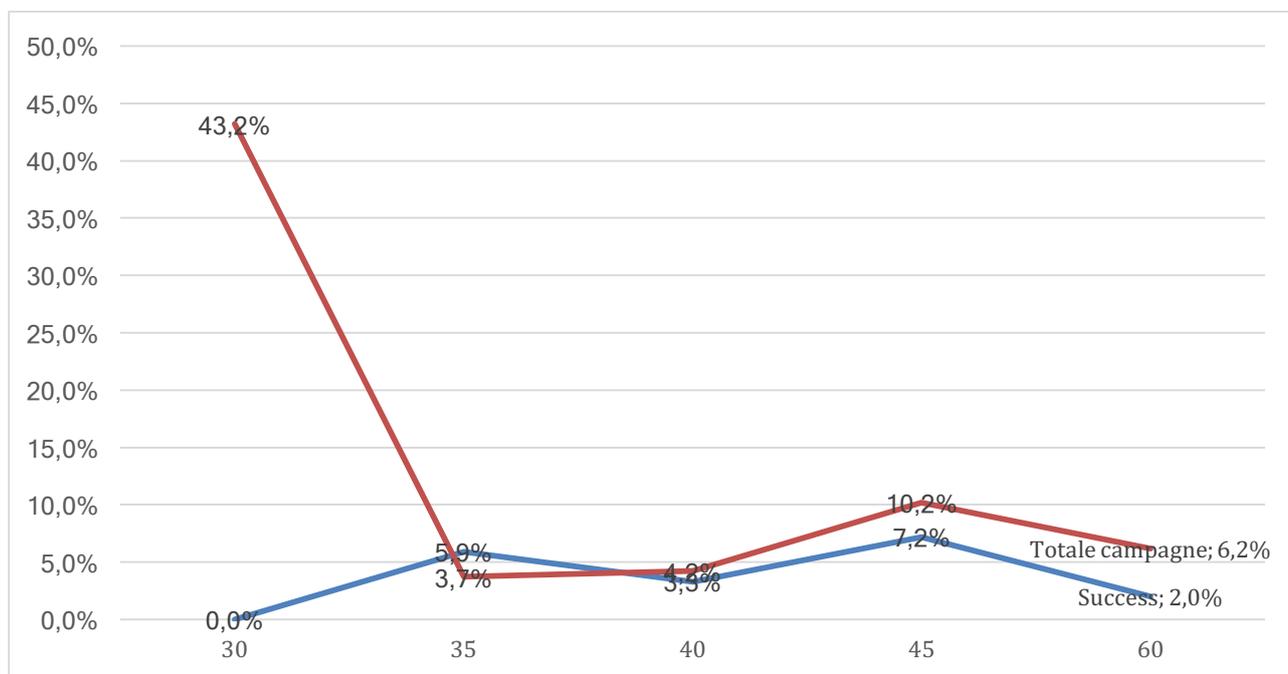
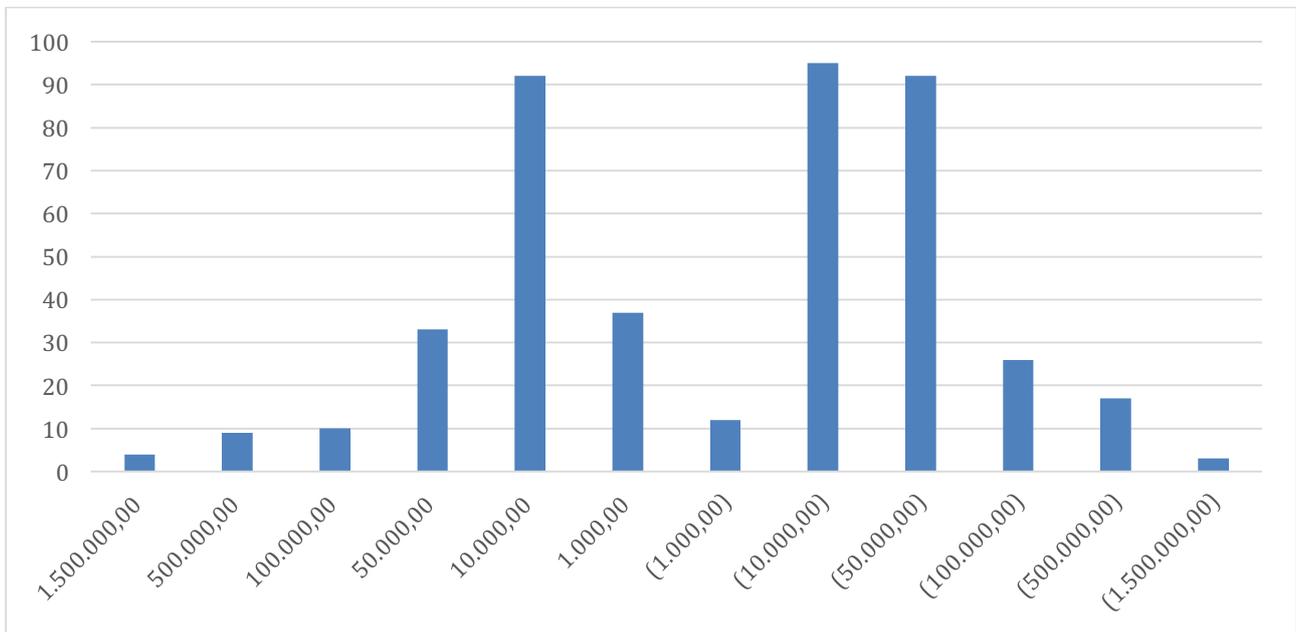


Grafico 4: Numero di giorni per la raccolta e probabilità di successo. Fonte: mia elaborazione

Stando ai dati, le campagne che hanno una durata di 30 giorni hanno una percentuale di successo maggiore. In realtà le campagne di crowdfunding funzionano un po' come le "aste di Ebay", poiché c'è da tener presente un meccanismo: se il periodo della raccolta è breve gli investitori sono più invogliati a versare subito la somma. Tutto ciò fa innescare un secondo meccanismo: la cifra raccolta

è visibile da tutti gli utenti, più questa sale velocemente, più invoglia altri backers ad aggiungersi al progetto.

#### 4.3.4. Capitale richiesto e importi raggiunti



**Grafico 5: Differenze di importi tra cifra richiesta e quella raggiunta. Fonte: mia elaborazione**

Il grafico sopra esposto evidenzia la differenza tra capitale richiesto e quanto effettivamente hanno raccolto i progetti. In tal modo ci è possibile verificare di quanto sono superiori le raccolte dei progetti che hanno avuto successo e di quanto sono inferiori quelli che non hanno avuto successo.

La maggior parte dei progetti che hanno avuto successo hanno superato la richiesta di circa 10.000\$, al contrario alla maggior parte delle campagne che non hanno avuto successo mancavano 10.000\$ a 50.000\$ per raggiungere il goal.

Indagando in merito alle ragioni che decretano il successo o il fallimento di un progetto Kickstarter, alcune delle chiavi scoperte dall'analisi possono così sintetizzarsi. Anzitutto, l'aumentare dell'ammontare della quota minima è negativamente associato al successo. I progetti che vengono segnalati hanno l'89 % di possibilità di riuscire, contro il 30 % di quelli non pubblicizzati. Per un progetto medio da 10.000 dollari, un progetto di trenta giorni ha il 35 % di possibilità di successo, mentre un progetto di sessanta giorni ha il 29 % di possibilità, mentre tutto il resto rimane costante.

Tra i progetti più riusciti, la maggior parte raccoglie tra 1.000 e 9.999 \$, statistica che si riduce nella categoria *Technology* e *Product Design*.

Ad ogni modo, i soldi non garantiscono il successo di un'idea. Non basta, infatti, che un progetto riceva ingenti finanziamenti perché questo abbia una buona riuscita. Il successo non è per tutti, diciamolo. Non basta solo l'ingegno e un cumulo di denaro. Serve anche, da un lato, una grande capacità di avviare una produzione su scala mondiale e, dall'altro, una capacità di gestione innovativa.

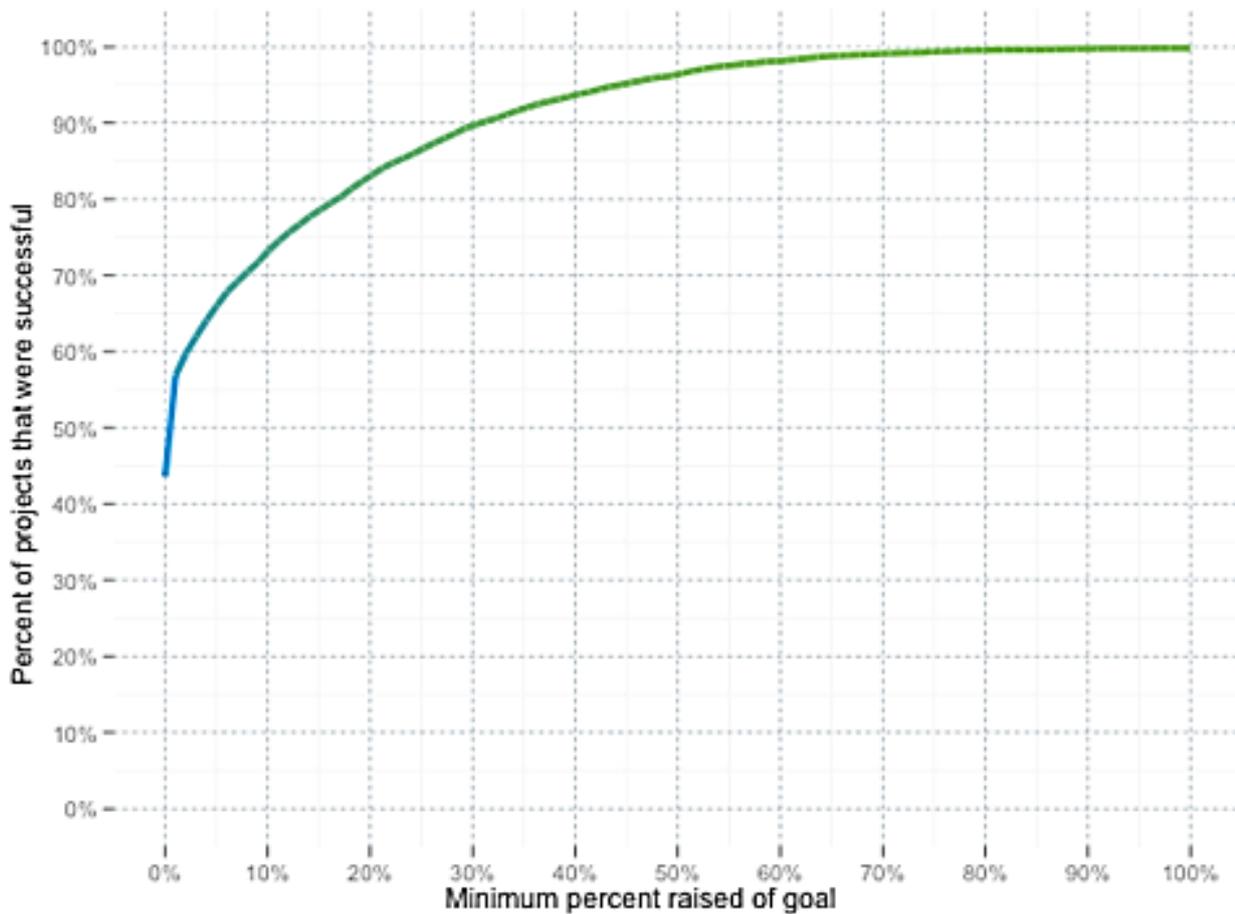


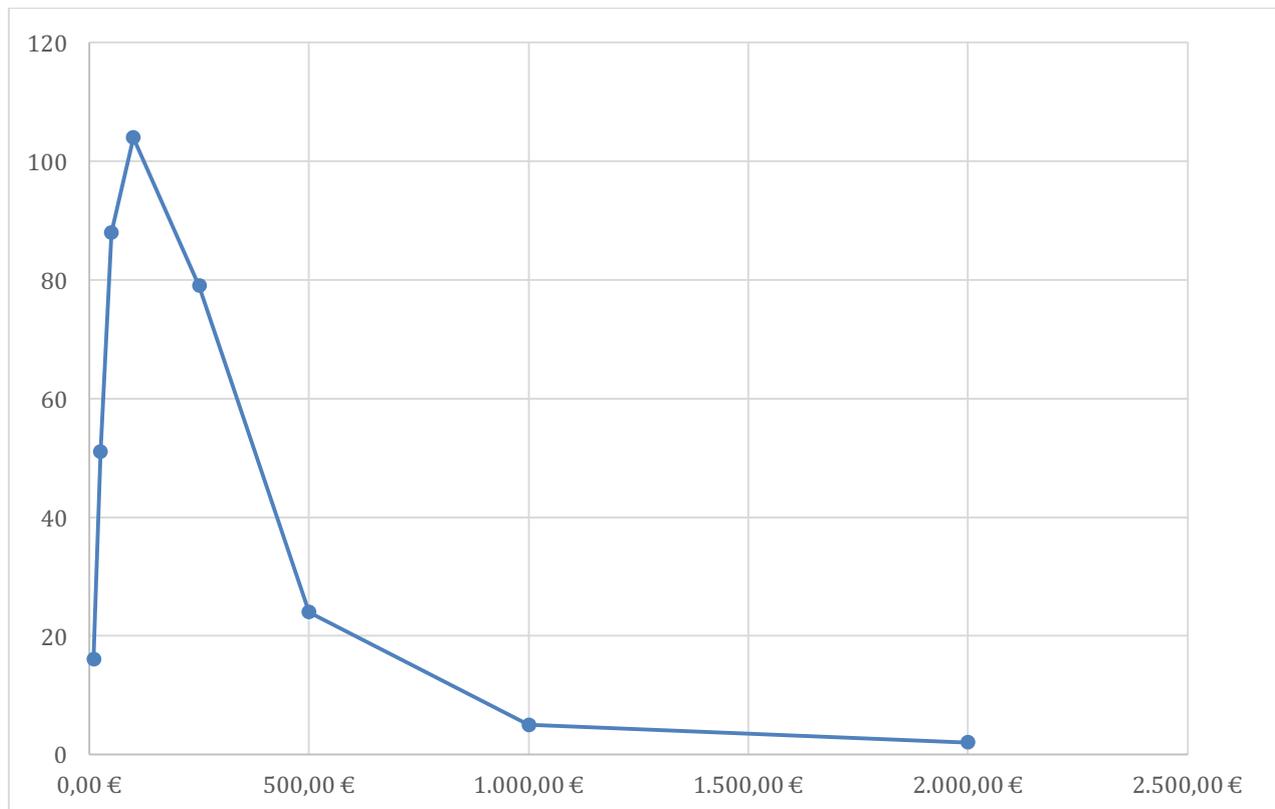
Grafico 6. Fonte: [www.wired.it](http://www.wired.it)

I progetti che hanno raggiunto il 30% del loro obiettivo di finanziamento hanno una chance di successo del 90% dei casi.

### 4.3.5 La somma di accesso

Tra i progetti analizzati vi sono campagne con un numero di finanziatori pari a 0 e progetti che hanno avuto oltre 26.000 *backers*.

Solo 20 tra i progetti presi in considerazione hanno superato i 1000 *backers*. Dato ancora più importante da notare è che quasi tutti i progetti che superano i 300 investitori hanno riscosso successo.



**Grafico 7: Soglia di accesso e capitale raccolto. Fonte: mia elaborazione**

La maggior parte dei progetti hanno richiesto ai *backers* un investimento di 100\$, 88 progetti tra quelli analizzati hanno richiesto 50 \$, 79 progetti hanno richiesto 250\$ e infine 51 hanno chiesto 25\$.

Il fatto che si tende a stabilire una soglia di accesso non troppo alta consente potenzialmente l'accesso a una folla più consistente di investitori.

Dall'altro possiamo notare che tra le soglie, un maggior numero preferisce una cifra non troppo bassa al fine di consentire di raggiungere l'obiettivo e altresì non svilire il progetto e l'idea.

## 4.4 La SWOT analysis

Strumento di pianificazione strategica di un progetto o di un programma, la *S.W.O.T.*<sup>84</sup> *analysis* ci consente di individuare i punti di forza, i punti di debolezza<sup>85</sup>, le opportunità e le minacce<sup>86</sup> di un determinato progetto o programma, nello specifico della piattaforma oggetto di studio.<sup>87</sup>

<b><i>Punti di Forza</i></b>	<b><i>Punti di debolezza</i></b>
<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Mercato in piena evoluzione confermato dai trend positivi di crescita;</li><li>➤ Sfruttamento del social network per lo sviluppo dei progetti e la loro promozione sui mercati;</li><li>➤ Indipendenza dagli investitori;</li><li>➤ Copertura dei vari segmenti di mercato, quali ad esempio tecnologico, artistico e sociale;</li><li>➤ Azzeramento di ostacoli burocratici;</li><li>➤ Possibilità di raccogliere capitali a fondo perduto;</li><li>➤ Paperless: tutto on-line.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Metodo del crowdfunding ancora poco conosciuto;</li><li>➤ Problematiche legali sia per la tutela dei diritti dei promotori e sia dei backers;</li><li>➤ Asimmetrie informative;</li><li>➤ Non completa alfabetizzazione informatica in Italia;</li><li>➤ Spesso le piattaforme impongono vincoli troppo restrittivi di accesso alle imprese.</li></ul>

Tabella SWOT analysis. Fonte: mia elaborazione

<sup>84</sup> S.W.O.T. è l'acronimo di quattro parole inglesi: *Strengths* (forze), *Weaknesses* (debolezze), *Opportunities* (opportunità), *Threats* (minacce)

<sup>85</sup> Sono i fattori endogeni, ovvero propri del contesto di analisi e sono modificabili grazie alla politica o all'intervento proposto.

<sup>86</sup> Sono i fattori esogeni in quanto derivano dal contesto esterno. Difficilmente modificabili, ma è necessario tenerli sotto controllo in modo da sfruttare le opportunità e ridurre le minacce.

<sup>87</sup> SWOT table: Kickstarter case study <http://thinkspace.csu.edu.au/kdaly/2014/03/23/swot-analysis-and-action-tracker-for-the-kickstarter-case-study/>; Fitzsimmons, C. (2013). *Government review into crowdfunding: why retail investors could become the new venture capitalists*, BRW, <http://www.brw.com.au/p/entrepreneurs/governmentreviewintocrowdfunding4cmTAwCsesvhsRkL3hhFJK>.

<i><b>Opportunità</b></i>	<i><b>Minacce</b></i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Ai proponenti viene fatto seguire un modello consolidato che permette loro di presentare un prodotto/servizio in modo più commerciabile;</li> <li>➤ Predisposizione di normative dei governi volte ad incentivare il ricorso al crowdfunding;</li> <li>➤ I progetti, prima di essere lanciati sulla piattaforma, vengono vagliati dallo staff della piattaforma (ex. Kickstarter) che comunica ai proponenti se il progetto non è appropriato o non è in grado di raggiungere il successo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Incompleta diffusione di internet;</li> <li>➤ Possibile normatizzazione del mercato e nascita di precisi vincoli.</li> </ul>

*Tabella SWOT analysis. Fonte: mia elaborazione*

## **4.5. Conclusione**

In definitiva, quello che rappresentava solo uno strumento per la raccolta di capitali attorno a cause di beneficenza, un universo sicuramente ristretto e limitato al contesto *no profit*, è gradualmente diventato una strategia di *sourcing* in grado di garantire un elevato vantaggio competitivo in termini di risorse finanziarie e creative a un insieme potenzialmente illimitato di progetti imprenditoriali e non.

I trend di crescita sono estremamente positivi e gli *outlook* ottimistici per il prossimo biennio 2017/2018. Il valore complessivo globale dei capitali investiti in campagne *crowdfunding* è stato appena superiore a 5 miliardi di dollari nel 2013 e rimane una percentuale quasi irrilevante rispetto al valore del finanziamento di innovazioni sostenute da fondi venture, business angel ecc.

Gli Stati Uniti d’America si dimostrano i primi indiscussi vincitori, rappresentando ben il 21 per cento del prodotto nazionale lordo Usa solo nel 2014 per *venture capital financing*.

Il confronto con l’impatto dei progetti imprenditoriali lanciati attraverso campagne di *crowdfunding* ci mostra un mercato che, nonostante i risultati straordinari raggiunti in termini rapidi e con un’espansione tanto capillare, può ancora crescere.

È l’era del cambiamento, e l’Italia, sembra aver incassato bene il duro colpo della ventata di modernizzazione, che lascia spazio a piccole medie imprese innovative, non più costrette a dover

inevitabilmente lasciare casa per poter sbancare il successo. I paesi in via di sviluppo e le grandi economie emergenti sono l'orizzonte di crescita con le attese maggiori per la diffusione del *crowdfunding*, che rimane tuttora un fenomeno strettamente legato alle due sponde dell'Atlantico.

Ho analizzato come non sempre però, ricevere finanziamenti sia fonte di successo sicuro e immediato. Bisogna essere consapevoli dei rischi nei quali s'incorre; come da analisi, i fallimenti sono numerosi, ma ciò non deve demoralizzare i giovani imprenditori, che anzi, devono lottare con caparbia per raggiungere i loro sogni.

Riflessioni conclusive richiederebbero certezze e altre verificabilità dei parametri commentati, invece giunti sino a questo grado di analisi, i quesiti si alimentano per effetto dello sviluppo costante del fenomeno.

È indubbiamente certo solo che non esiste una relazione positiva tra il successo della piattaforma Kickstarter e del *crowdfunding*, e il successo dell'idea.

Se si volesse fare una riflessione sul nostro Paese, se si riuscisse a far capire alla folla italiana quanto il fenomeno si stia diffondendo nel mondo e le opportunità che può creare, si darebbe uno stimolo in più per adottare questo modello e provare ancora una volta che in Italia "ci si arriva sempre dopo", ma credendoci e investendo in esso si potranno avere grossi successi.

Per di più in un momento come quello che stiamo vivendo, potrebbe essere uno strumento ulteriore per incentivare la ripresa economica italiana e incentivare le start-up e le PMI a crescere e svilupparsi. Queste imprese sono la linfa vitale dell'economia italiana.

Assicurare un semplice e spedito accesso a questa forma di finanziamento non potrebbe che svoltare il destino di tanti giovani italiani.

A termine del mio lavoro, un celebre pensiero di Steve Jobs: *“ Sono convinto che circa la metà di quello che separa gli imprenditori di successo da quelli che non hanno successo, sia la pura perseveranza.”*

## *Conclusioni*

Il presente lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di una compiuta comprensione e conoscenza del fenomeno del *crowdfunding*.

Nel primo capitolo, dunque, si è indagato sulle origini storico-sociali del fenomeno, al fine di evidenziare le caratteristiche di questa forma di “finanziamento della folla”, con la consapevolezza, tuttavia, che la rapida ascesa e diffusione del fenomeno non consente di cristallizzare un quadro descrittivo durevole nel tempo, essendo le circostanze fattuali e il mercato in continua evoluzione. Si è cercato, ad ogni modo, di cogliere i tratti essenziali del *crowdfunding*, descrivendone le diverse tipologie, mettendo in luce le positive potenzialità per l'odierna imprenditoria, e infine, denunciandone i profili di criticità.

Si è poi analizzata la crescita del fenomeno su scala mondiale, europea ed italiana. La crescente popolarità del fenomeno, infatti, ha determinato il moltiplicarsi non solo di iniziative imprenditoriali, ma anche di piattaforme web dedicate, soprattutto presso il Nord America e l'Europa. Ciò, quindi, ci porta a escludere che *il crowdfunding* rappresenti un fenomeno meramente temporaneo, al contrario legittimandosi progressivamente quale strumento alternativo di finanziamento.

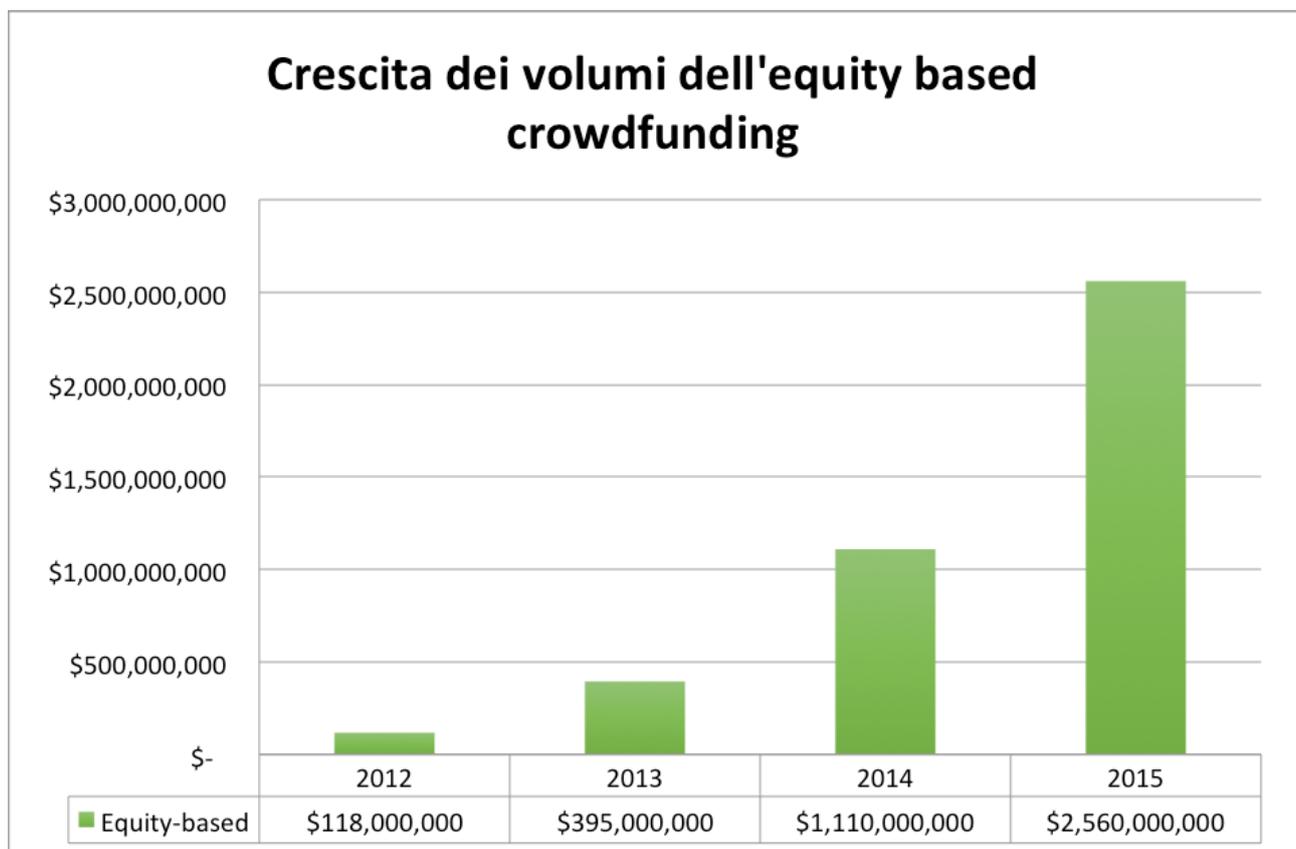
Tra i diversi modelli di *crowdfunding*, si è voluto approfondire quello senza dubbio maggiormente problematico rappresentato dall'*equity based crowdfunding*. Si è così dimostrato come siffatto modello, caratterizzato dalla peculiarità che il finanziamento avviene attraverso l'acquisto da parte dell'investitore di azioni societarie, è dotato di enormi potenzialità di sviluppo ulteriore. In specie, il terreno elettivo per il modello in commento è quello delle piccole e medie imprese o delle start-up in fase di avvio, soggetti per i quali l'accesso ai tradizionali circuiti di credito potrebbe rivelarsi particolarmente difficoltoso in specie per l'intrinseca aleatorietà della propria riuscita.

La trattazione del mio lavoro prosegue con la verifica del grado di maturità del mercato del *Crowdfunding* in Italia. La disamina del quadro normativo offerto dal nostro ordinamento giuridico ha evidenziato profili di rilevante criticità, specie per la scelta legislativa di rinunciare ad una regolamentazione del fenomeno in generale, prediligendo una disciplina settoriale sia dal punto di vista oggettivo (limitata al solo modello dell'*equity based*) che soggettivo (circo scrivendo l'ingresso solo a start-up innovative e, più recentemente, a PMI innovative). La rigidità normativa è probabilmente dovuta alla ricerca di un possibile equilibrio tra due mondi in completa antitesi: da un lato, vi è la potenza collaborativa e comunicativa del web, il quale si caratterizza per la propria autoregolamentazione, e dall'altro lato, il settore finanziario, invece dominato da precise logiche remunerative e non sempre connotato da alti livelli di trasparenza.

Emerge, dunque, anche da un confronto con la disciplina statunitense e con l'approccio regolatorio ancora *in fieri* dell'Unione Europea, una forte tendenza cautelativa che si traduce in una serie di limiti imposti ai soggetti che propongono una campagna di crowdfunding *equity-based*.

Il quarto capitolo, infine, offre un'analisi empirica del fenomeno, attraverso la disamina della più celebre piattaforma di investimento presente su scala mondiale, Kickstarter, e di recente accessibile anche per la progettualità di fattura italiana.

In considerazione di quanto sviluppato nel corso del mio lavoro, è possibile sostenere che il *crowdfunding* è un'ottimo strumento di finanziamento destinato a crescere senza dubbio, specie per il modello di *equity based* che i dati elaborati da Massolution nel 2015, segnano aver subito una crescita pari al 126% nel corso dell'anno 2014-2015.



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

Volgendo uno sguardo al futuro, può ritenersi che, se il fondamento alla base delle iniziative di *crowdfunding* sia l'esistenza di un doppio legame fiduciario tra la folla finanziatrice e l'impresa ricevente e tra quest'ultima e la piattaforma on line che ne ospita il progetto, è verosimile il registrarsi di una maggiore preferenza per quelle piattaforme con una buona percentuale di successo delle

iniziative ospitate. Pertanto, la ricerca di un proprio ambito operativo, porterà le piattaforme esistenti ad una progressiva specializzazione, così ricercando un *target* di riferimento proprio.

In definitiva, in un'epoca segnata dalla precarietà, dalla difficoltà di decollo per l'imprenditoria, specie quella giovanile, mi piace pensare che il fenomeno del *crowdfunding* possa restituire una speranza di crescita e segnare una nuova fase di cambiamento. In un momento storico-economico come quello odierno, in cui è sovente paventato il rischio di mercati economici a "più velocità", il finanziamento della folla segna una decisiva democraticizzazione dell'ingresso in campo economico. Alla dilagante corruzione e perdita di valori della società, il *crowdfunding* sembra contrapporre una logica diversa, di tipo meritocratico, in cui il successo è legato alla bravura, a quella di cogliere la sensibilità della folla, di rendere la propria idea convincente e desiderabile.

## ***Bibliografia e Sitografia***

- Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding
- Alvisi P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 2014, v.10;
- Anderson C., The long Tail, Wired Magazine, 12 October 2006
- Arbitrani F., Melandri V., *Crowdfunding donation in Italia: la cultura del dono in rete*, Cooperative ed enti no profit, 2015, f.4, v.15, pp.42-46;
- Arlotta C., Boccia A., Incentivi per favorire la quotazione delle PMI sui mercati internazionali e in Italia, 2013
- Belleamme P., Lambert T., Schwienbacher A., *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, 2013;
- Calvari Claudio, Esposito Roberto, *Crowdfunding World 2013: report, analisi e trend*, DeRev, Napoli, 2013
- Castrataro D., Wright T., Bahr I., Frinolli C., “*Crowdfuture – The future of Crowdfunding*”, 2013
- Comunicazione della Commissione UE “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*” del 27 marzo 2014, COM(2014) 172 final, consultabile su <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>;
- Consob e dal Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili, *L’equity crowdfunding*, analisi sintetica della normativa e aspetti operativi, Position Papers da “Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa”, 2016, disponibile all’indirizzo <http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>
- Consob, *Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una start-up innovativa tramite portali on line*, disponibile all’indirizzo [www.consob.it/documenti/crowdfunding/equity\\_crowdfunding\\_v3.pdf](http://www.consob.it/documenti/crowdfunding/equity_crowdfunding_v3.pdf);
- Crowdfuture, The future of crowdfunding* in [www.slideshare.net](http://www.slideshare.net);
- Baeck P., Collins L., *Working the crowd: A short guide to crowdfunding and how it can work for you*, NESTA, 2013;
- Borello B., De Crescenzo V., Pichler F., *Le piattaforme di financial return crowdfunding all’Unione Europea*, Bancaria, 2014, f.12, v.20, pp.77-90;

- Bradford C.S., *Crowdfunding and the federal securities law*, in *Columbia Law Review*, 2012, 1, p.10 ss;
- Cambridge Centre for Alternative Finance, curatore del report “Pushing boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry
- Crasta M., *Crowdsourcing e crowdfunding: idee, collettività e risorse*, *Economia della cultura*, 2015, f.3-4, v.25, pp.487-493;
- De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Maron D., *A framework for european crowdfunding*, 2012;
- De Crescenzo V., Pichler F., *Uno strumento di finanziamento alternativo: l’equity crowdfunding*, *Banche e banchieri*, 2015, f.3.;
- De Luca N., *Crowdfunding e quote: “dematerializzazione” di s.r.l.? Prime considerazioni sugli artt. 100 ter co.2° bis e co.2° quinquies t.u.f.*, *Nuove leggi civili commentate*, 2016, f.1, v.39, p. 1-9;
- Don Tapscott ed Antony D. Williams nel testo *Wikinomics. How Mass Collaboration Changes Everything*, Rizzoli-Etas, 2007;
- Esposito De Falco S., Volpe T., Cucan N., *Civic crowdfunding e valore del territorio: un’analisi empirica attraverso due piattaforme italiana*, *Economia e diritti del terziario*, 2015, f.1, v.27, pp.185-202;
- Estellés Arolas, E.; González Ladrón-de-Guevara, F., *Towards an integrated crowdsourcing definition*, in *Journal of Information Science*, 2012, Vol. 38, n. 2, pp.189-200;
- European Alternative Finance Benchmarking Report*, 2016, in <http://www.jbs.cam.ac.uk>;
- Gagliardi G., Tonella A., *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, in *Amministrazione e finanza*, 2013, f. 11, v. 28, pp.51-60;
- Gerber E., Hui J., *Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation*, Northwestern University, 2013
- Gerrit, Ahlers K. C., Cumming D., Guenther C., Schweizer D., *Signaling in Equity Crowdfunding*, 2013
- Girino E., *Le regole del crowdfunding*, *Amministrazione e finanza*, 2014, f.1, v.29, pp.75-82;
- Guaccero A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, *Banca Borsa e Titoli di credito*, 2014, f.6, v.77, pp.699-725;
- Guercilena G., *Le potenzialità del crowdfunding*, *Impresa: rivista italiana di management*, 2014, f.3, pp.20-23;

- Hazen T. L., *Crowdfunding or Fraudfunding?*, Social Networks and Securities Laws- Why the Specially Tailored Exemption must be Conditioned on Meaningful Disclosure, in 90 N. C. L. Rev., 1735 (2012)
- Hemer J., “A snapshot on crowdfunding”. Working paper firms and region R2/2011
- Il Crowdfunding in Italia*, Report 2015, Università Cattolica del Sacro Cuore
- Il crowdfunding in un recente rapporto IOSCO*, Rivista delle società. 2016, f.1, v.61;
- Ingram C., Teigland R., (2013). *Crowdfunding among IT Entrepreneurs in Sweden - A Qualitative Study of the Funding Ecosystem and IT Entrepreneurs’ Adoption of Crowdfunding.*
- Iovieno C., *Il portale nell’equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper?*, Diritto dell’informazione e dell’informatica, 2016, f.1, v.32, pp.1-31;
- Laudonio A., *La folla e l’impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, Diritto della banca e del mercato finanziario, 2014, f.3, v.28, pp.357-425;
- Lisi P., Violante E., *Crowdfunding: implicazioni ai fini Iva dei modelli con ritorno non finanziario*, Fisco: approfondimenti, 2016, f.25
- Lisi P., Violante E., *La viralità del crowdfunding: implicazioni ai fini Iva dei modelli con ritorno finanziario*, Fisco: approfondimenti, 2016, f.25;
- Marabini F., *Analisi dei possibili profili anticoncorrenziali della normativa italiana in tema di crowdfunding*, Contratto e impresa, 2016, f.2, v.32, pp.552-594;
- Marabini F., *L’intervento regolatorio in tema di crowdfunding. Per una teoria della regolazione*, Diritto e Processo, 2015, pp.5-52;
- Mariani G., “*Conoscenza e Creazione di Valore: il ruolo del business plan*”, Franco Angeli, 2012
- Miglietta Angelo, Parisi Emanuele, Pessione Matteo, Servato Flavio, *Gli strumenti finanziari a supporto delle start-up innovative: le opportunità offerte dal CrowdFunding*, XXV Convegno annuale di Sinergie -L’innovazione per la competitività delle imprese, Ancona, 2013
- Osservatorio CrowdFunding del Politecnico di Milano - 1° Report italiano sul CrowdInvesting, Giugno 2016
- Ottolia A., *L’equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitali di rischio per start-up innovative e responsabilità*, Diritto della banca e del mercato finanziario, 2014, f.1, v.28, pp.43-65;
- Pais I., Peretti P., Spinelli C., *Crowdfunding : la via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014;
- Passador M., *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza e appropriatezza e profili di applicabilità all’aumento di capitale*, Banca impresa e società, 2015, f.2, v.34, pp.287-332;

Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia: una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli, 2013, pp.7-8;

Querci F., *Il crowdfunding e l'innovazione nel finanziamento delle aziende*, Bancaria, 2014, f.10, v.70, pp.26-40;

Ricci S., Colombo M., *Il documento d'impatto per le start up a vocazione sociale e crowdfunding*, Finanziamenti e credito, 2015, f.3, v.17, pp.24-29;

Tafuro A., Dammacco G., *Il civic crowdfunding: potenzialità e limiti per la sua diffusione in Italia*, Azienda Pubblica, 2015, f.1, v.28, p.63 e ss.;

Troisi A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, Contratto e impresa, 2014, f.2, v.30, pp.519-534;

Vitali M., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, Rivista delle società. 2014, f.2-3, v.59, pp.371-402.

[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

[www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)

[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it)

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com>

[www.crunchbase.com](http://www.crunchbase.com)

[www.kickstarter.com](http://www.kickstarter.com)

<https://crowdfunding.haas.berkeley.edu>

<https://books.google.it>

<https://it.wikibooks.org>

<https://mamacrowd.com>

<http://italiancrowdfunding.it>

[www.slideshare.net](http://www.slideshare.net)

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

<https://crowdpills.wordpress.com/>

<http://crowdexpert.com/>

<http://www.mef.gov.it>

<http://www.dirittobancario.it>

<https://www.indiegogo.com>

<http://www.crowdfundingbuzz.it>

[www.crowdsourcing.org](http://www.crowdsourcing.org)

<http://reports.crowdsourcing.org/>

<http://www.startupbusiness.it>

[www.startupitalia.eu](http://www.startupitalia.eu)

<https://crowdpills.wordpress.com>

<https://youcrowd.wordpress.com>

<http://docplayer.it>

<http://rivistaodc.eu/edizioni/2016/3/>

<https://www.opstart.it>

<http://www.fundraisingschool.it>

<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com>

<http://www.gazzettaufficiale.it>

<http://www.consob.it>

## ***Riassunto***

Il *crowdfunding* è una pratica diffusa nell'odierna economia. Si tratta di raccolta fondi digitalizzata, grazie al supporto del web. In altri termini, il crowdfunding è un finanziamento collettivo, uno strumento attraverso cui più soggetti (crowd, la folla) collaborano per la realizzazione di un progetto imprenditoriale altrui, decidendo di supportarlo con uno sforzo economico minimo (funding).

Il fenomeno mutua inevitabilmente i propri caratteri da quello affine del crowdsourcing (letteralmente approvvigionamento dalla folla), ossia un modello di business in cui un'azienda richiede sostegno per lo sviluppo di un dato progetto o prodotto ad un insieme di soggetti non organizzati in team. Principio comune ad entrambi i fenomeni è quello della saggezza della folla, secondo cui questa è capace di assumere decisioni o offrire risposte adeguate rispetto a quanto non sarebbero capaci di fare i singoli soggetti. Tuttavia, mentre nel crowdfunding la folla è intesa come fonte di finanziamento, nel crowdsourcing è foriera unicamente di suggerimenti commerciali.

Elemento identificativo del crowdfunding è l'uso della tecnologia Internet, strumento di dialogo tra imprese e la folla. In particolare, grazie all'avvento dei social networks è accresciuta la capacità di aggregazione di soggetti, necessaria per la promozione di un certo progetto, oltre che la facilità con cui le imprese, specie quelle in via di sviluppo, possono ottenere finanziamenti altrimenti difficilmente reperibili negli ordinari sistemi del credito.

Il fenomeno del crowdfunding si è sviluppato nel decennio tra il 1990 e il 2000 per effetto del crescente numero di piattaforme on line emergente, della sdematerializzazione dei pagamenti e l'elaborazione di complessi algoritmi che consentano di monitorare il successo di un progetto in termini sia di apprezzamento sociale che monetario. Sul finire del XX secolo nascono le prime grandi piattaforme ancora oggi più popolari, Indiegogo e Kickstarter. L'evoluzione del crowdfunding è ancora in atto, moltiplicandosi le attenzioni da parte del legislatore europeo in vista di una regolamentazione del fenomeno, al fine di delineare un quadro normativo comune tra gli Stati membri.

Il crowdfunding si è articolato, nel suo sviluppo, in tipologie differenti, classificabili secondo vari criteri. In base alla natura dello scambio tra il finanziatore e colui che propone il progetto è possibile distinguere tra *non financial* e *financial* crowdfunding.

Nel primo gruppo possono ricondursi le ipotesi di *donation based crowdfunding* (caratterizzata per la gratuita del finanziamento elargito) e *reward based crowdfunding* (in cui è previsto un compenso

di varia natura per il finanziatore, ad esempio una copia omaggio del libro di cui ha sostenuto la realizzazione attraverso il proprio contributo economico). Tra le ipotesi di *financial crowdfunding*, invece, rientrano il *lending based crowdfunding* (cioè forma di finanziamento mediante sottostrizione di titoli di credito emessi dall'impresa finanziata a nome del finanziatore, assicurando a questo un ritorno economico) e *l'equity based crowdfunding* (in cui il finanziatore acquista una quota di capitale dell'impresa finanziata). Altro criterio discretivo è quello fondato sul binomio obiettivo della raccolta-ricompensa delle offerte, dal cui combinarsi emergono quattro classi di crowdfunding: business, mecenatismo, cooperazione e donazione. Infine, si distingue in base alla modalità di trattazione dei fondi raccolti tra piattaforme ispirate alla regola "all or nothing" (in cui il progetto viene finanziato solo alla presenza di un importo minimo raccolto) o quelle ispirate alla regola "take it all" (in cui il progetto viene finanziato a prescindere di quanto raccolto).

Peraltro deve darsi atto di una nuova declinazione del civic crowdfunding, via d'uscita all'incapace budget delle amministrazioni locali. Infatti, attraverso questa forma del fenomeno si provvede al finanziamento dal basso di campagne di utilità sociale a favore della comunità o sostenendo iniziative che riguardano l'ambiente, i beni pubblici, gli spazi urbani, i servizi al cittadino.

L'analisi dell'ultimo rapporto 2015 dell'*equipe* di ricerca Massolution conferma questa esponenziale crescita del crowdfunding sia a livello mondiale che europeo. A dicembre 2014 si contano all'attivo circa 1.250 piattaforme di crowdfunding per un volume pari a 16,2 miliardi di dollari, con un incremento del 167% rispetto all'anno precedente. Nel nostro Paese, il fenomeno del crowdfunding nasce nel 2005 con la prima piattaforma reward-based "Distribuzioni dal basso" e con le prime piattaforme di social lending tra il 2008 e il 2009, sebbene solo a partire dal 2011 vi sia un effettivo e decisivo avvio. Nel 2015, secondo una ricerca realizzata dall'Università Cattolica del Sacro Cuore in collaborazione con Tim e Starteed, sono presenti nel nostro territorio 82 piattaforme, di cui 69 avviate e solo 13 nella fase di lancio.

La più recente frontiera del crowdfunding è rappresentata dal modello dell'*equity-based crowdfunding*, una delle forme di *sharing economy* di maggior interesse per le sue ripercussioni economiche e giuridiche. Si tratta di una modalità di finanziamento di società non quotate in cui la formazione di capitale si realizza tramite l'acquisto di azioni o quote societarie da parte di una massa indistinta di soggetti. Il finanziatore, pertanto, acquista, a fronte della propria elargizione di denaro, diritti amministrativi e patrimoniali derivanti dalla partecipazione al capitale sociale della società. Nonostante *l'equity-based crowdfunding* presenti le caratteristiche tipiche del crowdfunding (pluralità indifferenziata di investitori e utilizzo di una piattaforma web), se ne discosta essenzialmente per il fine: a fronte del finanziamento di un progetto, l'impresa attribuisce

una partecipazione al capitale societario e, quindi, l'investitore diviene socio della stessa. Indubbio come campo elettivo per il modello in esame sia quello delle start-up o piccole e medie imprese in fase di avvio o di intrapresa di un nuovo ramo o settore. Nei confronti di tali soggetti economici, infatti, il sistema tradizionale di finanziamento può rivelarsi ostico, essendo ad esse precluso l'accesso al prestito bancario vista la mancanza di garanzie legate all'intrinseco rischio dell'impresa. L'*equity-based crowdfunding* diventa allora un possibile strumento risolutivo all'odierna crisi economica, ripristinando altresì quei valori di meritocrazia molto spesso perduti nella società. Infatti, chi ha l'idea più convincente in grado di accattivare la "folla degli investitori" vince. Ed ancora, il successo del progetto può rappresentare una valida credenziale per l'affidamento di credito bancario altrimenti difficilmente concesso.

L'*equity crowdfunding*, per vero, presenta similitudini ma anche diversità rispetto ad altre forme di investimento private non istituzionali quali il *Business Angel* e *Venture capital*. Il primo si identifica nel ruolo di un soggetto, ex imprenditore o managers in attività o in pensione, che in possesso di mezzi finanziari e della propria esperienza (conoscenze, capacità gestionali maturate) contribuiscono alla riuscita economica di un'azienda, al fine di acquisirne una partecipazione societaria. Il secondo modello, invece, consiste nel finanziamento da parte di un investitore in un'attività appartenente ad un settore ad elevato potenziale di sviluppo. Ciò che accomuna le tre figure (*equity based, business angel, venture capital*) è la volontà di ottenere il capitale da una vendita futura della partecipazione acquisita a fronte del proprio investimento, senza alcun interesse a mantenerne il controllo. Tuttavia, a differenza che nell'*equity based*, le altre due forme di investimento privato, da un lato, vedono un apporto sostanziale e tecnico dell'investitore nella gestione dell'azienda, dall'altro lato, si realizzano mediante contratti tutt'altro che generalizzati e frutto di personali trattative con l'impresa.

I benefici che l'impresa trae dal ricorso al modello dell'*equity crowdfunding* sono molteplici. Tale fenomeno consente all'impresa di tessere un dialogo con la propria clientela, e per mezzo di quest'ultima, di ottenere una divulgazione ampia all'interno della comunità virtuale. Inoltre, proprio l'utilizzo della tecnologia internet, consente di abbattere ogni distanza geografica, contribuendo così ad espandere su scala globale l'area dei *supporters* al progetto. Quanto ai rischi e costi per l'impresa, è chiaro che il promotore debba valutare il progetto che intende proporre alla folla e verificare quali siano i punti deboli stando alle esperienze internazionali, considerando anche che spesso gli investimenti della folla vengono guidati da scelte emozionali e non economiche, sicché una buona raccolta può non essere indice di un buon prodotto e viceversa. Altro rischio da non sottovalutare è l'impatto che l'esito della raccolta possa avere per la propria immagine imprenditoriale, sicuramente positivo in caso di buon esito del progetto ma potrebbe anche

verificarsi il contrario. Non si può sottovalutare il pericolo poi di plagio o furto dell'idea imprenditoriale, posto che questa viene sottoposta al pubblico prima ancora della sua concreta realizzazione.

Dal punto di vista degli investitori, sicuramente il rischio maggiore a cui questi si espongono è la perdita del capitale dovuta al fallimento dell'impresa. A ciò si aggiunge la mancanza di dividendi, posto che, specie in caso di start-up innovative neofite, è possibile che l'azienda non produca utili nei primi anni di vita. Il rischio dell'investimento viene poi incrementato dall'illiquidità del titolo di partecipazione all'impresa finanziata, stante l'assenza di un mercato in cui negoziarli e l'impossibilità di apprezzarne il valore effettivo. Ciò nonostante, l'*equity-based* consente, in positivo, ai finanziatori l'opportunità di investire in attività capaci di generare flussi monetari ingenti e quindi ottenere un ritorno finanziario consistente. Accanto al ritorno economico, gli investitori possono percepire anche un "*ritorno morale*". Quest'ultimo, dalle varie sembianze (ad esempio, l'aver associato il proprio nome a persone di elevato standing etico), è spesso un grande incentivo nella scelta di investimento. Ruolo cruciale, infatti, ricopre la sensazione di sentirsi parte di una comunità, oltre che la naturale propensione al nuovo, stimolata dal desiderio di nuovi strumenti di interazione con le aziende e gli altri consumatori.

Il modello dell'*equity-based*, per quel che concerne il profilo giuridico, è l'unico modello di *crowdfunding* ad aver ricevuto una compiuta disciplina nel nostro ordinamento giuridico, seppur solo di recente.

Il legislatore italiano, difatti, con il cd. "decreto Crescita 2.0" ha introdotto una disciplina dell'istituto, nel tentativo di ripresa all'imprenditoria italiana affinché questi strumenti siano di rimedio all'imperante crisi economica. Obiettivo perseguito dal citato decreto (D.L. n.179/2012, convertito in legge 17 dicembre 2012 n. 221) è quello di introdurre misure urgenti per la crescita del Paese, capaci di favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, l'occupazione, l'imprenditoria. Nonostante, i nobili fini cui l'*equity crowdfunding* nelle intenzioni legislative debba mirare, la scelta normativa di limitare solo a questo modello di finanziamento la compiuta disciplina ha suscitato non poche perplessità, manifestate anche dalla Commissione Europea. Ciò ha indotto il legislatore italiano ad una repentina revisione normativa, attuata con legge 25 marzo 2015 n. 33, di conversione del d.l. 24 gennaio 2015 n. 3, noto come "Decreto Crescita 3.0". In verità, l'innovato quadro normativo si limita ad estendere il profilo soggettivo dell'*equity based*, consentendo l'accesso al capitale di rischio mediante i portali on line, oltre alle start-up innovative originariamente previste, anche alla nuova figura giuridica delle Piccole e Medie Imprese Innovative (cd. PMI innovative).

Ad ogni modo, il Decreto Sviluppo-*bis* offre una disciplina alquanto dettagliata, definendo la start-up innovativa e indicandone i requisiti indispensabili affinché un'impresa possa qualificarsi tale.

Il quadro normativo si completa, poi, con il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese start-up innovative tramite portali on line, adottato dalla Consob, da ultimo novellato con delibera n. 19520/2016. Il regolamento in questione si struttura in tre parti: nella prima (artt. 1-3) sono fornite le definizioni dei soggetti coinvolti e degli strumenti finanziari oggetto delle raccolte di capitale; nella seconda (artt. 4-23) sono disciplinati il registro dei portali e il ruolo dei gestori; infine nella terza si rinviene la regolamentazione delle offerte tramite portali (artt. 24-25). Completano poi la disciplina l'Allegato I, contenente le istruzioni per la presentazione della domanda di iscrizione nel registro dei gestori, l'Allegato 2 inerente la relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa, e l'Allegato 3, con i dettagli delle informazioni sulla singola offerta. Di fondamentale importanza la disciplina dettata dal regolamento riguardante i gestori dei portali. In particolare, oltre ad essere individuati con precisione i requisiti necessari affinché il gestore del portale possa iscriversi nell'apposito Registro, e oltre ad aver descritto quest'ultimo e le modalità di iscrizione, il regolamento si sofferma sulle regole di condotta che il gestore di portali deve rispettare. Al gestore sono imposti obblighi di trasparenza, di assistenza informativa, di protezione contrattuale degli investitori. Detti obblighi si presentano molto simili a quelli propri degli intermediari finanziari. Ed ancora sono posti obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza e di prevenzione di possibili conflitti di interesse, imponendosi al gestore il dovere di assicurare parità di trattamento ai destinatari delle offerte che si trovano in identiche condizioni. In senso critico, si è constatata la difficoltà dell'interprete nel perimetrare i confini di tali doveri. Si osserva così l'incoerenza tra il dovere di garantire parità di trattamento ai destinatari delle offerte e il ruolo del gestore del portale del tutto estraneo alle stesse.

Accanto a questi obblighi informativi, sono previsti obblighi di gestione degli ordini di adesione degli investitori, dovendo il gestore adottare ogni misura idonea a consentire che tali ordini siano evasi in modo rapido, corretto ed efficiente. Sulla correttezza comportamentale e informativa del gestore e sul corretto assolvimento degli obblighi in capo allo stesso gravanti vigila la Consob, cui il gestore è tenuto a trasmettere periodicamente una serie di dati e notizie normativamente previsti, oltre che una relazione annuale sulle attività svolte e sull'operatività del portale. A tale ruolo di vigilanza, segue l'esercizio da parte della Consob di poteri cautelari e sanzionatori.

Nello scenario europeo, è assente una regolamentazione giuridica uniforme, con consequenziale operatività della disciplina propria di ciascun Stato. Ciò nonostante molteplici le attenzioni rivolte al fenomeno e soprattutto alle potenzialità del suo sviluppo. Un ruolo importante è svolto, in questa

prospettiva, dall'European Crowdfunding Network (ECN), un'associazione di professionisti che promuove il crowdfunding a livello comunitario. A siffatta organizzazione si deve la pubblicazione del primo lavoro di ricerca in materia a livello europeo, il *Framework fo European Crowdfunding*. Oggi l'ECN presta la propria collaborazione alla Commissione Europea, rassegnando periodicamente i risultati della propria attività. Sempre nella prospettiva di una disciplina armonizzata a livello europeo si ascrive la direttiva *Alternative Investment Fund Managers* (AIFMD), 2011/61/UE, entrata in vigore il 21 luglio 2011, recepita nel nostro ordinamento mediante le modifiche al TUF apportate dal d.lgs. del 4 marzo 2014, n. 44, cui si sono accompagnati una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle finanze, della Banca d'Italia e della Consob. La direttiva in esame disciplina l'attività dei gestori dei cd. "fondi di investimento alternativi" (FIA) al fine di creare un mercato interno per tale categoria di soggetti. Obiettivo primario della direttiva, infatti, è stabilire disposizioni comuni agli Stati membri sul regime di autorizzazione e vigilanza dei gestori FIA e di istituire un passaporto europeo da rilasciare ai fondi che rispettano i regolamenti vigenti in modo che possano operare in tutti i mercati nazionali dell'Unione Europea. Ancor più recentemente, la Commissione Europea ha istituito nel 2014 un forum di esperti, *European Crowdfunding Stakeholder Forum*, composto da rappresentanti di rilievo di associazioni di settore e istituzioni nazionali finalizzato a sensibilizzare l'opinione pubblica, promuovere la trasparenza ed individuare le *best practice* affinché il *crowdfunding* possa affermarsi stabilmente.

Oltreoceano, infine, gli Stati Uniti rappresentano al momento l'unico Paese, oltre l'Italia, a prevedere una disciplina positiva del *crowdfunding*. Il legislatore americano, similmente a quello italiano, ha dettato una regolamentazione articolata in un duplice piano normativo. A livello federale, nel 2012 è stato approvato da Barack Obama il *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, con cui, in un quadro di intensificazione e rafforzamento del mercato economico, vengono disciplinate quelle piattaforme web attraverso cui procedere alla raccolta di capitale, introducendosi altresì deroghe alla disciplina ordinaria applicabile in materia di offerta al pubblico di strumenti finanziari. A livello secondario, si è rimesso alla *Securities and Exchange Commission (SEC)*, autorità di controllo del settore equivalente all'italiana Consob la regolamentazione di profili esecutivi. Sebbene la disciplina statunitense, al pari di quella italiana si caratterizza per aver elaborato un regime speciale applicabile alle operazioni di *equity crowdfunding*, si differenzia notevolmente da quella operante nel nostro ordinamento. Innanzitutto, il legislatore americano ha deciso di regolare l'*equity crowdfunding* come fenomeno generale senza alcuna limitazione quanto ai soggetti che possano accedervi, ed inoltre, garantisce in modo libero l'accesso questo tipo di finanziamento è del tutto libero, non essendo necessario il soddisfacimento di alcun tipo di requisito

a tal fine, con la mera esclusione degli intermediari finanziari e delle società quotate su mercati regolamentati.

L'importanza del *crowdfunding* trova conferma nell'analisi empirica da me condotta di una delle principali piattaforme on line, Kickstarter. Ho così tentato di comprendere, tra milioni di iniziative promosse da questa piattaforma, quali abbiano avuto il meritato successo, e al tempo stesso, individuare le ragioni del fallimento di quei progetti non decollati.

Kickstarter opera in settori di *business* alquanto variegati, da quello cinematografico all'editoria, ed ancora dall'arte alla produzione di innovative stampanti 3D. Tramite di essa, tuttavia, la “folla” non realizza un “investimento”, limitandosi piuttosto a “supportare” un certo progetto in cambio di ricompense materiali o di tipo esperienziale, come la prima copia autografata del libro finanziato. Kickstarter ha costruito la sua fama mondiale grazie all'utilizzo di una grafica semplice che ne consente un facile accesso, alla politica di trasparenza e sicurezza, nonché l'elevato numero di patrocinatori (anche soggetti pubblici) che nutrono un effetto rassicuratore della massa.

Tornando all'oggetto della mia analisi, ho focalizzato il mio esame su quattro settori specifici (*Hardware, open software, product design, technology*), procedendo all'elaborazione, mediante tabelle *pivot*, del *database* dell'Università di Berkeley comprensivo di tutte le campagne di *crowdfunding* pubblicate sulla piattaforma Kickstarter dal 2011 fino a marzo 2014. I risultati della mia osservazione inducono ad affermare che non tutte le campagne di *crowdfunding* riescono ad avere successo, ma solo il 38,06% del campione da me analizzato. La nostra analisi, dunque, si pone in linea con quanto registrano dati statistici che attestano la probabilità di riuscita della campagna tra il 35 e il 40%.

Si può notare come il 19,1% dei progetti proposti è *hardware*, il 7,7% *open software*, il 52,74% appartiene alla categoria del *product design*, e il 20,4% al settore *technology*. Sul totale delle campagne, l'11,94% è andato incontro alla cancellazione, il 49,25% al fallimento, il 38,06 % al successo e lo 0,75% alla sospensione. La categoria *product design* è quella che, nonostante abbia ricevuto maggiori finanziamenti, tuttavia è risultata più fallace, a differenza dell'*hardware* che è quello che proporzionalmente ha una percentuale di campagne di successo.

La maggior parte dei progetti finanziati dalla folla si registra negli Stati Uniti d'America, seguiti da Regno Unito, mentre il nostro Paese si colloca solo al tredicesimo posto. Dall'analisi del *database* notiamo che lo 0,5% dei progetti finanziati su Kickstarter proviene dall'Africa, l'1,5% dall'Asia, il 7,46% dall'Europa, l'89,8% dal Nord America, lo 0,5% dall'Oceania, e infine, lo 0,25% dal Sud America. L'analisi sui dati da me svolta conferma in parte i trend già rilevati da Massolution.

Ho poi verificato l'incidenza, sull'esito del progetto, dei giorni previsti per la raccolta, dovendo notarsi come i lassi temporali più utilizzati sono quelli che oscillano dai 30 ai 60 giorni. Dall'analisi si evince che una campagna più breve ha una maggior percentuale di successo, infatti il 42,4% di queste sono state finanziate in 30 gg. In realtà le campagne di crowdfunding funzionano un po' come le "aste di Ebay", poiché c'è da tener presente un meccanismo: se il periodo della raccolta è breve gli investitori sono più invogliati a versare subito la somma. Tutto ciò fa innescare un secondo meccanismo: la cifra raccolta è visibile da tutti gli utenti, più questa sale velocemente, più invoglia altri backers ad aggiungersi al progetto.

Inoltre, grazie ai dati in possesso si è potuto osservare che i progetti che hanno raggiunto il goal superano di uno scarto minimo la quota di finanziamento (fino a 10 mila dollari), mentre i progetti che sono andati incontro al fallimento registrano una differenza ben più ingente (tra i 10 e i 50 mila dollari).

Tra i progetti analizzati vi sono campagne con un numero di finanziatori pari a 0 e progetti che hanno avuto oltre 26.000 *backers*. Solo 20 tra i progetti presi in considerazione hanno superato i 1000 backers. Dato ancora più importante da notare è che quasi tutti i progetti che superano i 300 investitori hanno riscosso successo. Per quanto attiene alle quote di investimento richieste ai singoli investitori, l'accesso nella maggior parte dei casi analizzati è consentito ad una cifra base di 50 e 100 dollari, inferiori di numero sono invece i progetti che richiedono una quota più alta o più bassa di tale soglia. Il fatto che si tende a stabilire una soglia di accesso non troppo alta consente potenzialmente l'accesso a una folla più consistente di investitori.

Da ultimo, al fine di individuare i punti di forza e debolezza di un dato progetto, ruolo fondamentale è rivestito dallo strumento di pianificazione strategica di un progetto, o cd. *S.W.O.T. analysis*. Si registra così tra i punti di forza del progetto, ad esempio, mercato in rapida evoluzione confermato dai trend positivi di crescita, sfruttamento dei social network per lo sviluppo dei progetti e della loro promozione sul mercato, copertura dei vari segmenti di mercati e indipendenza dagli investitori. Diversamente, problematiche legali per la tutela dei promotori e dei backers, o vincoli di accesso troppo restrittivi imposti dalle piattaforme, o royalty da corrispondere per il servizio di mediazione rappresentano indiscussi dubbi di debolezza.

