



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea

in Sviluppo
economico e
dell'impresa.

Ordinamento ex
D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

Il Crowdfunding: una nuova frontiera nel mondo della finanza.

**Analisi del fenomeno e del mercato italiano. Il Crowdfunding per la PMI innovativa locale: un progetto
di riqualificazione energetica immobiliare tramite raccolta di Equity Crowdfunding.**

Relatore

Prof. Lorian Pelizzon

Correlatore

Prof. Diana Barro

Correlatore esterno

Prof. Paolo Carlucci

Laureando

Elisa Cibien

Matricola

828706

Anno Accademico

2015 / 2016

Abstract.

“Nella lunga storia del genere umano (e anche del genere animale) hanno prevalso coloro che hanno imparato a collaborare ed a improvvisare con più efficacia.”

CHARLES ROBERT DARWIN, On the Origin of Species, 1859.

Svolgere un lavoro insieme, questo è il significato del verbo collaborare che insieme alla parola collega, (etimologicamente: compagno in alcun ufficio), una parola comune, utilizzata quotidianamente e rimasta pressoché immutata attraverso i millenni, formano l’embrione dal quale si è sviluppata la riflessione che ha condotto alla scelta del tema di questa trattazione.

In questo elaborato verrà analizzato il contesto in cui il fenomeno del Crowdfunding è nato e si è evoluto, con particolare riferimento agli eventi e alle innovazioni storiche, culturali ed economico-finanziarie che hanno influenzato la sua definizione e le sue caratteristiche principali: nello specifico, il *Web 2.0*, la *Alternative Online Finance* (o *online alternative finance*) e la *Sharing Economy*. Verranno descritti i vari modelli di Crowdfunding declinati in base allo scopo e al funzionamento della raccolta fondi nel finanziario specifici progetti. Una particolare attenzione verrà dedicata al modello detto Equity Crowdfunding, soprattutto dal punto di vista della legislazione, della quale l’Italia è stata il paese precursore in Europa. Si cercherà di offrire anche un quadro del panorama italiano di sviluppo delle piattaforme che si occupano di promuovere l’utilizzo di questo strumento.

In conclusione verrà riportata la presentazione di un progetto pilota proposto da una PMI locale: si tratta di un progetto di raccolta fondi di tipo equity attraverso lo strumento del Crowdfunding destinata alla riqualificazione energetica di immobili residenziali in disuso.

Indice.

Introduzione.	p.7
Capitolo I.	
Nuovi orizzonti finanziari: Internet e lo sviluppo dei modelli di finanza alternativa.	p.11
1.1 La <i>New Economy</i> nell'era digitale e la Bolla <i>Dot-com</i> .	p.11
1.2 L'evoluzione di Internet: il <i>Web 2.0</i> e la <i>Common-based peer production</i> .	p.15
1.3 L'affermazione della finanza alternativa online. I principali modelli nello scenario Europeo.	p.22
1.4 Il panorama italiano nel settore dell'online alternative finance.	p.32
Capitolo II.	
Il Crowdfunding: lo sviluppo, la definizione, i modelli.	p.36
2.1. La nascita dei <i>social network</i> e lo sviluppo della <i>Sharing Economy</i> .	p.36
2.2 Il Crowdfunding. La definizione.	p.43
2.3 Il Crowdfunding. I modelli.	p.46
2.3.1 Il modello <i>Donation-based</i> .	p.47
2.3.2 Il modello <i>Reward-based</i> .	p.50
2.3.3 Il modello <i>Lending-based</i> .	p.53
2.3.4 Il modello <i>Equity-based</i> .	p.58
Capitolo III.	
Il panorama legislativo italiano del fenomeno del Crowdfunding.	p.66
3.1 Il primo testo normativo sul Crowdfunding: il " <i>JOBS Act</i> " statunitense.	p.66
3.2 Le fonti normative. Uno sguardo all'Europa.	p.69
3.3 Le fonti normative. Il quadro di norme preesistenti in Italia.	p.75

3.4 La regolamentazione dell'Equity Crowdfunding. La Legge 221/2012.	p.85
3.4.1 <i>Le start up innovative.</i>	p.87
3.4.2 <i>La raccolta attraverso portali online di capitale di rischio a sostegno delle start up innovative.</i>	p.90
3.5 La regolamentazione dell'Equity Crowdfunding. Il Regolamento Consob 18592.	p.94
3.5.1 <i>Disciplina dei requisiti per operare come gestori di piattaforme online.</i>	p.94
3.5.2 <i>Le regole di condotta e gli obblighi informativi del gestore della piattaforma.</i>	p.96
3.5.3 <i>La tutela dei diritti dell'investitore.</i>	p.102

Capitolo IV.

Lo sviluppo del Crowdfunding in Italia. Lo stato dell'arte.	p.106
4.1 I fattori di influenza sullo sviluppo del Crowdfunding. <i>L'E Commerce e il Net Retail.</i>	p.106
4.2 Il Crowdfunding in Italia. I dati raccolti da Starteed.	p.111
4.3 L'analisi del mercato. Il Report " <i>Crowdfunding in Italia</i> ", 2015.	p.119
4.3.1 <i>La storia del Crowdfunding in Italia.</i>	p.121
4.3.2 <i>La forma giuridica adottata dalle piattaforme.</i>	p.121
4.3.3 <i>Il mercato di riferimento.</i>	p.122
4.3.4 <i>I numeri del Crowdfunding in Italia.</i>	p.123
4.3.5 <i>Potenzialità e criticità del mercato italiano del Crowdfunding.</i>	p.128
4.4 L'industria dell'Equity Crowdfunding in Italia. L'analisi condotta dall'Osservatorio sul Crowdfunding del Politecnico di Milano.	p.128

Capitolo V.

Il Crowdfunding per la PMI innovativa locale: un progetto di riqualificazione energetica immobiliare tramite raccolta di Equity Crowdfunding.	p.138
5.1 La scelta dello strumento dell'Equity Crowdfunding.	p.140

5.2 Il mercato delle aste per l'acquisto degli immobili.	p.145
5.3 La riqualificazione energetica.	p.148
5.4 Le agevolazioni fiscali per il risparmio energetico e per le PMI Innovative.	p.153
5.5 Lo stato del mercato immobiliare in Italia.	p.157
5.6 L'ipotesi di pianificazione e l'evoluzione del progetto.	p.162
Riflessioni conclusive.	p.170
Bibliografia.	p.172
Sitografia.	p.180
Ringraziamenti.	p.184

Introduzione.

Il Crowdfunding, o finanziamento collettivo, è una forma di collaborazione che prevede il coinvolgimento di una folla di individui che utilizzano le proprie, personali, risorse finanziarie e monetarie in comune, per sostenere la formazione e lo sviluppo di idee e iniziative di individui privati, associazioni e aziende. Si tratta di una forma di finanziamento innovativa che si è posta come valida alternativa in ordine all'abbattimento delle tradizionali barriere all'ingresso degli investimenti finanziari. Gli sforzi per promuovere questo tipo di collaborazione, sia dal lato dell'offerta, sia da quello della domanda, vengono fatti convergere all'interno del *web*, grazie ad Internet, mossi da motivazioni e interessi personali dei vari soggetti/utenti, così da creare interazioni e processi di *matching* che spingono la crescita e mobilitano le persone e le risorse di un sistema economico.

Il tema ha suscitato negli ultimi cinque anni circa una forte curiosità da parte di chi desidera avviare una propria iniziativa imprenditoriale, affacciandosi agli strumenti disponibili nel mondo della finanza alternativa. Spesso il contatto con queste nuove opportunità avviene in maniera inconsapevole e non "spontanea", in forma di soluzione al problema del reperimento dei finanziamenti, necessari per avviare un nuovo progetto, non facilmente (e sempre meno) accessibili ai richiedenti. Il ricorso ai canali tradizionali resta il primo riferimento per un'eventuale domanda di finanziamento, ma, a fronte di sempre più frequenti responsi negativi, è cresciuta la conoscenza e la consapevolezza riguardo l'esistenza di espedienti alternativi, in maniera più che proporzionale e, grazie al *web*, a costo praticamente nullo.

Quando ho deciso di affrontare questo argomento lo scopo che mi ero prefissata era quello di indagare la formazione e lo sviluppo di questo fenomeno, analizzandone le caratteristiche principali, il funzionamento, le potenzialità, nonché il mercato di riferimento ed il contesto normativo; volevo raggiungere un livello di conoscenza quanto più possibile completo e allo stesso tempo non dispersivo né esageratamente complesso, così da poterla facilmente trasmettere e condividere.

Durante la collaborazione con un'azienda locale, interessata alla realizzazione di un prototipo di progetto di Crowdfunding, ho potuto constatare come risulti ancora

difficile informarsi e formarsi sul Crowdfunding, in parte perché si tratta di una novità nel panorama economico-finanziario (e anche sociale) italiano, in parte perché molta della teoria relativa al fenomeno si basa direttamente sulla casistica pratica, la quale sebbene risulti essere, secondo la mia opinione, fonte di evidenze immediate, spesso non è di altrettanto immediata e facile comprensione, se non per chi ne ha avuto a che fare in prima persona; in altre parole, l'approccio al Crowdfunding, attraverso lo studio dei casi pratici, pare rendere semplicistico e decontestualizzato il suo valore e il suo utilizzo. Inoltre, il riferimento ai casi aziendali non è sufficiente a fornire un complesso di sfaccettature di questa fattispecie: ad oggi infatti vi è la necessità, soprattutto nel nostro Paese, di sponsorizzare e lanciare positivamente lo strumento, pubblicizzando i casi di successo; è difficile trovare esempi di progetti non andati a buon fine e questo, a mio avviso, costituisce un limite allo sviluppo del Crowdfunding, perché se è vero che è bisogna ispirarsi ai migliori per creare innovazione, è vero anche che il miglioramento spesso nasce dalla correzione degli errori precedenti ed è comunque fonte di implementazione del progresso.

Attraverso questo elaborato, viene perseguito l'obiettivo di raccogliere quanto più materiale possibile sull'argomento e di analizzare nel dettaglio di cosa veramente si tratta. Non c'è nulla di inventato tra le riflessioni proposte e l'analisi dei dati riportati; è piuttosto un insieme di fonti differenti, di punti di vista e di analisi del mercato a vari livelli, messi a confronto e integrate tra loro, a formare un quadro complessivo entro il quale ogni caso pratico può spiegarsi e mettere in evidenza particolari più dettagliati, originali e personalizzati.

Il primo capitolo è dedicato ad alcuni eventi storici che hanno contribuito alla formazione del Crowdfunding all'interno della cosiddetta *New Economy*, in particolare l'avvento di Internet e l'inizio di una nuova epoca digitale, che ha impattato sia a livello puramente economico-finanziaria, con l'affermazione delle compagnie *Dot -com* e la successiva crisi delle telecomunicazioni; sia nella dimensione economica, che interseca quella sociale e culturale di ogni individuo, relativamente alla comunicazione, alla partecipazione sociale, all'utilizzo delle risorse, alle abitudini di consumo, in una parola allo scambio. Emergono da questa intersezione forme economiche e modelli finanziari cosiddetti alternativi, che sembrano svilupparsi velocemente affermandosi come risposta alle lacune e ai fallimenti dei sistemi tradizionali.

Nel secondo capitolo, a partire dall'analisi dei modelli di finanza alternativa, viene dedicata attenzione al modello della *Sharing Economy*, quello da cui sembrano derivare i presupposti del Crowdfunding, nonché i valori, fino ad arrivare alla sua "ufficializzazione" e definizione (sebbene non sembri ancora esserci una definizione univocamente accettata in modo diffuso). Una volta definito il fenomeno, in virtù dell'esistenza di casistiche differenziate, ma raggruppabili entro categorie per lo più omogenee, viene proposta la classificazione ad oggi accettata a livello globale dei principali modelli di operatività delle piattaforme, che promuovono progetti attraverso l'utilizzo di questo strumento. Per ogni modello vengono citati alcuni esempi di piattaforme italiane e per ognuna viene fornita una breve descrizione del loro modello di business, sulla base delle informazioni divulgate dalle stesse.

Il terzo capitolo si occupa degli aspetti legislativi che hanno, più o meno formalmente, regolato e inquadrato la fattispecie del finanziamento collettivo. L'Italia in questo senso è stata il primo Paese a realizzare un corpo normativo *ad hoc* per il Crowdfunding, sebbene il percorso non sia stato semplice, ne tanto meno definitivo. Il primo riferimento normativo a livello globale, ispiratore della riforma italiana, è stato il *JOBS Act* statunitense. Altri spunti normativi arrivano anche dai vari stati membri dell'Unione Europea, anche se in nessuno di essi esiste un testo normativo specifico; piuttosto si ha a che fare con l'applicazione estensiva di regolamenti già esistenti e riferiti ad altre fattispecie. In Italia il Crowdfunding, limitatamente al modello Equity-based, è stato introdotto a tutti gli effetti nel nostro ordinamento attraverso la disciplina prevista dalla Legge 221 del 2012 e dal Regolamento Consob 18592.

Il quarto capitolo offre una panoramica della situazione attuale del mercato nazionale. A partire da una breve analisi del fenomeno dell'E-commerce, che ha permesso la diffusione e l'affermazione di processi di scambio, attuati online, anche nei sistemi e mercati finanziari, vengono presentati i dati raccolti riguardo il Crowdfunding in Italia da Starteed, una piattaforma italiana attiva dal 2012, che ha redatto un Report aggiornato al 2016; dall'Università Cattolica del sacro Cuore di Milano, che fornisce nel suo Report una dettagliata analisi dei numeri relativi al fenomeno, aggiornati all'ultimo trimestre del 2015. Le previsioni stimate da questo studio per il 2016, sono importanti ai fini del confronto con i dati effettivi registrati nello stesso anno, sia a conferma dei trend di crescita del fenomeno, sia a conferma delle metodologie utilizzate per redigere le stime sull'andamento prospettico del Crowdfunding in Italia. A questo proposito

un'altra fonte di dati utilizzata è il Report pubblicato dall'Osservatorio sul Crowdfunding del Politecnico di Milano, che raccoglie i dati dichiarati da un campione rappresentativo del panorama del Paese, sottolineando però come esso sia ancora in fase di “rodaggio” e che dunque è necessaria un'analisi puntuale e frequente per poter stimare (e correggere) i risultati di questo mercato.

Nel quinto capitolo vengono presentate la preparazione e lo studio preparatori di una proposta progettuale di Crowdfunding avanzata da una PMI locale, impegnata nel business della riqualificazione in chiave energetica degli immobili. Il progetto, in particolare, prevede il lancio di una campagna di raccolta di Equity Crowdfunding, per l'acquisto di un immobile messo all'asta, destinato all'uso residenziale, la sua ristrutturazione e riqualificazione energetica e la sua vendita diretta. L'analisi condotta per conto dell'azienda indaga le implicazioni della scelta dell'Equity Crowdfunding come fonte di finanziamento; la situazione del mercato delle aste immobiliari in Italia; il *core business* aziendale, ovvero in cosa consistono le attività di riqualificazione energetica; l'impatto degli attuali regimi fiscali in materia; la situazione del mercato immobiliare italiano; e presenta, in conclusione, un'ipotesi di pianificazione e possibile evoluzione del progetto. Quest'ultimo dovrà essere presentato, da un team aziendale specificatamente creato, per un'eventuale pubblicazione, presso le piattaforme indicate che si occupano e sono specializzate in progetti simili, o che si sviluppano in un settore analogo.

Capitolo I. Nuovi orizzonti finanziari: Internet e lo sviluppo dei modelli di finanza alternativa.

1.1 La *New Economy* nell'era digitale e la Bolla *Dot-com*.

Lo sviluppo delle reti di telecomunicazione condusse negli anni '90 alla creazione di una rete sovrana, nuova ed avanzata, dal punto di vista della comunicazione e della connessione. Internet divenne, in brevissimo tempo, popolare a livello massivo, investendo e modificando ogni aspetto dell'accesso all'informazione, e mutando di conseguenza l'approccio delle persone alla società e verso la società. Questo evento tecnologico ha guidato e guida tuttora la trasformazione della società in tutte le sue forme; la tecnologia digitale è stata la pietra miliare dello sviluppo e dell'innovazione dell'ultimo ventennio, diventando parte integrante degli aspetti e delle attività della vita quotidiana.

Lo stesso può dirsi per il panorama economico-finanziario, che è stato interessato, per non dire travolto da queste innovazioni. Le possibilità di creare, instaurare nuove connessioni e interrelazioni, varie e flessibili, di coltivarle e renderle sempre più dinamiche, strette e durature, sono state per gli attori economici e finanziari opportunità notevoli di crescita, di ampliamento e di miglioramento dei loro business e delle loro performance, nonché stimoli per scoprire o rinnovare i loro profili, i loro ruoli, e canali per accedere maggiormente alle innovazioni.

A metà degli anni '90 il precedente paradigma economico diventa *old*, e cambiano le regole fondamentali che lo caratterizzano rispetto a tutti i settori di business; l'affermazione di Internet giustifica i principi di "*increasing returns*", "*plentitude, not scarcity*" e "*supply-side economy*"¹, la sua espansione guida l'impatto della *New Economy* sulla realtà internazionale in termini di globalizzazione.

La globalizzazione a sua volta si presenta sottoforma di integrazione e crescente interdipendenza delle economie mondiali², di innovazione e progresso diffusi e sinergici, e di strumento di auto-sostenimento e crescita del nuovo sistema economico stesso, e anche di quello sociale. Il mercato dell'informazione si apre all'accessibilità

¹ Kevin Kelly, "*New Rules for the New Economy*", Viking Penguin, 1998. Pagg. 23-38; 39-49.

² Gian Carlo Loraschi, "*La parabola della globalizzazione*", Ideazione; rivista di cultura politica; edizione novembre-dicembre 2005: "*Ripensare l'Europa*".
http://www.ideazione.com/rivista/6-05/loraschi_06_05.htm (2005).

diffusa, apparentemente abbattendo le ipotesi di vincolo economico relative all'asimmetria informativa, all'alto costo fisso dell'informazione e al potere contrattuale da essa determinato nelle transazioni; le aziende corrono alla colonizzazione della rete³, condotte dalle aspettative di potenziali elevati profitti e spinte dalla volontà di monopolizzare il proprio settore produttivo.

Nel 1995 la *Netscape Communication Corporation*, società statunitense che sviluppò il primo *web browser* commerciale per Internet, venne quotata in borsa a Wall Street, aprendo definitivamente le porte ad un vero e proprio nuovo ciclo economico, basato sull'affermazione del settore informatico e alla proliferazione di aziende operanti in esso, le cosiddette *Dot-com companies*. Queste società godevano in quel momento di agevolazioni governative notevoli dal punto di vista del costo del capitale, date la novità e i risultati del settore, e potevano contare su un contesto di bassi tassi di interesse e di forte curiosità (*irrational exuberance*)⁴ da parte dei mercati azionario e dei capitali.

Tuttavia all'inizio degli anni 2000 i concetti di sviluppo, crescita e progresso che furono la fonte di un clima di generale positività, di fiducia e di attese più che ottimistiche crollarono di fronte ad una crisi del sistema economico e finanziario globale, generata, primariamente negli Stati Uniti, dallo scoppio di una bolla speculativa legata appunto alle scoperte e all'evoluzione delle tecnologie informatiche e del settore digitale. (*Dot-com bubble*)⁵. I bilanci pubblicati a marzo del 2000 di moltissime compagnie *Dot-com* statunitensi evidenziarono performance scarse e risultati deludenti, fornendo dunque un riscontro alla possibile non profittabilità dell'investimento nelle società del comparto.

Le quotazioni iniziarono immediatamente a calare, in seguito alle ingenti vendite dei titoli da parte di chi intendeva disinvestire prima che tali valori in portafoglio si svalutassero ulteriormente; l'indice azionario di riferimento per i titoli tecnologici, il

³ "Forget supply and demand. Forget computers. Today communication, not computation, drives change. We are rushing into a world where connectivity is everything, and where old business know-how means nothing. In this new order, success flows primarily from understanding networks, and networks have their own rules" (Kelly, Kevin. "New Rules for the New Economy"), in "Dot-com to Dot-bomb: Understanding the Dot-Com Boom, Bust and Resurgence" by Tapan Munroe. Moraga Press (2004).

⁴ Alan Greenspan, discorso presso l'American Enterprise Institute, 1996; (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>); in John Cassidy, "Dot.con: The Greatest Story Ever Sold", Harper Collins Publishers (2002).

⁵ John Cassidy, "Dot.con: The Greatest Story Ever Sold", Harper Collins Publishers (2002). Pagg. 296-298.

Nasdaq (Nasdaq COMPOSITE) perse in pochi giorni oltre il 9% (l'indice tocca il suo massimo *intraday* il 10 marzo 2000 a 5132,52, chiudendo a 5048,62; la reazione del mercato fu una scatenata liquidazione delle posizioni da parte degli investitori che portò l'indice a chiudere a 4580 punti il 15 marzo 2000). Durante l'anno successivo molte compagnie americane dichiararono fallimento o furono soggette a operazioni di fusione e acquisizione⁶.

Grafico 1.1.1 *Dot-com bubble*. Andamento del *Nasdaq Composite price Index*.

Dati quinquennali 1998-2003.



Fonte: elaborazione da www.nasdaq.com e www.marketwatch.com.

Due sono i fattori principali che provocarono lo scoppio della bolla speculativa legata a Internet:

- l'utilizzo di metodologie di misurazione che ignoravano i flussi di cassa; molti analisti infatti focalizzarono la loro attenzione su dati rilevanti relativi a singole imprese *Dot-com*, senza che questi fossero associati al modo in cui tali imprese generassero le loro entrate o i loro flussi di cassa. Ad esempio, una linea di pensiero⁷ individua tra le cause dello scoppio della *Dot-com bubble* l'ossessione per la cosiddetta "Teoria delle Reti"⁸, la quale, brevemente, afferma che il valore

⁶ Eli Ofek & Matthew Richardson, 2003. "DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices," *Journal of Finance*, American Finance Association, in National Bureau of Economic Research (2001); <http://www.nber.org/papers/w8630>; http://pages.stern.nyu.edu/~eofek/DotComMania_JF_Final.pdf.

⁷ <http://www.moneycrashers.com/dot-com-bubble-burst/>

⁸ <http://4marketing.biz/2007/06/teoria-delle-reti-piccoli-mondi-e-sei-gradi-di-separazione/>

intrinseco di una rete aumenta in maniera esponenziale rispetto all'aumento del numero dei suoi nodi (ossia il numero dei computer da essa ospitati). Sebbene questo concetto abbia senso, nel caso delle *Dot-com* venne trascurato uno degli aspetti critici dal punto di vista economico, della valutazione di una rete: la capacità della società (intesa come platea di utilizzatori potenziali) di utilizzare la rete in modo tale da permettere alle imprese di generare flussi di cassa positivi e profitti per gli investitori.

- la significativa sopravvalutazione delle azioni delle *Dot-com Companies*; oltre a non concentrarsi su misurazioni corrette e veritiere del valore delle imprese, gli analisti utilizzarono moltiplicatori molto elevati nelle loro formule e modelli per calcolare le quotazioni dei titoli delle società, ricavando valori non realistici ed eccessivamente ottimistici (gonfiati ulteriormente dal clamore diffuso dalla comunità finanziaria).

L'impatto di questa crisi ebbe ripercussioni sul sistema economico appena generato dal punto di vista della contrazione dei consumi, del crollo degli investimenti e dall'indebolimento del sistema bancario. Tali ripercussioni si diffusero globalmente, attraverso quella stessa rete innovativa che aveva fornito la base della nuova economia⁹, provocando anche la contrazione e l'implosione del sistema infrastrutturale annesso alla rete: il cosiddetto *Telecoms Crash*.

Nel febbraio 2001 George Gilder scriveva nel *Wall Street Journal*: “ *Today there is no economy but the global economy, no Internet but the global Internet, and no network but the global network*”¹⁰, mettendo tuttavia in risalto la drammatica crisi delle imprese di telecomunicazioni americane e la rapidissima contaminazione di altri mercati, primo tra tutti quello Europeo. La lotta per la supremazia in un mercato da miliardi di dollari, spinto dal business *Dot-coms*, si concluse in ultima istanza con una sconfitta comune di tutti gli attori, dagli investitori, alle imprese, ai governi, contro montagne di debiti ed un eccesso di offerta non colmabile.

⁹ Giuseppe Di Gaspare, “*Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*”, Wolters Kluwer Italia S.r.l. (2011).

¹⁰ George Gilder, “*Telecoms Explosion*”, *Wall Street Journal* 19 febbraio 2001; http://www.forbes.com/asap/2001/0219/120_print.html; <http://www.discovery.org/scripts/viewDB/index.php?command=submitSearchQuery&orderBy=date&orderDir=DESC&query=George%20Gilder&searchBy=author&searchType=all&includeBlogPosts=true>.

Il crollo del settore delle telecomunicazioni ha registrato effetti negativi circa dieci volte superiori a quelli della *Dot-com bubble*, anche dal punto di vista della credibilità dell'intero settore, a causa di scandali riguardanti trucchi contabili fraudolenti e illeciti aziendali utilizzati per occultare perdite enormi, specialmente da parte dei colossi (monopolistici) operanti nel mercato e sostenuti dalle istituzioni governative¹¹. Chi invece riuscì a salvarsi parzialmente da questa crisi furono gli operatori minori, radicati a realtà locali più circoscritte, che furono meno soggetti alle dinamiche della liberalizzazione del mercato proprio in virtù di un'offerta limitata (il cosiddetto “*last mile*” della rete)¹². Queste aziende minori fornirono vantaggi ai clienti e al settore stesso, mantenendo attivi i loro servizi, stimolando attivamente la concorrenza in modo tale da favorire la diffusione e il progresso delle tecnologie innovative e scoraggiare la creazione di nuove e ulteriori tendenze monopolistiche¹³.

1.2 L'evoluzione di Internet: il *Web 2.0* e la *Common-based peer production*.

Nel 2004, negli Stati Uniti, solo la metà delle *Dot-com companies* quotate nel 2000 erano ancora attive, a quotazioni infinitesimali rispetto ai loro massimi. Alla fine del medesimo anno però si parla per la prima volta di una nuova generazione di servizi Internet che enfatizzano i concetti di collaborazione e condivisione online tra gli utenti di rete, il *Web 2.0*¹⁴.

Di cosa si tratta? Come si giustifica l'ulteriore avanzamento tecnologico dopo il disastroso effetto della crisi?

Il termine *Web 2.0* viene introdotto da Tim O'Reilly¹⁵, come titolo di presentazione di una serie di conferenze riguardo un'offerta innovativa di prestazioni Internet, che fonda la sua ragion d'essere nel concetto di *online community*. Si tratta di uno stato di evoluzione del *World Wide Web* definito come una serie di siti web dinamici e interattivi con interfaccia, facilità e velocità d'uso tali da renderli simili alle

¹¹ <http://www.economist.com/node/1234711>; 18 luglio 2002.

¹² https://en.wikipedia.org/wiki/Last_mile
http://www.webopedia.com/TERM/L/last_mile.html

¹³ <http://www.economist.com/node/1234886>; 18 luglio 2002.

¹⁴ Paul Graham, “*I first heard the phrase 'Web 2.0' in the name of the Web 2.0 conference in 2004*”; novembre 2005; <http://www.paulgraham.com/web20.html>.

¹⁵ <http://www.oreilly.com/conferences/>; Tim O'Reilly, “*What Is Web 2.0*”, O'Reilly Network, 30 settembre 2005; <http://www.oreilly.com/pub/a/web2/archive/what-is-web-20.html>.

applicazioni tradizionali che gli utenti sono abituati a installare nei propri computer. Una notevole differenza rispetto al modello precedente è l'approccio attivo e produttivo con cui gli utenti si rivolgono al web, favorendo il coinvolgimento diffuso dei fruitori della rete, permettendole di auto-alimentarsi e mantenendola sempre aggiornata. Dunque le applicazioni del *Web 2.0* possono dirsi caratterizzate non solo a livello tecnologico ma anche a livello psico-sociale (*social*), nelle dimensioni espressiva, comunicativa e comunitaria.

Come si definisce il *Web 2.0* all'interno di una dimensione economico-finanziaria?

Il *Web 2.0* ha rappresentato un punto di svolta per gli utenti di Internet. La sua portata innovativa poggia su ragionamenti e interpretazioni legati all'idea generale di informazione, intesa come bene, come output, e alla sua caratterizzazione appunto *social*. Si è trattato sostanzialmente di intersecare la dimensione sociale con quella economica, relativamente all'informazione, e di analizzare il risultato di questa intersezione con strumenti digitali. Associare il "bene informazione" ad un sistema di produzione efficiente, basato sulla libera condivisione, attraverso un strumento informatico sofisticato e diffuso, ha permesso la creazione di un economia digitale, di un mercato digitale e di un sistema finanziario digitale, declinabili anche come sociali. Alcune idee ed elaborazioni innovative hanno in particolare contribuito alla genesi di questa associazione mentale e logica, che oggi costituisce quasi un presupposto naturale, una variabile determinata dell'economia.

Nell'articolo accademico *Coase's penguin*, pubblicato nel 2002 su *The Yale Law Journal*, il professore della scuola di legge di Harvard Yochai Benkler fa riferimento alla teoria economica *Tragedy of the Commons*¹⁶, la quale illustra una situazione dove, all'interno di un sistema di risorse condivisibili (beni comuni), utenti individuali agiscono in maniera razionale e indipendente e utilizzano tali risorse coerentemente con i loro unici e propri interessi (non sono chiari i diritti di proprietà e dunque non è chiaro, ne ci sono garanzie su chi di fatto trarrà benefici dall'uso e su chi invece sosterrà costi

¹⁶ Garrett James Hardin, "*The Tragedy of the Commons*"; Science, 13 dicembre 1968; American Association for the Advancement of Science; <http://www.jstor.org/stable/1724745>; http://www.geo.mtu.edu/~asmayer/rural_sustain/governance/Hardin%201968.pdf; Pagg. 1243-1248.

dall'uso) andando tuttavia a ledere il bene comune, deteriorando il valore delle risorse stesse e determinando inefficienze di mercato¹⁷.

L'orientamento dunque si sposta verso un'ottica alternativa, in grado di privilegiare non atteggiamenti individualistici, ma al contrario dinamiche collaborative, tesa alla condivisione e alla partecipazione. In particolare, si tratta di un approccio detto *peer to peer* (P2P)¹⁸. L'espressione indica la "condivisione di risorse tra pari" ed è strettamente legata al gergo informatico, relativamente alla sua apparizione. Infatti le risorse a cui si fa riferimento sono contenuti di tipo digitale e informatico, condivise mediante un nuovo modello di architettura logica di rete, basato sull'assunzione e sulla classificazione dei nodi (partecipanti) come equipollenti, ossia organizzati grazie alla libera cooperazione tra eguali, che svolgono attività finalizzate alla realizzazione di un bene comune. Ciò significa che i sistemi P2P partono dalla premessa che l'equipollenza nel rispondere alla necessità di una risorsa, è indipendente da vincoli formali e fisici predeterminati relativi al bisogno manifestato, ma dipende dalla capacità e dalla volontà di instaurare un processo di cooperazione collettiva, neutrale e libera, da parte di chi possiede la risorsa in questione.

Questa breve descrizione è la premessa necessaria a seguire il pensiero logico che ha condotto alla definizione di *Common-based peer production*, un nuovo modello economico, basato sull'informazione e su Internet, il quale è proprio la giustificazione e la concretizzazione del progresso tecnologico nell'immediato post crisi, ed è il motivo del successo del *Web 2.0*.

Benkler introduce il modello alternativo di *Common-based peer production* all'interno di un contesto digitale¹⁹. La sua formulazione prevede, grazie all'avvento e alla diffusione dell'infrastruttura propria di Internet, la collaborazione tra larghi gruppi di persone, che cooperano e interagiscono efficacemente tra loro per fornire informazione, conoscenza o beni culturali intangibili, senza essere organizzati in alcun modello manageriale-gerarchico e/o rispondente a regole di mercato (*market based*).

¹⁷ Yochai Benkler, "Coase's Penguin, or, Linux and the Nature of the Firm"; Yale Law Journal, 12 marzo 2002. <http://www.yalelawjournal.org/article/coases-penguin-or-linux-and-the-nature-of-the-firm>.

¹⁸ Yochai Benkler, "Coase's Penguin, or, Linux and the Nature of the Firm"; Yale Law Journal, 12 marzo 2002.

¹⁹ Confronta la nota precedente. Pag. 5.

Gli individui contribuiscono in modo disinteressato a creare e sviluppare un corpo di conoscenze, la cui fruizione non corrisponde ad un compenso e non presenta tratti di esclusività; producono dunque, a prescindere dal diritto di proprietà dei mezzi, un output “libero” non assoggettato al possesso e che invece ognuno può utilizzare ed arricchire²⁰.

Le caratteristiche più marcate di questo tipo di produzione sono essenzialmente tre:

- **Decentralizzazione**; date alcune circostanze percepite come opportunità, la scelta di agire, ossia produrre, risiede e dipende dall’individuo, piuttosto che dal potere decisionale di un’organizzazione o di un soggetto gerarchicamente designato a prendere decisioni (collettive o a cui una collettività deve sottostare).
- **Motivazione sociale**; spunti e motivazioni sociali, dai risvolti economici e non, muovono e coordinano l’azione dei soggetti che partecipano alla produzione, piuttosto che regole di prezzi, e leggi economico-finanziarie.
- **Capitale strutturale di supporto diffuso e a basso costo**; l’infrastruttura informatica ha visto ridurre i suoi costi in maniera notevole; i costi fissi incidono in modo sempre meno influente rispetto ai vantaggi ottenuti in termini di efficienza riguardo la diffusione dell’informazione (economie di scala) e il suo incremento qualitativo (economie di scopo).

Dati questi presupposti le imprese che adottano la *Common-based peer production* appaiono come nuclei attivi economicamente e socialmente, in grado di motivare e organizzare i contributi collettivi umani in modo innovativo, mediante strumenti altri dai contratti e dalla compensazione monetaria per l’uso del capitale fisico²¹.

²⁰“Basically, people who participate in peer production communities love it. They feel passionate about their particular area of expertise and revel in creating something new or better”; da Don Tapscott e Anthony D. Williams, “*Wikinomics: How Mass Collaboration Changes Everything*”;

Portfolio, dicembre 2006. Pag. 70.

²¹ Yochai Benkler, “*The Wealth of Networks: How Social Production Transforms Markets and Freedom*”, Yale University Press, 3 aprile 2006. Pagg. 35-41.

Affinché le imprese possano integrare con successo al loro interno questo tipo di produzione, è necessario osservare alcuni suoi attributi strutturali:

- **Modularità;** i potenziali output della *Common-based peer production*, in generale un'informazione, un contenuto, un progetto, devono essere modulabili, ossia divisibili in unità, dette moduli. Queste componenti devono inoltre poter essere prodotte indipendentemente dalla produzione delle altre. La produzione può così considerarsi incrementale e asincrona, poiché sforzi di diversi individui aventi differenti capacità e conoscenze, disponibili in momenti temporali diversi, possono essere raggruppati *ad hoc*.
- **Granularità;** questa caratteristica fa riferimento al grado di dettaglio dei moduli. Più i moduli sono piccoli e dettagliati, più la *Common-based peer production* può fornire output ampiamente condivisi e alla cui produzione ha contribuito un vasto numero di collaboratori. Ai contribuenti inoltre è chiesto di partecipare alla produzione sostenendo sforzi proporzionali al loro livello di motivazione, in modo da accomodare moduli di varie taglie e grado di dettaglio (eterogenei) in maniera efficiente, integrata e condivisa.
- **Bassi costi di integrazione;** il successo di un'impresa che adotta un modello *Common-based peer production* deve perseguire strategie che mirano ad ottenere vantaggi di costo, derivanti dal meccanismo di integrazione dei moduli, a dare il prodotto finale complessivo, senza compromettere i livelli di qualità e di coerenza dello stesso. A questo proposito, ogni comunità di persone che contribuisce (e si identifica) alla realizzazione del prodotto finale, deve anche elaborare un modo per tutelare la correttezza e veridicità dei moduli da coloro che apportano contenuti incompleti, viziati o falsi.

Le imprese che riescono ad aderire a questi principi di base, promuovendo e organizzando azioni collaborative, possono ottenere due vantaggi primari dal punto di vista puramente economico, rispetto al mercato e alla concorrenza²².

Il primo è un vantaggio informativo. Il capitale umano di un'impresa viene normalmente qualificato, organizzato e gestito formalmente, all'interno di tipologie contrattuali predefinite; questa semplificazione non permette di sfruttarne l'elevata

²² Yochai Benkler, *"The Wealth of Networks: How Social Production Transforms Markets and Freedom"*, Yale University Press, 3 aprile 2006. Pagg. 106-116.

specificità e determina inefficienze notevoli in termini di perdita di informazioni. La *Common-based peer production* invece permette agli individui di auto-identificarsi e agire all'interno di quelle attività, intese come ambiti in cui creare informazione, che più percepiscono come attraenti e adatte a loro, e qualora vi sia un meccanismo di integrazione e di protezione dei contenuti, l'informazione finale sarà più strutturata, completa e aggiornata.

Il secondo vantaggio deriva dalla grande varietà di modi con cui gli individui possono adattarsi e sforzarsi rispetto alle risorse informative esistenti e a quelle da produrre, in virtù della mancanza di vincoli contrattuali relativi alla persona o all'utilizzo delle risorse; il risultato si riflette in rendimenti di scala crescenti, poiché più è elevato il numero di persone che possono potenzialmente lavorare alla creazione di informazione, più è elevato il numero di risorse a cui attingere; e più è elevato il numero di risorse, più è probabile che gli individui migliori lavorino su di esse, incrementando i livelli di produttività e combinandole in modo tale da generare un valore aggiunto maggiore.

La *Common-based peer production* permette di perseguire la massimizzazione dei risultati grazie alla conoscenza condivisa, esulando dall'ottica del puro profitto, inteso come incentivo economico nel fornire una prestazione, in favore di una visione economica *non-price based* in cui il compenso per i contributi apportati e condivisi ha un carattere marcatamente *social*, coerentemente con le motivazioni personali del singolo. Le persone pertanto contribuiscono spinte dalle ragioni più varie, legate ai bisogni relazionali, dal puro piacere di diffondere la conoscenza individuale, alla necessità di sentirsi appartenenti ad un gruppo, alla volontà di operare per il bene collettivo, alle aspettative di accrescere la propria reputazione eccetera²³.

Ciò che rende le imprese che adottano il modello della *Common-based peer production* potenzialmente vincenti e competitive è la capacità di sfruttare la diversità di molte persone, e delle loro competenze, verso obiettivi comuni, da realizzare mediante uno sforzo concentrato e integrato.

²³ Yochai Benkler, "Coase's Penguin, or, Linux and the Nature of the Firm"; Yale Law Journal, 12 marzo 2002. Pagg. 51-61.

Il *Web 2.0*, forte di un modello economico in grado di consolidare la sua legittimazione e di un periodo di turbolenza economico-finanziaria bisognoso di novità, ha permesso l'evoluzione di Internet da ambiente in cui fruire di contenuti, ad ambiente nel quale ogni utente interagisce fruendo e offrendo (condividendo) contenuti liberamente e pubblicamente, creando di fatto un "mercato per i mercati".

Lo esplicita Tim O'Reilly: "*Il Web 2.0 è la rete come piattaforma, attraverso tutti i dispositivi collegati; le applicazioni del Web 2.0 sono quelle che permettono di ottenere la maggior parte dei vantaggi intrinseci della piattaforma, fornendo il software come un servizio in continuo aggiornamento che migliora più le persone lo utilizzano [...] creando una serie di effetti attraverso un'architettura della partecipazione [...]*"²⁴.

Una realtà partecipativa dunque, che si attua su di una piattaforma che prevede la fornitura di un bene prodotto da sorgenti multiple e utilizzato in modo diffuso.

O'Reilly sostiene anche che: "*Il Web 2.0 è un insieme di tendenze economiche, sociali e tecnologiche che formano insieme la base per la prossima generazione di Internet – un più maturo e distinto mezzo caratterizzato dalla partecipazione degli utenti, dall'apertura e dagli effetti della rete*"²⁵; e nuovamente nel 2006 propone una definizione più approfondita: "*Il Web 2.0 è la rivoluzione del business nell'industria informatica, causata dallo spostamento verso Internet come piattaforma, e da un tentativo di capire le regole per il successo su questa nuova piattaforma. Il punto principale tra tutto ciò è questo: costruire applicazioni che sfruttando gli effetti della rete, più le persone le utilizzano, migliorano man mano [...]*"²⁶

Partendo da queste definizioni dunque è possibile riassumere le caratteristiche essenziali del *Web 2.0*, le quali costituiscono anche le linee guida dello sviluppo e del progresso economico e finanziario dei nostri giorni:

- il web è concepito come una piattaforma, aperta e organizzata in forma partecipativa, di sviluppo e aggregazione di servizi, forniti con lo scopo di trovare nuovi utilizzi o di realizzare alternative forme di utilizzo degli stessi;

²⁴ Traduzione da: Tim O'Reilly, "*Web 2.0: Compact definition*", O'Reilly Media, 1 ottobre 2005; <http://radar.oreilly.com/2005/10/web-20-compact-definition.html>; <http://www.oreilly.com/pub/a/web2/archive/what-is-web-20.html>.

²⁵ Traduzione da: <http://www.oreilly.com/radar/web2report.csp>.

²⁶ Tim O'Reilly, "*Web 2.0 Compact definition: Trying Again*"; <http://radar.oreilly.com/2006/12/web-20-compact-definition-tryi.html>.

- il web riassume delle tendenze e le proietta in avanti, orientandole nella direzione in cui si genera un valore aggiunto; questo fa del web un business oltre che uno strumento;
- il web valorizza i contenuti condivisi in rete aumentando la qualità di interazione sociale tra gli utenti, inducendo lo spirito collaborativo e incoraggiando la partecipazione degli utenti, dando loro un senso di appartenenza.

1.3. L'affermazione della finanza alternativa online. I principali modelli nello scenario Europeo.

I mercati finanziari hanno fatto propria l'esperienza di evoluzione di Internet, adottando il *Web 2.0* come leva e *driver* per crescere ed espandersi; mettendo direttamente in contatto la domanda con l'offerta di capitali e rendendo partecipativi fenomeni e fatti confinati in precedenza entro la sfera individuale del singolo investitore/finanziatore, il sistema finanziario globale è stato spinto verso il progresso, dando origine ad una tipologia di finanza nuova detta *online alternative finance*, la quale concorre in maniera diretta e competitiva alla conquista del mercati dei capitali, insieme ai canali di finanza tradizionale.

Negli ultimi anni il fenomeno dell'*online alternative finance* si è diffuso e declinato in varie forme, mostrando anche in Europa segnali di crescita significativi. Dall'inizio della crisi economica, gli strumenti di finanza alternativa online, intesi come strumenti e canali distributivi esterni al tradizionale sistema finanziario, hanno prosperato negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Europa continentale garantendo fonti di credito a vario titolo ad un tessuto industriale sempre più fitto ed orientato ad una piccola-media dimensione (PMI); fornendo il capitale di rischio per start-up di nuova generazione; offrendo modalità diversificate e trasparenti di investimento o finanziamento ai consumatori (utenti); promuovendo l'innovazione; creando posti di lavoro e sostenendo il perseguimento di cause sociali meritevoli.

Uno studio fornito dall'Università di Cambridge pubblicato nel febbraio 2015²⁷ fornisce un'analisi comparativa dei mercati finanziari alternativi europei rivelando un tasso di crescita nel mercato europeo della finanza alternativa online nel 2014 del 144% rispetto al 2013, per un volume totale di transazioni online per quasi 3 miliardi (2,957 miliardi) di euro nel 2014 rispetto agli 1,2 miliardi del 2013²⁸.

La ricerca è stata condotta in un contesto in cui si sa ancora relativamente poco riguardo la dimensione, la crescita e la diversificazione delle varie piattaforme online operative nel mercato della finanza alternativa nei paesi europei; non ci sono infatti studi sistematici su questa materia, né sufficientemente fondati ed estesi da essere considerati scientificamente come riferimento primario, dal punto di vista economico per il mercato e dal punto di vista informativo (esiste un vero e proprio *gap*) per la rappresentanza politica, istituzionale e giuridica degli Stati. Si tratta di una circostanza abbastanza sfortunata, alla luce dell'evidente rapida crescita del settore e della sua significativa evoluzione, nonché dei progressi a livello normativo di regolazione del fenomeno in diversi Paesi. D'altro canto è vero anche che il fenomeno ha impennato il suo trend, in modo visibilmente positivo e rapido, poiché molte istituzioni finanziarie, indebolite dalla crisi e dai conseguenti cambiamenti socio-economici e culturali, hanno cominciato ad attuare azioni diffuse di disintermediazione e di adozione di servizi digitali in un arco temporale molto breve, sviluppando nuovi canali e strumenti di finanza alternativa estranei al settore bancario tradizionale (sintomo di un cambiamento in atto che nel lungo termine potrebbe assumere una connotazione strutturale²⁹). Metodi alternativi di sostegno hanno potuto velocemente affermarsi come veri e propri modelli strategici di finanziamento per lo sviluppo, in un contesto di debolezza economica e stagnazione, dovute alla crisi, in cui l'accesso tradizionale al credito è talmente difficoltoso da paralizzare la microimprenditorialità.

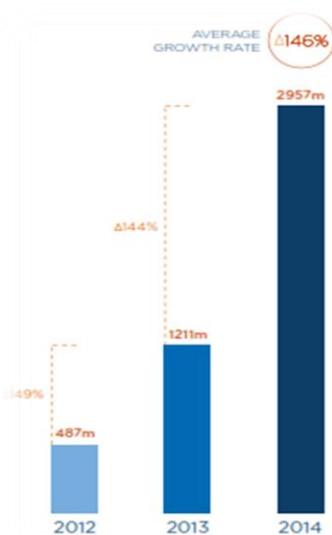
²⁷ http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf Robert Wardrop, Bryan Zhang, Raghavendra Rau and Mia Gray, *"Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report"*, University of Cambridge and EY, Wardour Drury House wardour.co.uk, febbraio 2015.

²⁸ Brian Zhang, Liam Collins, Peter Baeck, *"Understanding Alternative Finance – the UK Alternative Finance Industry Report"*, Nesta and the University of Cambridge, 2014.

²⁹ Jordan McKee, Analyst, jmckee@yankeegroup.com *"Redefining Virtual Currency"*, Yankee Group, maggio 2013; http://home.tapjoy.com/info/wp-content/uploads/sites/4/2013/05/RedefiningVirtualCurrency_WhitePaper-1MAY2013-v1.pdf

In ogni caso, tornando all'analisi proposta dalla University of Cambridge i dati di settore raccolti ai fini dell'analisi citata arrivano direttamente da 255 piattaforme consolidate in Europa (secondo il volume di transazioni effettuate), e rappresentano una stima compresa tra l'85% e il 90% dell'intero mercato europeo della finanza alternativa online. Tra il 2012 e il 2014 le suddette 255 piattaforme hanno raccolto in 27 dei Paesi Europei 4655 milioni di euro destinati a finanziare soggetti privati, intesi come singoli individui consumatori, imprenditori, piccole e medie imprese (PMI), associazioni ed organizzazioni sociali, artistico - culturali e benefiche; l'intero mercato europeo della finanza alternativa online ha registrato un tasso medio di crescita del 146% .

Grafico 1.3.1 Il mercato della finanza alternativa online in Europa. Raccolta in milioni di euro e tassi di crescita medi. 2012-2014.

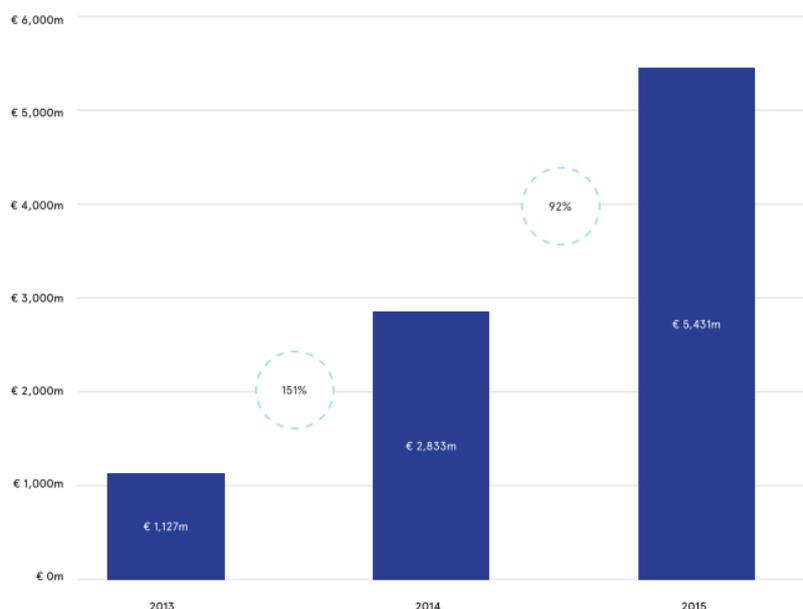


Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Raghavendra Rau and Mia Gray , *“Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report”*, University of Cambridge and EY, Wardour Drury House wardour.co.uk, febbraio 2015. Pag.13.

L'ultimo report pubblicato nel settembre 2016, a cura della University of Cambridge, come prosieguo dello studio precedente, e completo dei dati anche del 2015 ha ulteriormente migliorato la stima della rappresentatività dei dati raccolti riguardo il mercato della finanza alternativa online in Europa, fissandola al 90%. L'analisi qui riproposta ha infatti esteso la ricerca all'intero continente europeo, considerando l'area economica europea comprensiva anche dei Paesi limitrofi al puro blocco europeo geograficamente determinato. In particolare sono stati inseriti nella ricerca anche i Paesi

della regione geografica asiatica e di quella trans-caucasica³⁰; hanno fornito dati anche la Russia e la Turchia. Inoltre, i dati elaborati relativi al 2015 riguardano Paesi che proprio in quest'ultimo anno hanno conosciuto l'inizio di attività di finanziamento alternativo attraverso la rete: l'indagine infatti è stata condotta su 32 Paesi rispetto ai 27 del report precedente. Nel 2015, il volume totale di transazioni effettuate per l'Europa ha raggiunto € 5431 milioni, con un tasso medio di crescita annuo del 92%³¹.

Grafico 1.3.2 Il mercato della finanza alternativa online in Europa. Raccolta in milioni di euro e tassi di crescita effettivi. 2013-2015.



Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Tania Ziegler, Alexis Lui, John Burton, Alexander James, Kieran Garvey, "Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report". University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016. Pag.24.

Anche per quanto riguarda il dinamismo del mercato della finanza alternativa online i risultati registrati sono stati positivi, in quanto vi è stato un aumento netto in termini di partecipazione di tutti i Paesi rappresentati nella ricerca. I volumi totali di transazioni più elevati si sono registrati, oltre che nel Regno Unito, il quale storicamente è la locomotiva dei sistemi, delle istituzioni e degli strumenti finanziari tradizionali, ma soprattutto innovativi, in Francia, in Germania, nei Paesi Bassi, in Finlandia e in Spagna. L'Italia si classifica come il settimo Paese rispetto ai volumi di finanziamenti

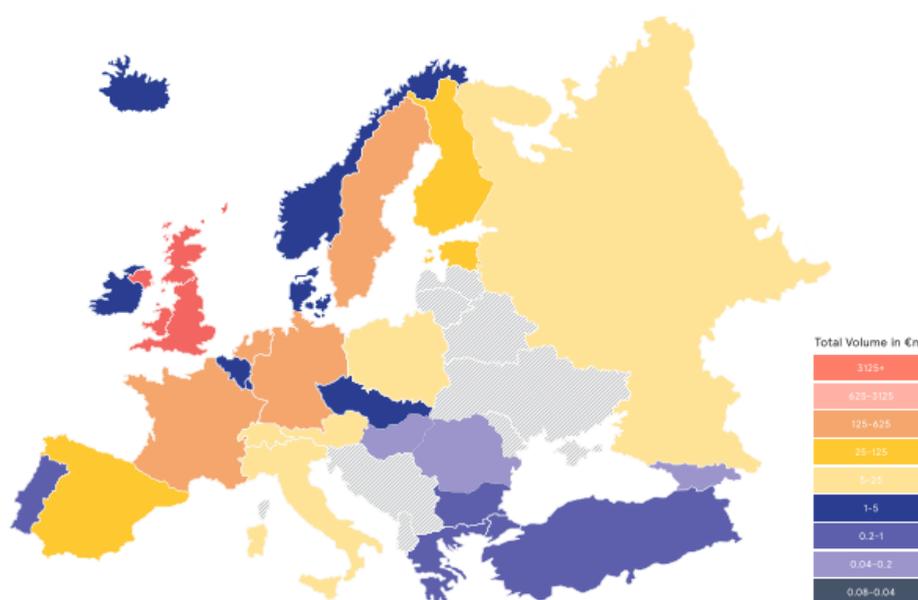
³⁰ Rispettivamente: Russia, Turchia e Kazakistan; e Georgia, Azerbaigian e Armenia.

³¹ "Pushing Boundaries", 2016, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/pushing-boundaries/#.V7V18pMrJ-Q>

distribuiti (31,61 milioni di euro), nonostante l'elevato numero di piattaforme dislocate sul territorio (oltre trenta registrate e indagate dalla ricerca nel 2015).

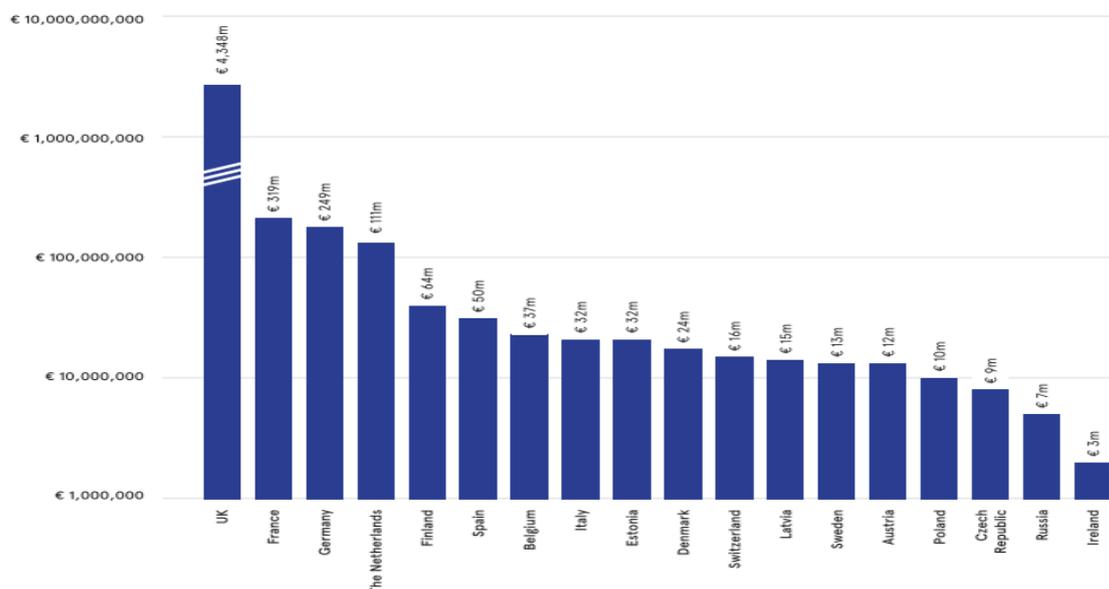
La Francia e la Germania possiedono quote di mercato rilevanti, pari rispettivamente al 31% e al 25% , i Paesi Bassi si attesta al terzo posto con una quota di mercato dell'11%. Sebbene questi tre Stati siano rappresentativi di una quota leggermente inferiore al 70% per quanto riguarda il volume di transazioni effettuate, l'aumento del numero di piattaforme registrate e indagate in Europa è un chiaro segnale di diffusione allargata di attività di finanza alternativa online.

Grafico 1.3.3 Il mercato europeo della finanza alternative online. Le quote dei vari Paesi per volume di transazioni. Dati in milioni di euro. 2015.



Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Tania Ziegler, Alexis Lui, John Burton, Alexander James, Kieran Garvey, "Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report". University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016. Pag.28.

Grafico 1.3.4 Volume di transazioni di finanza alternative online per Paese. Dati in milioni di euro. 2015.



Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Tania Ziegler, Alexis Lui, John Burton, Alexander James, Kieran Garvey, “Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report”. University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016. Pag.28.

“The market has achieved strong and diversified growth across a wide array of models”³² ad indicare che non solo il fenomeno dell’*online alternative finance* è conosciuto e diffuso, ma anche che è uno strumento flessibile in grado di adattarsi alle esigenze attuali esibite dal mercato. La University of Cambridge ha proposto una tassonomia di questi modelli classificandoli in base al valore delle transazioni totali in milioni di euro effettuate nel 2014 e nel 2015³³:

- *Peer-to-peer consumer lending*. Si tratta di una pratica con cui singoli individui (consumatori) utilizzano una piattaforma online per prendere in prestito da un certo numero di prestatori, istituzionali e non, una certa somma di denaro, raccolta attraverso prestiti di piccola e piccolissima entità; i prestiti sono per lo più personali e non garantiti.

³² Robert Wardrop, Bryan Zhang, Raghavendra Rau and Mia Gray , “Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report”, University of Cambridge and EY, Wardour Drury House wardour.co.uk, febbraio 2015.

³³ <https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/understanding-alternative-finance-2014.pdf>;
http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/150304-presentations-ecsf_en.pdf;
https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf.

- *Peer-to-peer business Lending*. Individui e imprese, per lo più di piccole dimensioni (PMI), utilizzano lo strumento della rete quale intermediario per transazioni basate sul debito; la relazione è intrattenuta con singoli prestatori individuali che contribuiscono ad ogni singolo prestito.
- *Equity-based Crowdfunding*. A fronte di un investimento, vengono corrisposte (vendute) quote di partecipazione all'impresa, o al business finanziato, ai soggetti investitori, proporzionalmente alla partecipazione all'investimento. Si tratta di una formula utilizzata soprattutto dalle imprese che si trovano nel cosiddetto *early-stage*³⁴.
- *Reward-based Crowdfunding*. Gli individui donano liberamente, destinando un contributo ad uno specifico progetto, con l'aspettative di ricevere in cambio, in una data successiva, una ricompensa tangibile, ma non finanziaria, proporzionale al loro "impegno contributivo".
- *Invoice Trading*. Le imprese vendono le loro fatture con uno sconto ad una platea di investitori individuali e istituzionali al fine di ricevere immediatamente fondi liquidi da impiegare nei loro business, piuttosto che attendere il pagamento dilazionato delle fatture.
- *Real Estate Crowdfunding*. Questo sistema è dedicato esclusivamente agli investimenti sostenuti da finanziatori individuali o istituzionali per il settore immobiliare. Si tratta di finanziamenti di tipo *equity* o a debito subordinato.
- *Donation-based Crowdfunding*. Questa metodologia prevede che singoli individui donino piccole somme perseguendo la realizzazione di un progetto che richiede un finanziamento più ampio e il cui obiettivo specifico sia la beneficenza. In questo caso non vi è alcuna aspettativa di ritorno tangibile, intangibile o finanziario rispetto all'investimento.
- *Debt-based Securities*. Si tratta di prestiti a fronte dei quali vengono rilasciati titoli di debito non garantiti da obbligazioni o collaterali; questi titoli prevedono diritti ed obblighi specifici e vengono generalmente rimborsati in un periodo di tempo prolungato.

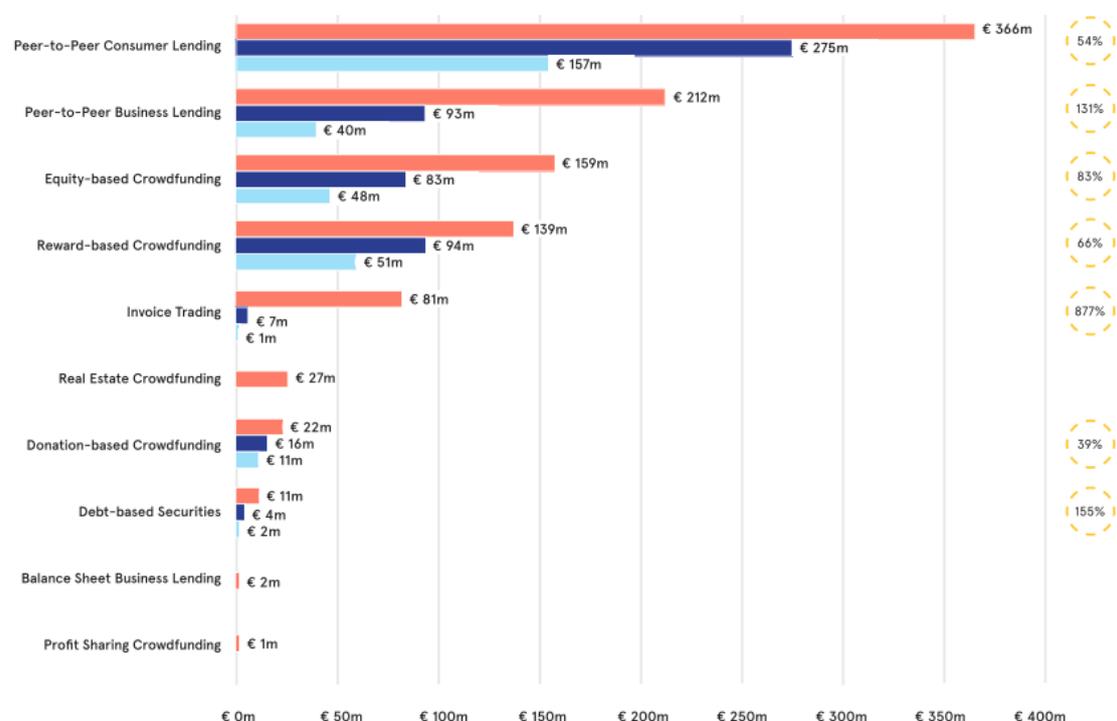
³⁴ L'*early stage* è la fase iniziale d'investimento nella vita di un'impresa. È un periodo che comprende le operazioni di *seed*, quelle di *startup* e quelle di *first stage*.

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/99-italian/e/19883-early-stage-financing-enciclopedia;>

[http://www.economyup.it/glossario/4261_early-stage---definizione.htm.](http://www.economyup.it/glossario/4261_early-stage---definizione.htm)

- *Balance Sheet Business Lending*. In questo caso sono le piattaforme di raccolta dei finanziamenti ad erogare direttamente un prestito ad un'impresa o ad un business, sulla base dei documenti contabili relativi al soggetto mutuatario.
- *Profit Sharing Crowdfunding*. I soggetti investitori acquistano titoli di una società in forma di azioni o obbligazioni, partecipando agli utili o alle *royalties* dell'impresa finanziata.

Grafico 1.3.5 Utilizzo, raccolta, e tasso medio di crescita dei modelli di finanza alternativa in Europa. Dati in milioni di euro. 2013- 2015.



Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Tania Ziegler, Alexis Lui, John Burton, Alexander James, Kieran Garvey, "Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report". University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016. Pag.33.

Un ulteriore modello, identificato nel 2014, che però non è stato inserito tra i 10 modelli classificati nel report del 2015 esemplificato dal grafico appena riportato, è il *Community Shares/Microfinance*. Il termine *community shares* si riferisce al quote di capitale sociale partecipabile di una società. Questa tipologia di capitale sociale può essere emessa solamente da società cooperative, comunità e imprese con regole societarie *ad hoc*, stipulate per scopi benefici, non direttamente legate ad esponenti istituzionali pubblici o al mercato de lavoro. Questa soluzione non è stata considerata poiché, rispetto alle altre, facilita azioni comunitarie di finanza alternativa e di

microfinanza iper-localizzate, ossia rivolte a piccole o medie imprese, organizzazioni e associazioni, imprese sociali locali, facendo leva sulle affinità socio-culturali e geografiche tra il soggetto finanziatore e il destinatario dei fondi. Questo modello esiste da tempo in Europa ed è una forma antecedente di finanza alternativa, in grado di realizzarsi anche al di là dell'utilizzo della rete, ovvero di una caratterizzazione di tipo online. Il ruolo del web e delle piattaforme, a differenza degli altri modelli, è quello di canalizzare le transazioni finanziarie da offline a online combinando una domanda e un'offerta localmente determinate e non diffuse.

Ciascuno dei modelli di finanziamento alternativi online ha riscontrato una crescita nel triennio considerato. I modelli P2P, al consumo e all'impresa, in Europa hanno rappresentato le attività più frequenti, aggiudicandosi una quota di mercato pari al 36% e al 21% rispettivamente, alla fine del 2015. Questi risultati sono giustificabili alla luce del fatto che anche nel mercato americano e in quello asiatico queste soluzioni sono quelle prevalentemente più utilizzate e sviluppate³⁵. *L'Equity Crowdfunding* e il *Reward-based Crowdfunding* invece spartiscono una quota di mercato pari al 30% circa, in egual misura. Nonostante la presenza di questi modelli sul mercato può considerarsi ancora timida, i loro tassi di crescita fanno pensare ad un elevato potenziale di maggiore utilizzo negli anni a venire (basti pensare che nel solo Regno Unito l'*Equity Crowdfunding* rappresenta da solo il 7,6% dell'*online alternative financial market*).

La stessa considerazione può essere fatta rispetto alle attività di *Real Estate Crowdfunding*: se il tasso di crescita di questo modello emergente dovesse seguire il trend dell'*Equity Crowdfunding*, i prossimi immediati anni potrebbero prevedibilmente permetterne la piena affermazione. Una fetta inferiore del mercato, pari a circa il 16%, è composta da tutte le attività che non prevedono un ritorno finanziario dall'attività di investimento, ossia quelle che maggiormente servono a sostenere progetti a sfondo sociale e benefico. Un altro dato veramente rilevante è quello relativo al tasso di crescita medio annuo dell'*Invoice Trading*, pari al 877%. È credibile pensare che la crisi di liquidità che le aziende, soprattutto quelle di piccole o medie dimensioni, sono costrette ad affrontare sempre più frequentemente renda questo modello molto appetibile per le stesse proprio in virtù delle sue caratteristiche intrinseche. Benché oggi esso funga da

³⁵ https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-americas-alternative-finance-benchmarking-report.pdf;
https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternativefinance/downloads/harnessing-potential.pdf.

stimolo per le aziende, permettendo loro una continuità del ciclo produttivo ed un più fluido sviluppo, è auspicabile che l'andamento marcatamente positivo nell'utilizzo di questo modello si stabilizzi e rallenti, in quanto questo fenomeno rappresenterebbe un indicatore di un minore rischio di liquidità e di una condizione di mercato più efficiente. Altre evidenze significative, legate ai tassi di crescita riportati nel grafico, sono quelle relative al modello delle *Debt-based Securities*, cresciute mediamente del 155%; e del *Peer-to-peer Business Lending* il cui tasso medio di crescita nei tre anni è stato complessivamente pari al 131%.

Leggermente in controtendenza risulta essere il modello del *Peer-to-peer Consumer Lending* che ha registrato un calo significativo nel trend di crescita, passando dal 75% tra il 2013 e il 2014, ad un 33% tra il 2014 e il 2015; questo lascerebbe prevedere che, ferma restando la tendenza dei tassi di crescita, il modello potrebbe essere sorpassato già nel 2016 dal *Peer-to-peer Business Lending*, quale paradigma di finanza alternativa online più utilizzata e ampiamente diffusa in Europa.

Il modello *Reward-based Crowdfunding* continua ad espandersi registrando un tasso di crescita medio annuale del 66%, nonostante la media sia composta di un risultato positivo ottenuto tra il 2013 e il 2014 (85%), e di uno invece rappresentativo di un calo di oltre un terzo, pari al 48% tra il 2014 e il 2015.

Per quanto riguarda l'entità della raccolta, il modello che ha raggiunto in Europa i risultati maggiori è l'*Equity-based Crowdfunding*, la cui dimensione media dell'offerta si aggira intorno ai 450.000 euro. Il dato dimostra che ad oggi la soluzione ritenuta più idonea e adeguata alle imprese in stadio iniziale o alle start up, è utilizzata in misura notevole anche da realtà aziendali di dimensioni più grandi, che godono già di una posizione più o meno affermata nel mercato, le quali dimostrano di utilizzare questo metodo di raccolta di capitali in maniera efficace.

Analogamente può essere commentato il valore di raccolta medio per progetto del *Real Estate Crowdfunding*, pari a 370.000 euro. Gli altri modelli di finanza alternativa online hanno raccolto somme inferiori per finanziamento se confrontate con quelle appena riportate, da un massimo di poco superiore ai 190.000 euro per il *Debt-based Securities*, ad un minimo di poco inferiore ai 2.800 euro per il *Donation-based Crowdfunding*.

1.4. Il panorama italiano nel settore dell'online alternative finance.

Il mercato della finanza alternativa online in Italia ha raccolto nel 2015 un totale di circa 32 milioni di euro; il dato rappresenta una stima del 90-95% del mercato visibile del Paese. Si tratta di un dato relativamente piccolo rispetto ai volumi di raccolta di altri Paesi europei, ma il tasso di crescita del mercato registrato tra il 2014 e il 2015 è stato il più alto delle economie indagate nel secondo report redatto dalla University of Cambridge, ed ha raggiunto il 287%³⁶.

I fattori che più probabilmente hanno contribuito alla crescita comprendono sia il maggior numero di piattaforme attive nel mercato, di cui il 46% ha iniziato ad essere effettivamente operativa in transazioni nel 2015, sia una maggiore capillarità dello studio stesso, rispetto al primo Report pubblicato. Forte di questa crescita spiccata, combinata con la criticità di questo momento storico per il sistema bancario tradizionale ed in concomitanza con cambiamenti progressivi e innovativi del quadro normativo nazionale rispetto alla disciplina di fenomeni di finanza alternativa, l'Italia si trova di fronte a grandi opportunità di sviluppo in questo settore, che potrebbero davvero produrre risultati sorprendenti. Nei prossimi anni questa industria dovrà cercare di sfruttare il suo potenziale ancora inespresso migliorandosi a diversi livelli, come ad esempio ambire ad una quota di mercato più ampia del 3% rilevato nel 2015; e ad un volume di investimento pro capite più consistente rispetto agli 0,52 euro del 2015.

Il modello *Peer-to-peer Consumer Lending* è stato il principale canale di raccolta di fondi nel 2015: in termini di volumi, è stata oltrepassata la soglia del 10 milioni di euro, corrispondenti ad una quota del mercato totale della finanza alternativa online italiana del 33%. Un'altra formula che ha ottenuto una performance significativa è il *Reward-based Crowdfunding* che ha raccolto circa 9 milioni di euro, pari ad una quota del 28%. I due modelli sono cresciuti nel periodo 2014-2015 del 316% e del 195% rispettivamente. L'*Equity-based Crowdfunding* è la terza alternativa più utilizzata in Italia all'interno del settore: la raccolta nel 2015 è stata di 5,4 milioni di euro partendo dai soli 0,4 milioni dell'anno precedente. L'impressionante tasso di crescita

³⁶ <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/sustaining-momentum/#.WDyakbLhDIU>.

La performance italiana è stata la migliore europea per il secondo anno consecutivo relativamente al tasso di crescita; infatti tra il 2013 e il 2014 il suo valore è stato pari al 580% passando da un valore di capitali raccolti di 1 milione di euro a 8 milioni di euro.

annuo di questo modello è stato del 941%. Inoltre l'*Equity-based Crowdfunding* è il modello che presenta l'ammontare medio più elevato raccolto per ogni prestito, circa 118.000 euro, con un numero medio di investitori che appoggiano ogni progetto pari a 17.

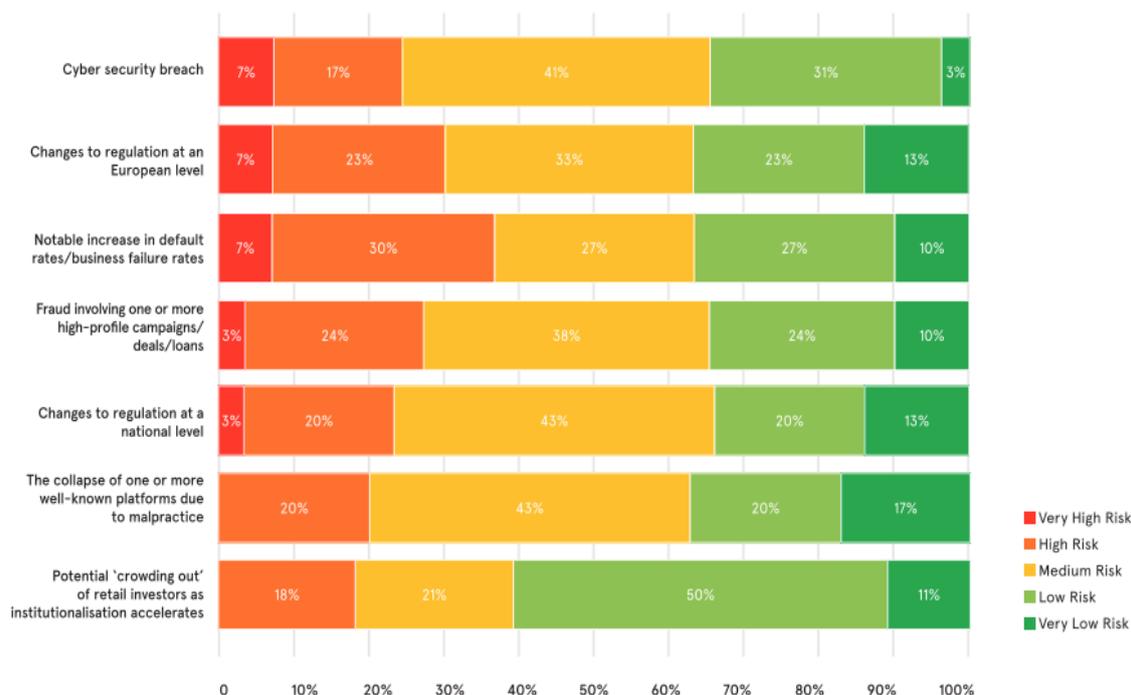
Per quanto riguarda i principali rischi percepiti in Italia dal mercato della finanza alternativa online e dai suoi operatori, ovvero le piattaforme, stando all'analisi della University of Cambridge, i tre fattori considerati ad elevatissimo rischio sono: la violazione della sicurezza informatica (*Cyber security breach*), le modifiche al regolamento in materia a livello europeo (*Changes to regulation at an European level*), e il notevole aumento del tasso di default o di fallimento aziendale (*Notable increase in default rates/business failure rates*); altri fattori di rischio individuati nello studio sono la possibilità di frode in uno o più proposte o progetti o finanziamenti ritenuti ad alta visibilità, i cambiamenti della normativa a livello nazionale, il fallimento o il crollo di una o più piattaforme a causa di negligenze interne, l' "effetto spiazzamento"³⁷ con l'aumento dell'istituzionalizzazione del progetto³⁸.

³⁷ L' "effetto spiazzamento" o "*crowding out*" è legato alla rilevanza attribuita al non pieno ed efficiente utilizzo della capacità produttiva di un certo sistema. In economia, è l'effetto provocato dalla comparsa autonoma di una domanda di natura pubblica in un sistema operante in regime di piena utilizzazione delle risorse; il soddisfacimento di questa domanda implicherà una riduzione del soddisfacimento della domanda privata, parziale o totale, a parità di risorse.

<http://www.investopedia.com/terms/c/crowdingouteffect.asp>.

³⁸ <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/sustaining-momentum/#.WDyakbLhDIU>. PaGg. 78, 79.

Grafico 1.4.1 I fattori di rischio percepiti come critici per la crescita dal settore della finanza alternativa online in Italia. 2015.



Fonte: Robert Wardrop, Bryan Zhang, Tania Ziegler, Alexis Lui, John Burton, Alexander James, Kieran Garvey, "Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report". University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016. Pag.79.

Un'ultima riflessione merita di essere condotta riguardo la percezione del sistema normativo in vigore, alla luce del fatto che i cambiamenti normativi nazionali ed europei vengono considerati dagli operatori della finanza alternativa come aspetti molto rischiosi. Fatto salvo che le finalità di questa legislazione sono quella di indirizzare e supportare un orientamento in grado di superare le criticità e i limiti del sistema imprenditoriale, in modo da rivitalizzare l'economia del Paese, e, attraverso l'innovazione, di semplificare e rendere più flessibile l'accesso agli investimenti ed ai mercati³⁹, i continui aggiornamenti delle norme creano un clima di incertezza e timidezza nell'intero settore, riducendone la vitalità. Tra le novità più recenti apportate dalla Banca D'Italia e dalle autorità di controllo del mercato finanziario, utili ai fini della lettura del Grafico 1.4.1, vi sono alcuni aggiornamenti della normativa riguardante

³⁹ Roberto Caratozzolo, "La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori". Rivista trimestrale di diritto dell'economia, rassegna di dottrina e giurisprudenza, numero 4 del 2013. Pagg. 256-294.

il modello *Equity-based Crowdfunding*⁴⁰ introdotti per favorire l'accesso a questa forma di finanziamento a una platea di soggetti imprenditoriali più ampia e variegata, e di conseguenza aumentare la quantità e il livello degli investitori dal lato dell'offerta; e un altro provvedimento che ha posto come requisito per tutti quei progetti che implicino nel loro finanziamento degli strumenti finanziari un investimento di almeno il 5% da parte di investitori professionali⁴¹. Il settore fornisce un parere comunque positivo riguardo il sistema di regolazione, giudicandolo adatto nel 57% dei casi (“adatto e appropriato” per il 37%, “adatto ma troppo rigido” per il 20%); tuttavia poco meno del 20% ritiene che la normativa non sia sufficientemente completa, in alcuni casi specifica, in altri addirittura esistente per alcuni dei modelli contemplati.

⁴⁰ Alessandro Maria Lerro, “*Lesson from Italy’s Dive into Equity Crowdfunding*”, aprile 2016; <https://www.equities.com/news/lessons-from-italy-s-dive-into-equity-crowdfunding>.

⁴¹ Alessandro Ravanetti, “*New Rules for Equity Crowdfunding in Italia*”, marzo 2016; <http://news.crowdvalley.com/news/new-rules-for-equity-crowdfunding-in-italy>.

Capitolo 2. Il Crowdfunding: lo sviluppo, la definizione, i modelli.

2.1. La nascita dei *social network* e lo sviluppo della *Sharing Economy*.

Il contesto creatosi attraverso il *Web 2.0* ha permesso la trasformazione di internet da ambiente nel quale gli utenti possono fruire dei contenuti ad ambiente in gli utenti possono scambiare contenuti interagendo tra loro⁴².

La possibilità offerta dalle nuove tecnologie per attuare operazioni di scambio e il loro caratterizzarsi per ripetibilità e riproducibilità, ha come presupposto il fatto che i soggetti che utilizzano la rete manifestino un interesse medesimo o comune rispetto a una certa notizia, informazione, evento, azione, principio eccetera, innescando una reazione a catena che produce una rapida diffusione dell'informazione attraverso la ripetizione appunto, e definisce in maniera automatica e indiretta tutte le caratteristiche legate a ciò che si sta scambiando; queste caratteristiche identificano l'oggetto della transazione, i soggetti coinvolti, la qualità dell'oggetto di scambio, la sua pertinenza rispetto al contesto di scambio, la provenienza delle parti e dell'oggetto stesso, i contatti delle parti con terzi utenti, le connessioni dell'oggetto con altri similari; i social media sono ciò che permette che si realizzi e sia fondata la premessa di cui sopra.

Il concetto alla base dei primi siti web di tipo *social* era quello di creare una comunità connessa online che raggruppasse individui aventi interessi analoghi, consentendo loro di comunicare, creare relazioni, interagire, condividere opinioni, conoscenze e critiche, con il risultato finale di migliorare il contenuto dell'interazione e allargare la comunità. I *social media* sono stati i *driver* di sostanziali modifiche nella natura dei mercati e nelle modalità di fare *business* ed hanno introdotto, nella dimensione economica e finanziaria, la cultura e la pratica della condivisione. Gustave Le Bon scriveva nel suo libro "*Psychologie des foules*" (Psicologia delle folle) nel 1895 che il potere delle folle è l'unica forza che non presenta minacce e la cui notorietà è in continua crescita⁴³, un'affermazione che con facilità può essere adottata in ambito

⁴² Sul punto si veda Alessandro Bollettinari "*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*", Il Nuovo Diritto delle Società 2 (NDS)/2013.

Pagg. 13 e ss.

⁴³ "*Alors que toutes nos antiques croyances chancellent et disparaissent, que les vieilles colonnes des sociétés s'effondrent tour à tour, la puissance des foules est la seule force que rien*

economico, quasi fosse la previsione di un vero e proprio nuovo paradigma. L'influenza dei *social media* e l'organizzazione della rete hanno agito, differenziandole, in particolar modo su tre aspetti economici: sul mercato, sul vantaggio competitivo e sulla creazione di valore⁴⁴.

Il cambiamento nel mercato è stato fondamentalmente uno spostamento del punto di vista dal consumatore al produttore: la visione più tradizionale del mercato prevedeva una filiera produttiva lineare, al cui inizio c'era un produttore e alla fine un cliente/consumatore da soddisfare. La soddisfazione del cliente finale era la chiave per la continuità dell'attività del produttore; l'azienda realizzava ciò che la clientela richiedeva e riceveva un pagamento quale controprestazione a fronte della capacità di soddisfare un'esigenza. In un sistema a rete invece il produttore non “costruisce” un valore finale, ma attiva un meccanismo di creazione di valore, tale per cui una molteplicità di soggetti partecipa alla “costruzione” del valore finale. La soddisfazione del consumatore finale è ora la chiave per il miglioramento della collaborazione di più produttori nel rispondere ad esigenze spesso completamente nuove e sempre più articolate.

Il vantaggio competitivo invece è interessato da un cambiamento che sposta il *focus* dalle singole risorse esistenti in un certo contesto ad un “ecosistema di risorse”, inteso come insieme sistemico definito, costituito da elementi che interagiscono tra loro e con l'ambiente circostante. La visione tradizionale associava un principio cumulativo al concetto di vantaggio competitivo, tale per cui più risorse si possiedono più si vince, ossia più si acquisisce una posizione stabile e di potere nel mercato; è ciò che sta alla base dei sistemi organizzativi basati sull'integrazione verticale, nonché delle operazioni di fusione acquisizione tra imprese. Sempre più di frequente però, le risorse si sono separate dalla dimensione scalare e non costituiscono più l'unità di misura del vantaggio competitivo in termini di sommatoria. È la loro interazione, la loro capacità di creare sinergie all'interno di un sistema definito, preciso, la nuova fonte del vantaggio competitivo, e il principio che oggi ne regola le potenzialità è moltiplicativo; una risorsa accresce il vantaggio competitivo tanto più è in grado di essere associata ad altre risorse per completarle, per estenderle, per rinnovarle.

ne menace et dont le prestige ne fasse que grandir. L'âge où nous entrons sera véritablement l'ÈRE DES FOULES”. Gustave Le Bon, “*Psychologie des foules*”, Edition Felix Alcan 1895. Pag 11.

⁴⁴ <http://platformed.info/social-media-sharing-economy-platforms/>.

Dal punto di vista della creazione di valore, il cambiamento riassume in parte quanto detto riguardo i due aspetti precedenti: si passa da un interesse marcato ai processi, alle interazioni. Non si tratta più di soli processi di approvvigionamento, trasformazione e distribuzione, ma di interazioni e associazioni delle risorse giuste, con i processi giusti, dirette verso il consumatore finale giusto; questo va di pari passo con la diminuzione della proprietà delle risorse, in favore di una condivisione di esse, all'interno di un (eco-)sistema specifico. In un contesto siffatto è molto più probabile che vi sia la corrispondenza tra la giusta risorsa per il giusto bisogno, e dunque che si crei valore.

Oltre allo sviluppo dei *social media* attraverso Internet, un'altra circostanza storica ha intaccato i sistemi e i mercati economico-finanziari tradizionali, inducendo e rafforzando delle modifiche. La crisi mondiale esplosa nel 2008 ha messo in ginocchio il sistema finanziario globale assumendo i tratti di una crisi sistemica; si è presentata in maniera prepotente, soprattutto riguardo la mancanza di liquidità e il crollo della fiducia del sistema bancario nei mercati. La conseguenza della sospensione dell'erogazione dei prestiti da parte delle istituzioni creditizie, fu il blocco della circolazione della liquidità e provocò la vendita diffusa di titoli azionari e obbligazionari, causando una svalutazione impressionante degli stessi. La crisi si è poi propagata all'intera economia mondiale assumendo anche tratti sociali e culturali. Fu dunque necessario adoperarsi per cercare una via alternativa per garantire la sopravvivenza e l'aiuto alle imprese e alle persone in difficoltà, una soluzione che potesse assumere tratti innovativi, più equa e sostenibile, che superasse le debolezze emerse durante la crisi⁴⁵.

Un'evidenza rilevante infine giunse dal comparto delle imprese innovative statunitensi, le quali si rivolgevano al canale del *Venture Capital* per finanziare i loro investimenti. Essendo un canale alternativo, rispetto all'indebitamento bancario, l'impatto del *credit crunch* fu complessivamente ridotto, in tutto il biennio tra il 2007 e il 2009, in molti casi registrando performance aziendali in controtendenza rispetto all'intera realtà industriale americana⁴⁶. Il settore che maggiormente utilizzava, e utilizza tutt'ora, capitali di rischio di questo tipo era quello dell'ICT, *Information and*

⁴⁵ Marta Mainieri, "Collaboriamo! Come i social media ci aiutano a lavorare e a vivere bene in tempo di crisi", Hoepli, febbraio 2013.

⁴⁶ HIS, Global Insight per NVCA, National Venture Capital Association of USA. Report del 2011. <http://www.slideshare.net/nikhilkal/nvca-yearbook-2011>.

Communication Technology, guidato proprio dalle imprese fondate su Internet. Non si tratta di un episodio valido in termini assoluti e in nessun modo utile per generalizzare il fatto che alternative di raccolta di risorse finanziarie siano migliori rispetto al tradizionale ricorso al debito nei confronti di istituti creditizi. Molti sono i casi di imprese innovative o start up che privilegiano ancora il credito bancario, poiché esso rappresenta lo strumento più conosciuto per trovare i capitali iniziali, pur consapevoli della mancanza di un controvalore necessario per garantire l'investimento, e di prospettive spesso inesistenti, o molto poco definite, riguardo la crescita, da poter sfruttare come *asset* di valore; senza contare comunque il crollo della flessibilità e nel conseguente aumento del numero di rifiuti da parte degli istituti bancari nella concessione di prestiti e nell'erogazione del credito, dal 2007 ad oggi.

Tuttavia, nonostante il minore impatto e la rilevanza ancora marginale, il cambiamento è stato stimolato anche dalla capacità di fenomeni come questo di evidenziare dei limiti nella disposizione e nella distribuzione di investimenti alle imprese, soprattutto a quelle innovative o nascenti, in un'ottica di progresso estremamente celere⁴⁷.

Di fronte ad uno scenario così caratterizzato, modelli non sostitutivi, ma alternativi, si sono innestati nel sistema economico e finanziario tradizionale, alcuni sviluppandosi con un discreto successo: l'esempio più evidente è il modello della *Sharing Economy*, conosciuta anche come *Match Economy*, ossia un sistema socio-economico costituito dalla condivisione di risorse materiali, immateriali, economiche, finanziarie. Rachel Botsman, nel suo libro "*What's Mine Is Yours. The Rise of Collaborative Consumption*"⁴⁸ descrive le caratteristiche di un *business* che si realizza entro un modello di *Sharing Economy*; partendo dalla definizione, di "*modello economico basato sulla condivisione di risorse sottoutilizzate nei loro ambiti di competenza, in modo da generare maggiore efficienza e benefici, monetari e non*"⁴⁹, l'autrice individua:

- La **Collaborazione**, ossia l'atto del fornire risorse o servizi non utilizzati in cambio o meno di una controprestazione monetaria.

⁴⁷ NESTA, *Banking on Each Other*, 2013.

⁴⁸ Rachel Botsman, Roo Rogers "*What's Mine Is Yours. The Rise Of Collaborative Consumption*" HarperCollinsPublishers, settembre 2010. <http://rachelbotsman.com/>.

⁴⁹ Definizione da http://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2014/03/sharing-economy-e-crowdfunding_ivana-pais.pdf; si veda anche https://en.wikipedia.org/wiki/Sharing_economy.

- La **Coerenza**, la **Chiarezza** e la **Comprensibilità**, cioè l'attenzione alla trasparenza e il riferimento a valori quali l'onestà e la solidarietà, adottati come fondamenta di una strategia coerente nel breve e nel lungo termine.
- Il **Comportamento**, ossia una condotta umana e dignitosa, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta, con l'obiettivo di raggiungere risultati di miglioramento non solo economici.
- Il **Contatto**, che avviene solo tramite piattaforme online e fa in modo che gli utenti/clienti possano beneficiare dei servizi offerti dalla piattaforma, creando fiducia e stimolando l'accesso al servizio in questa modalità, piuttosto che l'acquisizione di un diritto di proprietà su di esso.
- La **Community**, che permette all'azienda di funzionare e di costruire un senso forte di appartenenza e di responsabilità collettiva attraverso lo scambio reciproco tra individui, abbattendo le barriere geografiche⁵⁰.

Il soggetto centrale della *Sharing Economy* è il consumatore, ma si tratta di un consumatore che vuole essere sempre di più parte attiva dei processi produttivi, che costituisce il *focus* principale di tutte le piattaforme di consumo collaborativo, nonché il fattore di *empowerment*: l'offerta delle piattaforme è ideata, creata e alimentata dai consumatori, secondo una logica orizzontale, non gerarchica e relazioni *peer-to-peer*, che annullano i confini tra i ruoli dei finanziatori, produttori e consumatori.

Proprio a questo concetto fa riferimento anche Lisa Gansky, nel suo libro "*The Mesh*"⁵¹ dove compara "*The Ownership Model vs The Mesh Model*" facendo riferimento ad un sistema a rete, abilitata relativamente all'accesso, più che alla proprietà dei contenuti, basato su una serie di operazioni di condivisione ripetute; la condivisione si sostanzia in operazioni di vendita che hanno però lo scopo di generare, oltre ad un ricavo, una serie di nuovi contatti; questi contatti, moltiplicano le opportunità, ad esempio per vendite successive aggiuntive, per rinforzare un marchio, per aumentare la competitività sul mercato, per migliorare o estendere i rapporti già in essere, a prescindere dalla "qualità", cioè dal tipo, di contatto. Lo scopo è collegare i nodi della rete in qualunque modo, con qualunque altro nodo, in qualunque direzione. Il modello è figlio indiscusso del *Web 2.0*

⁵⁰ <http://www.thismarketerslife.it/marketing/business-society/cera-una-volta-la-sharing-economy/>

⁵¹ Lisa Gansky, "*The Mesh: Why the Future if Business is Sharing*" Portfolio/Penguin Books; 2010.

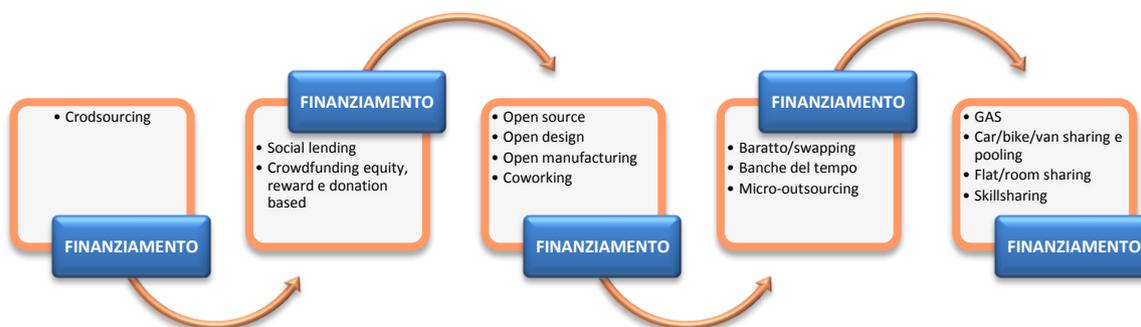
<http://www.slideshare.net/josanku/sharing-economy>

e dei *social media* in esso sviluppatasi, che generano la possibilità di associare la comunicazione allo scambio entro uno stesso (diffuso) servizio.

La *Sharing Economy* sposa inoltre un sistema valoriale molto diverso rispetto alla tradizionale logica capitalistica, specialmente riguardo ai consumi; l'approccio infatti è quello basato sulla sostenibilità, sull'etica, sulla riduzione degli sprechi, sul minore impatto ambientale; la soddisfazione dei bisogni attraverso il consumo tende a riflettere questi valori⁵². La *Sharing Economy* è una economia sostenibile costruita intorno alla condivisione di risorse, ossia alla possibilità data agli individui di dare ad altri l'accesso a ciò possiedono, per la soddisfazione di un altrui bisogno; questo meccanismo di interazione, non genera alcuno spreco e indirizza le persone alla creazione di comunità non basata sulla vicinanza fisica o geografica, ma etica⁵³.

La *Sharing Economy*, come detto, prevede uno sviluppo orizzontale lungo il quale articola le fasi produttive stimulate da strumenti e piattaforme ad hoc.

Grafico 2.1.1 L'ecosistema della *Sharing Economy*.



Fonte: elaborazione da Ivana Pais, “*Sharing economy e crowdfunding*”, Università Cattolica del Sacro Cuore. <http://www.slideshare.net/CasaNetural/che-cos-la-sharing-economy-ivana-pais-sharing-school>.

⁵² Marta Mainieri, “*Collaboriamo! Come i social media ci aiutano a lavorare e a vivere bene in tempo di crisi*”, Hoepli, febbraio 2013. <http://www.labsus.org/2014/12/collaboriamo-libro-di-marta-mainieri-sulla-sharing-economy/>
⁵³ Beth Buczynski, “*Sharing is Good: How to Save Money, Time and Resources Through Collaborative Consumption*”, New Society, 2013.

Queste fasi, valide per tutte le sfaccettature del modello economico in analisi, vengono mosse da quelle che sono le quattro macro-finalità principali della *Sharing Economy* e che racchiudono, classificandole, le varie tipologie di piattaforme operative e qualitativamente identificate rispetto alla finalità che perseguono.

- La redistribuzione e il riuso; in questo senso, la produzione può essere interpretata come il favorire lo scambio e la circolazione di beni già esistenti, e l'ideazione può voler anche dire l'utilizzo o il riutilizzo di una certa risorsa in modo innovativo, o per soddisfare un bisogno differente da quello del possessore della risorsa⁵⁴. Il mercato di riferimento può essere definito un “*second-hand market*” il cui obiettivo è il riposizionamento di risorse che altrimenti andrebbero sprecate; inoltre l'utilizzo di Internet non pone praticamente limiti di assortimento ai beni disponibili per il consumo. Il valore di questo sistema è rappresentato dal fatto che l'ammontare generato dalla somma delle vendite di pochi esemplari di un assortimento vastissimo di prodotti diversi, è in grado di superare l'ammontare di ricavi generato da moltissime vendite di una gamma limitata di prodotti⁵⁵.
- La possibilità di facilitare l'intensità e l'utilizzo dei beni durevoli; si tratta di beni che non vengono utilizzati in maniera proficua rispetto al loro potenziale reale; ciò non significa che non vengano utilizzati correttamente, ma semplicemente sono risorse non sfruttate. Queste risorse molto spesso assumono un valore davvero rilevante per semplice associazione del loro utilizzo in una dimensione spazio-temporale differente, per effetto della condivisione. La *Sharing Economy* estende dunque le possibilità di consumo dei beni sotto-utilizzati, massimizzandole, e di ottimizzazione dell'investimento sostenuto per l'acquisizione. Si pensi ad esempio ad una stanza, che attraverso la condivisione può essere “consumata” al massimo della sua capacità, permettendo l'utilizzo più efficiente di uno spazio vuoto in alcuni periodi temporali.

⁵⁴ Rachel Botsman, Roo Rogers “*What's Mine Is Yours. The Rise Of Collaborative Consumption*” HarperCollinsPublishers, settembre 2010. Pagg 126 e ss.

⁵⁵ Oliver Hinz, Jurgen Eckert, Berndt Skiera, “*Drivers of the long tail phenomenon: an empirical analysis*”, Journal of Management Information Systems, Vol. 27 Issue 4, 2011.
https://www.researchgate.net/publication/220591944_Drivers_of_the_Long_Tail_Phenomenon_An_Empirical_Analysis

- Lo scambio di servizi; valgono gli stessi ragionamenti affrontati per i beni durevoli anche per quello che riguarda i servizi. Lo scopo è quello di avvicinare e far incrociare la domanda e l'offerta di capacità e di prestazioni connesse a risorse immateriali, spesso personali. Un duplice beneficio, che deriva dallo scambio di prestazioni a titolo di servizi, è quello di collaborare alla costruzione della reputazione di chi offre le proprie conoscenze e abilità nel colmare un'esigenza, e quello di poter ottenere (scegliendolo) il miglior risultato possibile in termini di soddisfazione data l'ampiezza dell'offerta.
- La condivisione di *asset* produttivi; perseguono questa finalità tutte quelle piattaforme e quei servizi che si occupano di favorire la condivisione di macchinari, spazi, attrezzature aziendali specifiche, conoscenze e competenze professionali, eccetera, utili ad aumentare la produzione di un certo bene, o il suo consumo. Un effetto molto forte che scaturisce da questo sistema è il rafforzamento dei rapporti all'interno della *community*, grazie alla fiducia che si instaura tra gli *users*, che può portare ad un ampliamento particolarmente sicuro e stabile perché basato su contatti referenziati.

2.2 Il Crowdfunding. La definizione.

Nel panorama fin qui illustrato il termine Crowdfunding si colloca come un fenomeno nato come tipologia di finanza alternativa online e che si è anche declinato come strumento della *Sharing Economy*; tutti gli aspetti storici, economici e tecnologici fin qui trattati costituiscono le fondamenta su cui poggia l'evoluzione di questa innovazione economico-finanziaria, che sta cambiando in maniera efficace il modo di fare business e che costituisce una grande opportunità per la crescita e lo sviluppo del tessuto economico globale.

Il termine Crowdfunding, tradotto letteralmente in italiano finanziamento collettivo, deriva dall'idea che un gruppo di persone, tramite portali online, instaurino un processo collaborativo per sostenere (finanziare) un progetto o un'iniziativa di interesse condiviso, raccogliendo e utilizzando il proprio denaro in comune e spesso prescindendo da un ritorno economico⁵⁶. Venne coniato nel 2006, in occasione di una

⁵⁶ Steven C. Bradford, "*Crowdfunding and the Federal Security Law*", in *Columbia Business Law Review*, University of Nebraska –Lincoln, 2012; pagg. 10 e ss.
<http://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1118&context=lawfacpub>

raccolta fondi online per il finanziamento di una specie di incubatore di progetti relativi al mondo dei *video blog*, da Michael Sullivan⁵⁷, anche se la prima vera esperienza di Crowdfunding, ossia una raccolta fondi realizzata attraverso il finanziamento collettivo, risale al 1884 e riguarda il finanziamento per la costruzione del piedistallo della Statua della Libertà di New York, pubblicizzato da Joseph Pulitzer nel quotidiano “*World*”: il giornalista annunciò l’intenzione di raccogliere 100.000 dollari, dichiarando che avrebbe stampato sul giornale il nome di chiunque avesse donato fondi, a prescindere dall’importo. In soli cinque mesi furono raccolti 102.000 dollari, versati da 120.000 donatori diversi e che per l’80% avevano versato meno di un dollaro⁵⁸.

Nel “*Framework for European Crowdfunding*”⁵⁹, viene riportata la seguente definizione: “*Il crowdfunding può essere definito come lo sforzo collettivo di molti individui che creano una rete e uniscono le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni, solitamente attraverso o comunque con l’aiuto di Internet. I singoli progetti o le imprese sono finanziati con piccoli contributi da un gran numero di individui, permettendo ad innovatori, imprenditori e titolari di aziende di utilizzare le loro reti sociali per raccogliere capitali*”. I concetti essenziali che emergono da questa definizione sono: la presenza di una folla, il processo di raccolta fondi e il supporto di internet.

La folla è il soggetto che muove l’iniziativa; l’aggregazione spontanea di individui, mossi da un interesse comune, per le più svariate ragioni, verso un progetto, contribuisce alla sua realizzazione, mediante il libero versamento di un importo monetario; assumendo il ruolo di investitori, ogni individuo percepirà un beneficio misurato sulla base del suo investimento e della sua motivazione che lo hanno spinto a collaborare. La centralità della folla è un elemento che deriva dal fenomeno del

⁵⁷ <https://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/>; si veda anche “*Crowdfuture, The Future of Crowdfunding*”, <http://www.slideshare.net/crowdfuture>, pag. 15.

⁵⁸ Jonathan Harris, “*A Statue for America: The First 100 Years of the Statue of Liberty*”, Four Wind Press, New York, 1985. Si veda anche Joseph Pulitzer https://it.wikipedia.org/wiki/Joseph_Pulitzer.

⁵⁹ Kristof De Buysere, Oliver Gajda, Ronald Kleverlaan, Dan Marom, Matthias Klaes, “*A Framework for European Crowdfunding*”, www.crowdfundingframework.eu, 2012. <http://www.fundraising-school.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>.

Crowdsourcing⁶⁰, un modello di business che prevede di affidare lo sviluppo di un'idea ad una moltitudine di soggetti non precedentemente individuata e/o organizzata (*outsourcing*); alle fasi di elaborazione dell'idea, sia essa un prodotto, un servizio, un evento, si accede tramite una *open-call* aperta a tutti coloro che vogliono apportare un contributo⁶¹. Nel caso del Crowdsourcing la dimensione *social* di Internet permette il coinvolgimento di una molteplicità di individui, spesso elevata, con la finalità di generare una comunità che scambia idee e spunti progettuali, organizzativi, commerciali relativamente ad un progetto; nel caso del Crowdfunding invece, la folla diventa essenziale per il finanziamento, ossia per l'apporto di risorse di tipo monetario necessarie per lanciare un progetto già formato e delineato.

Attraverso Internet molti soggetti, coinvolti in maniera collettiva e stimolati ad interagire e dialogare, vengono invitati a fornire risorse finanziarie, in forma di donazione, o in cambio di una qualche ricompensa e/o diritto, al fine di sostenere una qualche iniziativa specifica⁶². L'opportunità di finanziamento da parte di una popolazione di *web-surfer* costituisce certamente un vantaggio, oltre che economico, anche, come accennato in precedenza, reputazionale, poiché i progetti e i loro ideatori subiscono l'azione di marketing e di validazione critica attraverso la rete. Il supporto ricercato nel Crowdfunding per il sostegno allo sviluppo e alla realizzazione dei progetti è dunque legato all'apporto di denaro, ovvero all'attività di *funding*, caratterizzata come finanziamento comunitario che si sostanzia in tanti piccoli contributi, anche di piccola e piccolissima entità, ma tali da realizzare un accumulo di risorse che permette la concretizzazione di idee e iniziative.

Lo spazio in cui avvengono queste operazioni è il web, grazie alla costituzione di apposite piattaforme dedicate al lancio, cioè alla pubblicazione, dei progetti sia che

⁶⁰Jeff Howe, "The Rise of Crowdsourcing", Wired Online Magazine, 2006
<http://archive.wired.com/archive/14.06/crowds>;

⁶¹"Crowdsourcing takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the crowd) in the form of an open call over the internet, with the intention of animating individuals to make a contribution to the firm's production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm". Frank Kleemann, G. Gunter Voß, Kerstin Rieder, "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing", Science, Technology & Innovation Studies, North America, luglio 2008; pag. 6.

⁶² Paul Belleflamme, Thomas Lambert, Armin Schwienbacher, "Crowdfunding: Tapping the right crowd", Journal of Business Venturing, 2013.
<http://perso.uclouvain.be/paul.belleflamme/papers/JBV2013.pdf>.

essi appartengano a qualsivoglia area di interesse (piattaforme dette generaliste) sia che riguardino temi specifici o si rivolgano a particolari settori (piattaforme dette verticali o tematiche). Negli ultimi dieci anni si è assistito ad una proliferazione di piattaforme, sistemi, applicazioni interattive, e portali adibiti al *matching* diretto tra le idee e i fondi, specialmente attirando l'attenzione su aspetti innovativi dei progetti o su prodotti e servizi in via di sviluppo⁶³.

2.3 Il Crowdfunding. I modelli.

Le piattaforme online attraverso le quali si concretizza la raccolta fungono da vetrine per i progetti, abbattendo i costi di transazione e occupandosi degli aspetti legislativi e costituiscono il cuore del meccanismo, fornendo le discriminanti della differenziazione delle modalità di sviluppo.

Una volta lanciato il progetto, la piattaforma provvede ad esporre le condizioni per il suo successo, in termini di tempo e denaro: la raccolta può avvenire secondo un modello “*all or nothing*”, oppure “*keep it all*”. Nel primo caso il successo della campagna dipende dal raggiungimento di un target, cioè di un importo minimo previsto affinché il progetto venga finanziato; ove questo non accada i fondi vengono restituiti ai contribuenti. Per le piattaforme che invece adottano il secondo principio, tutti i fondi raccolti vengono accettati, anche qualora il target non venga raggiunto nell'intervallo temporale previsto. Esiste poi un modello diverso, in forza del quale i finanziatori, una volta intrapresa l'attività prevista dal progetto finanziato, ricevono una remunerazione, calcolata come percentuale sul prezzo di vendita del prodotto/servizio realizzato; tale remunerazione è variabile in maniera solitamente proporzionale al sostegno offerto durante la raccolta⁶⁴.

Esistono diverse classificazioni delle piattaforme online, basate oltre che sulla tipologia di raccolta, su quella di iniziativa promossa e anche su quella di ritorno attribuito ai soggetti finanziatori; quest'ultima, anche se non propriamente flessibile, pare ad oggi essere la classificazione più rappresentativa dei modelli esistenti nel

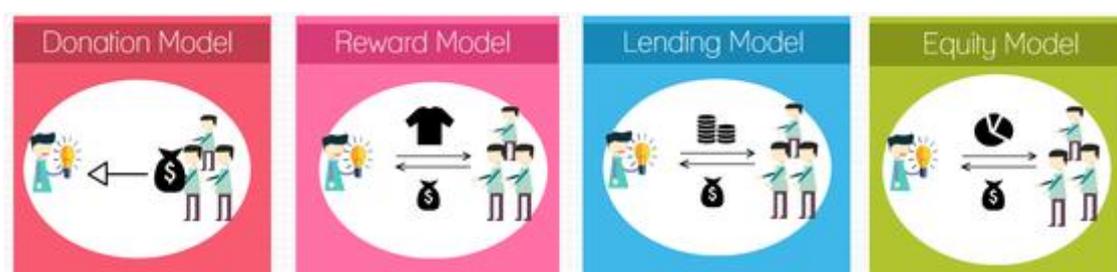
⁶³ Kristof De Buysere, Oliver Gajda, Ronald Kleverlaan, Dan Marom, Matthias Klaes, “*A Framework for European Crowdfunding*”, www.crowdfundingframework.eu, 2012. <http://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2013/02/European-Crowdfunding-Framework-Oct-2012.pdf>.

⁶⁴ Osservatorio CrowdFunding, “*1° Report itakliano sul Crowdinvesting*”, Politecnico di Milano, School of Management, giugno 2016.

panorama italiano, anche da un punto di vista normativo, nonché quella generalmente accettata anche nel resto del mondo in termini formali (come è constatabile anche dall'analisi fornita nel primo capitolo).

I modelli di Crowdfunding individuati sono quattro⁶⁵:

- **Donation-based Crowdfunding;**
- **Reward-based Crowdfunding;**
- **Lending-based Crowdfunding;**
- **Equity-based Crowdfunding;**



Fonte: www.crowdinvest.com

https://www.google.it/search?q=crowdfunding+donation+based+models&rlz=1C1GGGE_itIT642IT649&espv=2&biw=1366&bih=613&source=lnms&tbn=isch&sa=X&ved=0ahUKewjXrp2Qo_HQAhXFtBoKHewL CsMQ_AUIBygC&dpr=1#tbn=isch&q=+types+of+crowdfunding+crowdinvest&imgsrc=icWI7YuMgdoKfM%3A

Le categorie qui riportate permettono l'indagine dei profili di peculiarità e di divergenza del *modus operandi* delle piattaforme, ma anche la distinzione del diverso impatto (dato dalla motivazione personale) che gli attori che intervengono nel processo di compimento campagna hanno rispetto a progetti con obiettivi eterogenei.

2.3.1 Il modello Donation-based.

A questo modello si attribuisce l'origine del fenomeno del Crowdfunding. Esso non presuppone alcun tipo di ritorno o ricompensa per l'investitore, se non un riconoscimento morale e un appagamento personale. Lo scopo filantropico non è legato al funzionamento della piattaforma, né allo scopo di chi presenta il progetto, bensì è riconducibile al beneficio ottenuto da chi dona; di conseguenza tutti i progetti che non prevedono un vantaggio per il donatore rientreranno nel modello, siano essi *no-profit*

⁶⁵ L'analisi dei modelli di Crowdfunding fa riferimento alla trattazione sul tema a cura di Umberto Piattelli, "Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 7-21.

oriented o profit-oriented. Sono gli enti e le associazioni che promuovono campagne di beneficenza che più utilizzano questa tipologia di raccolta, insieme con i progetti a sfondo marcatamente sociale o civico.

Esempi di piattaforme italiane attive nella pubblicazione di progetti di Donation-based Crowdfunding sono Produzioni dal Basso, Iodono, Comoon e FunditalY.

Produzioni dal Basso (PdB) è stata la prima piattaforma italiana di Crowdfunding; fondata nel 2005 da Angelo Rindone, è ancora oggi una delle migliori tra le piattaforme che utilizzano il metodo di raccolta collettivo e collaborativo sulla base delle donazioni, sia per numero di progetti finanziati, sia per bacino di utenti coinvolti; PdB si occupa di fornire soluzioni, consulenze e supporto tecnico per il Crowdfunding, nonché le conoscenze, le competenze, le esperienze di un team di professionisti qualificati, che valorizzano da un lato lo strumento e dall'altro le idee, affinché possa crearsi una *community* in grado di realizzare un progetto. La piattaforma è aperta a tutti, chiunque può caricare progetti, siano essi a sfondo sociale, culturale, personale, di prodotto o di servizio; così come a chiunque è concesso di donare un proprio contributo⁶⁶.

La piattaforma Iodono ha come obiettivo quello di raccogliere fondi per le Organizzazioni No Profit, per le cause a loro vicine o per le iniziative da loro promosse. Iodono è la prima piattaforma di *Personal Fundraising* italiana e offre a chiunque la possibilità di diventare promotore della raccolta fondi per l'ONP che preferisce, diventando a sua volta protagonista attraverso l'apertura di una propria pagina nel portale. La scelta relativa agli utenti è giustificata dal fatto che, normalmente, i soggetti non dispongono delle risorse necessarie ad affrontare un investimento, ne, spesso, dei requisiti. Questa piattaforma costituisce un' alternativa molto economica, sicura ed equa, poiché tutte le ONP godono di pari opportunità di accesso alla raccolta e di aumento della platea di donatori/sostenitori, inoltre i servizi offerti dal portale sono gratuiti⁶⁷.

Comoon è nata nel giugno 2013, dalla collaborazione di una cooperativa sociale (Il Grande Carro) e di uno studio di design sostenibile (Rikrea), è un sito per sviluppare progetti sostenibili per chi ne ha reale bisogno, raccogliendo i fondi necessari

⁶⁶ <https://www.produzionidalbasso.com/>

⁶⁷ <http://www.iodono.com/>.

attraverso un Crowdfunding dedicato⁶⁸. Common si distingue dalle piattaforme consuete di Donation-based Crowdfunding perché è una piattaforma di progettazione, che raccoglie donazioni per lo sviluppo di progetti non ancora strutturati; la piattaforma conduce ad un progetto: *“Chi accede al portale non ha un progetto da realizzare, ma un problema da risolvere grazie ad un progetto ancora da realizzare [...] Con Common portiamo le competenze di professionisti di ogni settore al servizio del non profit, che non ha il capitale per l’innovazione [...]. Nella maggior parte dei casi le donazioni non vanno al richiedente, ma a chi lavorerà per mettere a punto il progetto. Al richiedente invece andrà il risultato del lavoro. E a chi ha donato, se vuole, la possibilità di replicarlo”*⁶⁹. Il target di questa piattaforma è il terzo settore e le richieste approvate per la pubblicazione, oltre che rispondere a requisiti di conformità, fattibilità, budget e tempo di raccolta, devono riguardare problemi risolvibili con l’ingegno, con una bozza di progetto, o in generale, con la produzione di una soluzione coerente ed elaborata all’interno di un team (la *community*). Nel portale in particolare sono indicati gli ambiti di rilevanza sociale nei quali sono individuati i problemi⁷⁰.

Funditaly è un portale di Crowdfunding cooperativo, di tipo generalista, che permette a chiunque abbia un’idea, di qualunque tipo di essere sostenuto nella preparazione del progetto e nella ricerca dei finanziatori. Le donazioni vengono raccolte in un fondo unico e i progetti più fortunati sono co-finanziati da quelli che non hanno raggiunto il loro obiettivo di raccolta. La piattaforma prevede dei target di offerta identici per tutti i progetti pubblicati; se alla scadenza la raccolta si attesta tra il 50% e l’89% dell’importo richiesto per la realizzazione, il progettista riceverà comunque il finanziamento, rinunciando ad una percentuale del 5% necessaria per l’incremento del fondo comune cooperativo; i progetti invece che raccolgono fino al 49% non vanno a buon fine, le donazioni vengono trasferite verso progetti simili, una volta ottenuto il consenso dei donatori; i progetti infine che raggiungono una raccolta pari o superiore al 90% del finanziamento richiesto, ottengono un bonus del 10% derivante dai fondi destinati ai progetti la cui campagna non ha avuto successo, o da donazioni dirette accumulate nel fondo comune cooperativo, o ancora da dichiarazioni spontanee dei

⁶⁸ <http://www.rikrea.it/social-design-e-common-it>.

⁶⁹ <http://www.common.it/>.

⁷⁰ <http://tropicodellibro.it/tipi/analisi/common/>.

donatori, che hanno finanziato un progetto non realizzato e che scelgono di sostenerne uno di “successo”⁷¹.

2.3.2 Il modello Reward-based.

La raccolta operata attraverso il modello Reward-based si caratterizza grazie al fatto che gli individui che sostengono economicamente un progetto ricevono qualcosa in cambio; la ricompensa è spesso simbolica ed ha un valore inferiore rispetto al finanziamento sostenuto, ovvero proporzionale al valore della donazione, ma permette comunque di suscitare l’interesse e il coinvolgimento della folla, senza che vi sia dispersione di risorse utili al progetto. La tipologia di ricompense solitamente considera un bene, uno sconto per l’acquisto di un futuro bene, l’invito ad un evento, un ringraziamento personalizzato, senza che sia prevista necessariamente una restituzione di denaro; praticamente ciò che accade è un processo di finanziamento di un progetto o di pagamento di un bene non ancora realizzato, che corrisponde ad un pre-ordine di un prodotto che sarà realizzato in caso di successo della campagna di raccolta, con lo scopo di ricevere il prodotto finito o il risultato del progetto come ricompensa. Uno dei servizi che infatti trova maggior riscontro in questo tipo di piattaforme, è la pratica della pre-vendita online (*online pre-selling*)⁷² di un prodotto che verrà realizzato con i fondi raccolti; raggiunta una certa soglia di pagamenti, cioè pre-ordini, la produzione verrà avviata e coloro che hanno effettuato l’ordine e finanziato l’attività riceveranno il bene finale, normalmente ad un prezzo scontato rispetto a quello di offerta al pubblico. Questa soluzione ha evidentemente una certa rilevanza, soprattutto per le start-up e per le PMI innovative, poiché consente di raccogliere il capitale necessario allo sviluppo di un nuovo ciclo produttivo solamente quando la folla ha confermato, anche in termini economici, il suo gradimento per il prodotto e la sua fiducia per il progetto, determinando quindi anche la fetta di mercato potenziale⁷³.

⁷¹ <http://www.funditaly.it/>.

⁷² “Crowdfuture 2°, The Future of Crowdfunding. Il Futuro del Crowdfunding in Italia”; <http://www.slideshare.net/crowdfuture>. Pag 24.

⁷³ “Crowdfuture 2°, The Future of Crowdfunding. Il Futuro del Crowdfunding in Italia”; <http://www.slideshare.net/crowdfuture>. Pag 6.

Tra le piattaforme italiane più conosciute che adoperano questo modello ci sono Eppela, Kendoo e WithYouWeDo.

Eppela è la principale piattaforma di Reward-based Crowdfunding per creativi e start up. È nata attraverso un'operazione di autofinanziamento, promossa dai suoi ideatori che chiedevano appunto un finanziamento di 12.000 euro, da raccogliere entro un mese, per lanciare la piattaforma stessa; raggiunta la quota target, Eppela ha iniziato a pubblicare progetti nel giugno 2011. Nel 2014 i progetti che hanno raggiunto o superato la quota target sono stati circa il 40%, con una media di 6500 euro di fondi raccolti per progetto. La piattaforma sostiene la sua attività trattenendo il 5% di ogni progetto che completa la raccolta fondi e viene finanziato, mentre per gli altri progetti il servizio è gratuito. Eppela è stata la prima piattaforma a ricompense istituita in Italia e tutt'ora detiene il titolo di leader, sostenendo il Crowdfunding come metodo di promozione e sostegno a vocazione sociale e partecipativa per i progetti creativi, che grazie al contatto con la *community* possono essere sviluppati e migliorati, con l'obiettivo di diffondere la conoscenza dell'economia partecipata come realtà concreta, che offre la possibilità di mettersi in gioco e sfidare i limiti del sistema economico tradizionale. Gli ambiti progettuali di Eppela sono moltissimi, dall'editoria, al teatro, alla tecnologia, al design, alla musica, allo sport e altri ancora; quello che la piattaforma chiede ai progettisti è che venga letteralmente raccontata la storia del progetto, che venga definito un sistema coerente e realizzabile di ricompense ai finanziatori coinvolti e che il progetto inneschi un meccanismo di cooperazione tale per cui i suoi sostenitori diventino anche ambasciatori, amplificando la portata dell'idea alla base dei progetti sia online che offline⁷⁴.

Kendoo è una piattaforma nata nel 2013 all'interno del Gruppo Sesaab Spa, editore de "*L'Eco di Bergamo*" e gestore di numerosi quotidiani lombardi online, grazie a Mediaon, un'altra società del Gruppo, che si occupa dello sviluppo di prodotti web innovativi. Si tratta di una piattaforma di Crowdfunding sociale "iperlocale", come definita da Mario Sangalli, amministratore delegato di Mediaon, in un articolo pubblicato su "*Crowdfuture. The Future of Crowdfunding*"⁷⁵ all'interno del blog dedicato. Essere locali significa avere una struttura di controllo e comunicazione vicina alla realtà in cui si agisce, una migliore capacità di comprendere e definire i bisogni, una

⁷⁴ <https://www.eppela.com/it>.

⁷⁵ <http://www.crowdfuture.net/>; <http://blog.crowdfuture.net/>.

maggior possibilità di intraprendere iniziative efficaci, condivisibili anche da potenziali partner (ad esempio il Credito Bergamasco e la Fondazione Credito Bergamasco, che consentono di sostenere ogni progetto pubblicato fin da subito con una quota del 10%). Non solo: essere locali significa anche entrare in contatto con tante realtà territoriali di nicchia, che operano per il territorio con entusiasmo e fatica, in favore di cause culturali, tradizionali, artistiche e sociali, e tuttavia così radicate da non riuscire ad attrarre l'interesse e l'aiuto di un pubblico più ampio. La piattaforma funge da punto nevralgico di comunicazione e aiuta a superare questi limiti, con l'obiettivo di sostenere e replicare i progetti di sostegno al territorio⁷⁶.

WithYouWeDo è la piattaforma creata da TIM che permette di sostenere il finanziamento progetti innovativi, rendendo concrete idee di talento in ambito digitale, mediante il supporto della *community*; gli ambiti di azione considerati dai progetti riguardano: l'innovazione sociale, ossia quelle soluzioni orientate alla creazione di prodotti e servizi che migliorano le condizioni sociali, o che hanno la capacità di rispondere a bisogni sociali; la diffusione della cultura "in digitale", dal un punto di vista dell'educazione, della comunicazione, della tutela del patrimonio culturale e dell'espressione della creatività; e la tutela dell'ambiente, cioè tutte quelle idee che attengono e promuovono la sostenibilità ambientale. L'impegno è quello di promuovere le iniziative che generano valore economico attraverso la creazione di valore sociale, e di favorire l'incontro tra domanda e offerta di fondi da parte di persone singole e/o imprese o istituzioni del mondo profit e no-profit. WithYouWeDo seleziona progetti in modo continuo, seleziona i migliori e li pubblica per un periodo di 120 giorni, durante i quali dovrà completarsi la raccolta fondi. Per i progetti che in 60 giorni raggiungono il 35% del loro *goal* TIM contribuisce per un ulteriore 35%, fino ad un massimo di 10.000 euro. Il contributo viene devoluto in caso di successo del progetto pubblicato, così da garantire, in un certo senso, che avvenga la ricompensa dei finanziatori. Dei 58 progetti pubblicati circa la metà (27) è andata a buon fine, con un equilibrio bilanciato tra le aree di intervento.

⁷⁶ http://www.ecodibergamo.it/stories/cultura-e-spettacoli/396261_kendoo/

2.3.3 Il modello Lending-based.

Il modello Lending-based differisce notevolmente dalle tipologie di raccolta descritte finora. Il motivo principale è che il presupposto dei contribuenti è quello di ottenere la remunerazione del capitale versato per la realizzazione del progetto; inoltre in molti casi il prestito si realizza tra privati, senza il ricorso agli intermediari specializzati indicati nell'articolo ex 106 del TUB⁷⁷, il Testo Unico Bancario. I prestiti attuati attraverso una modalità che permette il contatto diretto tra il mutuatario e coloro che hanno un potenziale interesse a prestare del denaro, vengono anche detti *peer-to-peer(lending)*; la creazione, grazie alla piattaforma online, che in questo caso assume tutti i rischi della trattativa in qualità di vero e proprio intermediario finanziario, di una comunità nell'ambito della quale i soggetti richiedenti e quelli prestatori/investitori interagiscono direttamente, facilita la formazione di relazioni forti e responsabili, lo sviluppo di *best practices* nella conduzione delle trattative e il raggiungimento di condizioni economiche e finanziarie, legate al prestito e all'impiego del denaro, favorevoli ad entrambe le parti. Quando invece vi è la presenza di un intermediario, la piattaforma funge da "agente" o "*match-makers*" tra le parti dello scambio e mette in contatto i finanziatori con il *fundraiser* una volta conclusa la campagna di raccolta fondi; a quest'ultimo verranno indirizzati gli importi destinati al progetto, nonché la loro gestione⁷⁸. Il Lending-based Crowdfunding è assimilabile ad un insieme di micro-prestiti offerti a tutti quei soggetti definibili come "non bancabili", ovvero non in grado di fornire garanzie sufficienti per accedere ai canali di prestito del sistema bancario; il motivo alla base del prestito per i finanziatori è quello di ottenere una qualche remunerazione del capitale, mentre per il *fundraiser*, cioè le piattaforme, l'obiettivo è quello di scegliere le offerte con i tassi di interesse più bassi, garantendo, per se stesse la remunerazione per l'attività di analisi, selezione, *matching*, e gestione dei finanziamenti e del rischio annesso; e per gli utenti la trasparenza e la disponibilità totale delle somme (nette) destinate ai progetti, in modo che siano gli investitori a decidere dove allocare le

⁷⁷ Testo Unico Bancario, Titolo V "*Soggetti operanti nel settore finanziario. Albo degli intermediari finanziari*". <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/int-106/>; <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/int-106/elenco/elenco-intfin-106.html>.

⁷⁸ Aldo Laudonio, "*La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*", Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale, giugno 2014. Pag 6. http://rivistaodc.eu/media/34208/laudonio_-_la_folla_e_l_impresa_rivista_odc.pdf.

proprie risorse, in base al rischio, alla durata e al tasso di rendimento dei progetti (solitamente raggruppati in categorie omogenee).

Un'altra tipologia sviluppatasi dal modello Lending-based, connotata da un diverso nesso di causalità tra progetto e prestito, è il Social-lending.

Questa forma, a metà tra la donazione e il prestito, consiste nella possibilità di fornire servizi finanziari a soggetti con basso profilo reddituale, che necessitano di risorse per realizzare progetti a sfondo sociale, imprenditoriali e non, legati ad un conteso locale all'interno del quale i progetti avranno impatto. La folla in questo caso presta il denaro non per ottenere profitto, ma perché crede e sostiene i progetti; infatti l'impegno del richiedente è quello di restituire il capitale prestato senza alcun tipo di aumento, dovuto all'applicazione di un tasso di interesse diverso da quello determinato dalla piattaforma e noto prima della pubblicazione dei progetti, spesso prossimo allo zero o vicino ai più bassi tassi di prestito al consumo (solitamente viene calcolato come media dei tassi dei singoli prestatori coinvolti e sarà dunque più basso tanto più elevato sarà il numero di contribuenti). Le piattaforme generano il proprio profitto trattenendo una commissione nel momento dell'erogazione del prestito e un'ulteriore percentuale erogata dai finanziatori, a fronte del servizio di cui hanno usufruito; così le operazioni effettuate sul mercato dei prestiti tra privati appaiono non solo più convenienti e flessibili, sotto il profilo finanziario, ma anche meno onerosi, relativamente ai costi applicati dai sistemi bancari tradizionali.

In caso di Social-lending il processo di erogazione viene svolto attraverso il coinvolgimento di un gestore detto *Field Partner*, ossia un intermediario che seleziona i progetti da pubblicare sulla piattaforma e ne segue l'andamento dal punto di vista finanziario; le attività di intermediazione e supporto offerte dai portali, nel trasferimento del denaro tra i soggetti privati coinvolti, sono del tutto assimilabili alle attività prestate dagli istituti di pagamento di *money transfer* classici, tipicamente fornire ai clienti un sistema di pagamento, costituito dal portale online, e prestare servizi aggiuntivi strettamente connessi a tale sistema. Le imprese o i privati interessati ad un prestito vengono sottoposti ad un'analisi che individuerà il loro profilo di rischio, assegnando un rating; verrà stilata dalla piattaforma una classifica dei progetti ed una loro categorizzazione, che permetterà di effettuare l'associazione precisa tra domanda e offerta di prestiti, sulla base di caratteristiche del richiedente come la sua storia creditizia, sulla sua affidabilità e sulla sua capacità di solvibilità. Infine verrà stabilito il

tasso di interesse, che sarà inversamente proporzionale al rating e variabile rispetto alla durata e alla categoria dei progetti.

Vale per ogni tipologia di progetto finanziato secondo il modello Lending-based Crowdfunding, la regola del frazionamento: le somme versate non possono essere destinate ad uno specifico progetto scelto dai finanziatori, ma vengono divise in più parti e assegnate a progetti simili, rispetto alle caratteristiche economico-finanziarie, di solito appartenenti a diverse categorie tematiche; in questo modo si riduce notevolmente il rischio di default, senza che venga intaccato il tasso di successo dei progetti.

Prestiamoci, Smartike e Borsa del Credito sono le piattaforme italiane che hanno adottato e lavorano utilizzando questo modello.

Prestiamoci è una piattaforma autorizzata dalla Banca D'Italia nel 2011, specializzata in operazioni di Peer-to-peer Lending, nata grazie all'osservazione e allo studio del fenomeno nei paesi anglosassoni. La piattaforma si rivolge a due categorie di soggetti: i richiedenti di finanziamenti configurabili come prestiti personali non garantiti, e i prestatori interessati a disporre dei loro risparmi in maniera alternativa, con l'aspettativa di un rendimento. Tutte le operazioni vengono svolte online, previa registrazione alla piattaforma; per ogni persona, Prestiamoci individua un tasso di interesse calibrato e lo associa al progetto pubblicato, cosicché ogni membro della *community* conosce tutte le informazioni che riguardano gli altri membri in maniera da sapere in modo trasparente chi sta richiedendo il prestito. Il richiedente propone la propria domanda di finanziamento, che deve essere selezionata e approvata dal gestore del portale. I prestatori, dopo aver consultato la bacheca dei progetti, comunicano l'importo che intendono investire, e il loro finanziamento viene diviso in quote: una parte di esse viene attribuita automaticamente ai progetti presenti sul *market place* soggetto all'interesse del prestatore, l'altra può essere investita in altri progetti selezionati direttamente dal prestatore, al fine di ridurre il rischio. Il richiedente che raggiunge un numero di quote sufficienti potrà accedere al finanziamento e dovrà versare le rate concordate e costanti che consentiranno al prestatore di rientrare del capitale e degli interessi. A fronte di un mancato pagamento di una rata, Prestiamoci farà ricorso ai servizi di società specializzate nel recupero dei crediti, in modo che solo i

richiedenti più meritevoli possano accedere alla *community* ed usufruire dei suoi vantaggi economici, mantenendo alto il livello di fiducia tra le parti⁷⁹.

La piattaforma Smartika ha richiesto ed ottenuto l'iscrizione all'albo degli Istituti di pagamento, introdotti con la Direttiva EC "*Payments Service Directive*" del 2007, recepita in Italia nel gennaio 2010 con Decreto Legislativo 11/2010⁸⁰.

Smartika offre un servizio di intermediazione di pagamenti, in quanto trasferisce somme di denaro tra soggetti privati che utilizzano una piattaforma online per prestare o chiedere a prestito denaro. Rispetto al *money transfer* tradizionale, che è aperto a clienti occasionali mossi da finalità riservate, Smartika offre il servizio ad un mercato delimitato di clienti, registrati sulla piattaforma, che operano tra loro con un fine determinato e conosciuto sia dalla *community* che dai gestori del portale.

Il richiedente deve compilare un'apposita *application form* online ottenendo in tempo reale il suo rating, ossia la sua classificazione in base al merito creditizio, verificata dagli analisti della piattaforma; e il preventivo esatto del prestito a lui assegnabile. Il sistema compone sempre il miglior prestito possibile, considerando per prime le quote offerte a tassi minori e mantenendo un numero medio di prestatori per ogni richiedente pari a 200. Se il richiedente accetta le condizioni si riconosce contrattualmente debitore dei prestatori e il denaro viene bloccato e riservato a lui. Il prestito viene approvato ed erogato definitivamente dopo un'analisi documentale effettuata dalla piattaforma; le rate mensili vengono pagate/addebitate automaticamente tramite RID e incassate da Smartika, che provvede alla redistribuzione ai prestatori, in base alle quote capitale e interesse di spettanza. Tutti i flussi di denaro avvengono attraverso conti di pagamento intestati alle parti, gestiti dalla piattaforma e tutelati per legge. Dal punto di vista dei prestatori, si ha l'attivazione sulla piattaforma delle offerte mediante l'indicazione dell'importo e della durata del prestito, del tasso di interesse desiderato e della tipologia (rating) di clienti a cui prestare. Per diversificare il rischio, l'importo prestato da ciascun finanziatore viene diviso in 50 parti uguali, destinate a finanziare altrettanti progetti. Il prestatore può inoltre modificare la sua offerta in ogni momento e disporre riguardo i

⁷⁹ <https://www.prestiamoci.it/>; <https://www.fasi.biz/it/notizie/approfondimenti/13854-finanza-alternativa-prestiamoci-startup-del-social-lending.html>.

⁸⁰ <https://www.abi.it/Pagine/Mercati/Sistemipagamento/Direttiva-europea-sui-servizi-di-pagamento/Direttiva-europea-sui-servizi-di-pagamento.aspx>;
http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2010-02-13&atto.codiceRedazionale=010G0027.

movimenti del suo conto di pagamento⁸¹. Il sistema ha dato per ora grandi risultati, soprattutto grazie all'assenza di asimmetria informativa, a pressoché inesistenti costi di gestione del servizio e all'ottima regolarità nei pagamenti da parte dei richiedenti (99,5%). In un'intervista, condotta il 18 giugno 2013 dalla redazione della rivista "Vita" e pubblicata sul n°12 di "Vita Bookazine"⁸², il marketing manager dell'azienda, Carlo Vitali, afferma: *"È un sistema molto ingaggiante [...] e va incontro in modo efficiente a chi ha bisogno di un prestito. [...] il sistema si regge naturalmente se i prestiti vengono ripagati. Per questo siamo più flessibili e veloci delle banche, tanto che i nostri prestiti arrivano nel giro di una settimana e riusciamo a trattare anche contratti precari. Però il sistema deve necessariamente essere molto selettivo. Su 100 richieste, infatti, ne passano dalla preselezione solo un 25% di cui successivamente ne vanno a buon fine solo 6 o 7"*.

BorsadelCredito è stata fondata nel 2013, dedicata specificamente alle imprese e funge da *marketplace-lending* nel quale trovare velocemente una soluzione di credito. BorsadelCredito è il primo portale web italiano che aiuta gratuitamente e permette alle aziende, normalmente di piccole e medie dimensioni, di accedere ai prestiti di tipo *peer-to-peer*⁸³. L'imprenditore che vuole utilizzare la piattaforma deve registrarsi e inserire nel sito le informazioni necessarie, riguardo l'azienda e le ragioni alla base della richiesta del prestito; le imprese ottengono entro 24 ore una accurata valutazione e se la verifica risulta positiva, il prestito viene erogato in conto corrente in 3 giornate lavorative (*time to cash*), per un valore che parte da 10.000, euro fino ad un massimo di 150.000. Il richiedente paga il costo di istruttoria, per un valore variabile a seconda dell'importo richiesto e del mercato dell'azienda; un ulteriore costo per l'impresa è una sorta di assicurazione per i suoi prestatori, che varia tra lo 0,3% e il 3% dell'ammontare del prestito; non dovendo il richiedente aprire un apposito conto corrente per l'operazione, non vi sono altri costi di gestione o commissioni di disponibilità. I

⁸¹ <https://www.smartika.it/it/index.html>;
<https://www.smartika.it/static/upload/sma/smartikacomeip.pdf>;
<http://www.affaritaliani.it/static/upload/pres/0004/presentazione-affaritaliani-it-15-luglio-2014.pdf>.

⁸² Vita Bookazine #12, "Smartika: il web che finanzia i tuoi progetti". 18 giugno 2013.
<http://www.vita.it/it/article/2013/06/18/smartika-il-web-che-finanzia-i-tuoi-progetti/123985/>.

⁸³ <https://www.borsadelcredito.it/>; Maurizio Di Lucchio, "Borsa del Credito: Analisi di bilancio e consulenza. Le banche pagano la commissione", Corriere della Sera sezione Finanza; 3 febbraio 2014. http://www.corriere.it/economia/speciali/2014/autoimpiego/notizie/borsa-credito-analisi-bilancio-consulenza-commissione-pagano-banche-9ff3bd62-875d-11e3-b7c5-5c15c6838f80.shtml?refresh_ce-cp.

potenziali finanziatori possono essere persone fisiche, giuridiche e istituzionali; per questi ultimi non ci sono limiti riguardo l'ammontare del prestito, mentre per le altre due categorie di finanziatori l'importo massimo destinabile come prestito è di 50.000 euro. Per il finanziatore è come aprire un conto deposito non vincolato; una volta aperta la posizione il cliente è libero di scegliere le imprese in cui investire, sulla base del rapporto tra rischio e durata, dell'ammontare complessivo del prestito e del tasso di interesse. La piattaforma fornisce una consulenza per capire se la domanda e l'offerta sono allineate, oppure consiglia dei portafogli pre-impostati; il cliente può comunque agire in completa autonomia e in qualsiasi momento sulla propria offerta. Tra i vantaggi principali evidenziati da Antonio Lafiosca, socio e Chief Operating Officer di BorsadelCredito⁸⁴, vi sono un'estrema diversificazione dell'investimento per una percentuale di circa l'1% in ogni singola azienda; un'attenta selezione dei clienti ed una loro valutazione strutturata, attraverso la creazione di modelli semi automatici di gestione delle informazioni economico-finanziarie, relative agli attori dell'azienda coinvolti nell'operazione di prestito; un fondo di protezione, alimentato dai premi pagati dalle imprese richiedenti in base al proprio tasso di rischio di default stimato (e aggiornato continuamente); ed infine il ricorso al mercato secondario, che permette ad ogni prestatore, in caso di imprevisti, di rivolgersi agli altri finanziatori e verificare la loro disponibilità ad acquistare i propri crediti all'interno della piattaforma.

2.3.4 Il modello Equity-based.

Questo modello rappresenta l'evoluzione più recente del Crowdfunding ed è attualmente l'unica tipologia soggetta ad una normativa appositamente formulata nel nostro Paese. Si tratta di una raccolta fondi che permette alla folla l'acquisto di quote di capitale sociale delle società che promuovono il proprio progetto attraverso la piattaforma online; lo scopo è raccogliere risorse fino al raggiungimento del target prefissato e poi dare luogo alla fase di vera e propria sottoscrizione dell'investimento, che costituisce la ricompensa per il finanziamento, con l'acquisizione del complesso di diritti patrimoniali e amministrativi derivanti dalla partecipazione all'impresa. Alla base

⁸⁴ Gianmarco Paglietti, *"Una piattaforma per il rilascio di finanziamenti alle imprese: Borsa del Credito"*, Consorzio Camerale per il credito e la finanza. Appunti n°61 ottobre 2015. http://www.consorziocreditefinanza.it/wp-content/uploads/2016/09/17.-Dalla-newsletter_Una-piattaforma-per-il-rilascio-di-finanziamenti-alle-imprese-Borsa-del-Credito-ottobre-2015.pdf.

del modello Equity-based vi è l'idea di stimolare la partecipazione finanziaria collettiva e diretta di investitori privati o imprenditori, a supporto delle nuove realtà imprenditoriali innovative, le start up, o dei progetti ad alto valore innovativo, ritenuti in grado di crescere e di aggiudicarsi una posizione nel mercato. L'ampia partecipazione garantisce l'esistenza di una *community* e abilita gli investitori ad una presenza attiva nello sviluppo di un progetto, proprio in virtù del fatto che non si limitano all'apporto del contributo economico, ma diventano *shareholder*, ovvero portatori di un interesse specifico, prendendo parte alla valutazione del progetto e alla creazione di relazioni e legami con tutti i soggetti che nutrono interesse verso l'idea imprenditoriale. Hemer fornisce una definizione di Equity Crowdfunding che mette in evidenza le differenze rispetto alle forme di finanziamento tradizionali: “*Entrepreneurs make an open call for funding on a crowdfunding platform, and investors make their decisions based on the information provided therein. Moreover, the crowdfunding platform facilitates the transaction by providing a standardized investment contract and settling the payments*”⁸⁵. Da questa definizione emergono due concetti fondamentali per il funzionamento dello strumento: è necessario l'impegno da parte dell'imprenditore nel fornire tutte le informazioni utili ai finanziatori per prendere le loro decisioni di investimento; la piattaforma deve avere un ruolo attivo, contribuendo alla definizione di un contratto di finanziamento standardizzato e occupandosi dei trasferimenti di denaro.

Partendo dalle riflessioni di Hemer, Ahlers deduce la seguente definizione: “*Equity crowdfunding is 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*”⁸⁶; è dunque un modello di Crowdfunding a tutti gli effetti, poiché mantiene le sue principali caratteristiche, ovvero una folla di investitori e una piattaforma online, quello che cambia sono la veste del soggetto richiedente, che necessariamente ricoprirà il ruolo di imprenditore, e la veste dei finanziatori, che necessariamente ricopriranno il ruolo di azionisti.

⁸⁵ Joachim Hemer, “*A Snapshot on Crowdfunding*”, Working Paper. Fraunhofer ISI; 2011. <https://pdfs.semanticscholar.org/0d17/87ac1516943c47428a02e24dd73e9a7de7be.pdf>.

⁸⁶ Gerrit K.C. Ahlers, Douglas Cumming, Christina Günther, Denis Schweizer, “*Signaling in Equity Crowdfunding*”. Working Paper Series, 2013. Pagg 4-8. <https://pdfs.semanticscholar.org/0d17/87ac1516943c47428a02e24dd73e9a7de7be.pdf>

All'interno del modello Equity-based possono essere distinte due tipologie di Crowdfunding, differenti per la modalità di aggregazione adottata dagli investitori non professionali: vengono chiamati “*modello club*” e “*modello holding*”.

- Nel *modello club* gli investitori non professionali fanno parte di un gruppo ad adesione volontaria e l'acquisizione della partecipazione azionaria viene offerta ai membri del *club* invece che essere indirizzata al pubblico. Ad ogni persona fisica che desidera investire nel progetto imprenditoriale, viene richiesto di depositare una certa somma di denaro che verrà impiegata successivamente, una volta che il progetto e il suo proponente avranno superato, con esito positivo, il processo di analisi e verifica dei requisiti essenziali per la pubblicazione.
- Nel *modello holding* (o cooperativa) si costituisce una cooperativa formale che funge da meccanismo di collezione dell'investimento. La società costituita all'interno dei portali online è detta *Special Purpose Vehicle* (SPV) e raduna al suo interno i contribuenti individuali in un'unica entità; è quest'ultima ad investire poi nella società privata: gli investitori non professionali diventano finanziatori di un apposito veicolo societario che garantisce loro l'attribuzione di specifici diritti di prelazione e l'eliminazione dell'effetto diluizione.

Un'ulteriore tipologia sviluppatasi più di recente è quella definita *Revenue-sharing model*: si tratta di un'associazione di un numero aperto e indeterminato di investitori, agli utili e alle perdite derivanti dall'attività finanziata, nei limiti del conferimento effettuato da ogni singolo investitore. La fattispecie può essere ricondotta, all'interno dell'ordinamento italiano, a quella dell'associazione in partecipazione, disciplinata nel Codice Civile dagli articoli 2549 e seguenti⁸⁷. Il rapporto deve essere contrattualizzato in maniera adeguata, per evitare che vengano applicate norme ulteriori e non compatibili nell'ambito del Crowdfunding. In Italia questa metodologia ha facilitato l'accesso ai capitali a diverse start up innovative, che hanno avuto la possibilità di sponsorizzare i loro progetti sulle piattaforme permettendo alla platea di investitori di acquistare partecipazioni al capitale di rischio. Un aspetto problematico resta l'impossibilità di dedurre fiscalmente gli utili attribuiti agli associati; questo potrebbe pesare notevolmente sulla redditività netta del progetto imprenditoriale, soprattutto se si tratta di start up.

⁸⁷ Codice Civile, Libro V “Del Lavoro”. Titolo VII, “Dell'associazione in partecipazione”. Artt. 2549 e ss. <http://www.ipsoa.it/codici/cc/l5/t7>.

In Italia diverse piattaforme operano utilizzando il modello Equity-based Crowdfunding; tra queste ci sono ad esempio SiamoSoci, CrowdFundMe, Unicaseed e StarsUp.

La piattaforma SiamoSoci nasce nel 2010 con l'obiettivo di stimolare la crescita, senza discriminazione di settore, attraverso l'innovazione e la creazione di nuove imprese, e con la consapevolezza della sempre maggiore attenzione di investitori privati rispetto ad opportunità di sviluppo del tessuto imprenditoriale, anche al di fuori di logiche puramente finanziarie. Gli investitori possono trovare, attraverso il portale, aziende di cui comprendono il business e raccogliere tutte le informazioni necessarie per valutare e selezionare i progetti su cui puntare in maniera autonoma, creando facilmente dei gruppi di investimento (*club deals*) focalizzati, ma ricchi di profili e di professionalità diversi, che migliorano e semplificano la comunicazione e il monitoraggio del progetto oggetto di interesse. La logica seguita è quella di mercato, ove sono gli investitori a decidere i soggetti meritevoli dei finanziamenti, sulla base delle idee, della capacità degli imprenditori di sostenerle, grazie alle loro competenze, e anche della completezza e trasparenza informativa. Il funzionamento della piattaforma è abbastanza semplice: le start up e le PMI innovative si iscrivono in una apposita sezione chiamata *Directory* attraverso la quale godono subito di visibilità e della possibilità di comunicare con la *community* e scambiare risorse, partnership, feedback, opinioni. Successivamente, ogni richiedente riceve un account con il quale può accedere alla sezione dedicata alla ricerca dei capitali; in quest'area vengono guidati e sostenuti dalla piattaforma, nella composizione della documentazione esplicativa del progetto e nella composizione della richiesta di finanziamento. La valutazione e la verifica finali restano una prerogativa di SiamoSoci, a cui spetterà l'approvazione per la pubblicazione. Una volta online, il profilo del richiedente, comprensivo della proposta progettuale, diventa visibile ai potenziali investitori, che potranno documentarsi e analizzare ogni informazione necessaria e pertinente al progetto, comunicare direttamente con l'imprenditore e manifestare il loro interesse. Le proposte vengono raccolte in piccoli *club deals*, in cui i potenziali investitori sono disposti a coprire una percentuale normalmente tra il 10% e il 20% del capitale. In questo modo le operazioni coinvolgono un numero limitato di soggetti ed è il richiedente stesso a mantenere la scelta finale su chi accogliere in qualità di nuovo socio, in base ai contatti stabiliti e costruiti e all'affinità e compatibilità con gli investitori. Si tratta di un meccanismo, basato sulla

condivisione, che tutela sia gli interessi degli imprenditori, sia quelli degli investitori, che possono così ottenere l'attenzione e la fiducia degli *startupper* lungo tutto il processo del business⁸⁸.

CrowdFundMe è nata nel 2012 con il preciso intento di consentire, attraverso il sostegno degli utenti della rete, a giovani e ragazzi (in una fascia di età che va dai 18 ai 35 anni) di sviluppare progetti con un ottimo potenziale, ma in completa assenza di capitale per avviare la propria impresa. Il team di CrowdFundMe accompagna lo *startupper* anche nei vari passaggi dello sviluppo del progetto, dalla compilazione del business plan, allo sviluppo del piano di comunicazione e marketing, valutando passo dopo passo la bontà dell'idea. Se il progetto risulta idoneo, la piattaforma lo sottoporrà all'attenzione di PoliHub, l'incubatore di imprese del Politecnico di Milano, incaricato di accertarne la fattibilità tecnico-operativa. All'approvazione di PoliHub segue un'ultima verifica, dal punto di vista legale, dopodiché CrowdFundMe pubblicherà online la start up e avvierà la ricerca dei finanziamenti.

Agli investitori è chiesto di sottoscrivere quote di capitale delle start up meritevoli, che hanno superato le fasi di selezione. Ogni utente interessato potrà immettere l'ordine sul portale attraverso un *form*; il pagamento sarà eseguito nell'ambito di un servizio di investimento, in seguito alla conclusione di un contratto apposito con l'istituto bancario partner della piattaforma, che fornirà l'assistenza necessaria al cliente in fase di esecuzione dell'ordine. L'intestazione degli strumenti finanziari e dunque la qualifica di socio, avverrà una volta perfezionato l'ordine, ovvero quando verrà ricevuta la conferma di avvenuto pagamento e sarà trascorso il periodo di recesso o revoca.

Agli investitori è consentito investire su CrowdFundMe fino a 999 euro per ogni progetto pubblicato, secondo le modalità stabilite in accordo con l'imprenditore e contrattualmente rilevate. L'intermediario bancario provvederà ai trasferimenti di denaro, comunicandoli alle parti una volta concluso il periodo di raccolta, mentre la piattaforma riporterà l'andamento circa la raccolta in essere, mettendo a disposizione dell'imprenditore una sezione online con cui comunicare e tenere aggiornati i suoi finanziatori. Uno dei fattori che più hanno contribuito al successo di questa piattaforma

⁸⁸ <https://siamosoci.com/>; le informazioni riguardo il funzionamento della piattaforma SiamoSoci sono state tratte anche dall'intervista a Dario Giudici, co-fondatore e CEO di SiamoSoci, "L'esperienza di Siamo Soci" a cura di Daniela Castrataro, Tim Wright, Imke Bähr, Carlo Frinolfi in "Crowdfuture. The Future of Crowdfunding". Gennaio 2013. Pagg 100-104. <http://www.slideshare.net/crowdfuture/ebook-crowdfuture>.

è la qualità delle informazioni che vengono veicolate, non solo all'interno della community, ma anche al suo esterno, in totale assenza di asimmetrie informative⁸⁹.

Unicaseed⁹⁰ è una piattaforma gestita dalla società Unicasim, SpA di intermediazione mobiliare autorizzata a gestire portali di Equity Crowdfunding. La società ha avviato nel corso del 2013 la consulenza per l'emissione dei *mini bonds*, e delle cambiali finanziarie, e l'attività di gestore di portali per la raccolta di capitale di rischio delle start up innovative. Unicaseed consente all'utente tre distinti livelli di operatività: l'area pubblica, per chi naviga nel sito e desidera accedere alle informazioni generali sulla piattaforma, o sfogliare i progetti pubblicati; l'area registrata che permette agli utenti di accedere ad un livello di informazione sui progetti più completa e dettagliata, nonché entrare in relazione con la società Unicasim, pur non avendo ancora la possibilità di investire. Al gestore, la registrazione degli utenti consente di sapere chi naviga sul portale e di produrre statistiche sulla frequenza di navigazione, sulla tipologia di utenti, sui contenuti più visualizzati, eccetera. Nell'area identificata, infine, l'utente verrà registrato similmente a quanto accade per l'utilizzo di piattaforme di *trading* o di *home banking*. È dunque prevista la sottoscrizione di un contratto. Tramite un bonifico bancario da accreditare sul suo nuovo rapporto con Unicasim l'investitore sarà identificato, a prescindere dall'importo bonificato, che può essere anche di un solo euro. Una volta che il gestore avrà verificato la capacità del cliente di sostenere finanziariamente l'investimento e il possesso della necessaria competenza ed esperienza, egli avrà libero e completo accesso alle opportunità presentate dalla società o pubblicate sul portale Unicaseed, investendo nel capitale di una start up innovativa. Unicaseed inoltre sottolinea i notevoli vantaggi derivanti dall'essere integrati con una società di intermediazione finanziaria e anche l'importanza primaria che assume il tema della protezione dei risparmiatori rispetto alle scelte dei progetti; queste sono le ragioni per cui ogni start up deve sottoporre una documentazione precisa, chiara, esaustiva, trasparente ed aggiornata all'analisi del portale, che non amplierà però tale analisi agli aspetti economici e al valore commerciale del progetto⁹¹.

⁸⁹ <http://www.crowdfundme.it/>;

<http://soldielavoro.soldionline.it/approfondimenti/crowdfundme-un-modo-alternativo-di-fare-imprese-grazie-alla-rete>.

⁹⁰ <http://www.unicaseed.it/>.

⁹¹ Umberto Piattelli, *"Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?"* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 7-21.

StarsUp è una piattaforma è gestita dalla società StarsUp s.r.l., costituita nel 2013, che ha sviluppato e consolidato la sua esperienza nel mercato dei servizi all'imprenditoria innovativa e un network istituzionale e professionale qualificato. La società ha ottenuto l'iscrizione del suo portale online, nel registro Consob dedicato, nell'ottobre 2013. Gli scopi perseguiti da StarsUp sono principalmente quelli di valorizzare l'innovazione italiana, soprattutto in quei settori in cui il nostro Paese è "tradizionalmente all'avanguardia", ad esempio quello agroalimentare, quello manifatturiero, quello della cultura e della creatività, quello turistico; di proporre progetti di "new economy" capaci di produrre utilità per la collettività; e di individuare quelle realtà imprenditoriali in grado di conquistare i mercati. *"Ci proponiamo di coinvolgere in questo percorso l'eccellenza imprenditoriale italiana, la ricerca, i progetti sociali, le università, gli incubatori ed il mondo professionale con l'obiettivo di offrire agli investitori progetti che siano comprensibili ed il più possibile coinvolgenti e visionari e garantire agli emittenti un percorso giuridico affidabile, ante e post offerta"*⁹². Il team che gestisce la piattaforma può offrire il suo supporto e la sua professionalità per l'intera durata del processo di offerta e sottoscrizione, comprese le attività preparatorie, propedeutiche per il corretto avvio e sviluppo dei progetti; la piattaforma ha attivato alcune procedure per presidiare aree critiche di attività al fine di: rendere l'investitore consapevole circa l'investimento in start up e PMI innovative; ridurre e gestire i rischi di frode e i conflitti di interesse, e assicurare il corretto trattamento dei dati personali; trattare i reclami; gestire la risoluzione stragiudiziale delle controversie. I servizi che questa piattaforma offre, in modo diretto o attraverso il suo network professionale, includono l'analisi preventiva del progetto da avviare e la verifica dei requisiti per essere pubblicato, l'individuazione delle attività chiave, organizzative e societarie, per la raccolta dei capitali, il sostegno nella presentazione del progetto agli investitori; per le aziende che hanno già raccolto il capitale, StarsUp offre il supporto all'avvio, allo sviluppo delle attività, all'analisi strategica, alla predisposizione dei piani industriali, alla valutazione di sistemi di controllo, alla verifica di conformità alle disposizioni normative.

L'operato della piattaforma avviene in modo completamente trasparente e aggiornato rispetto agli investitori, ai quali, egualmente, viene offerto di essere seguiti attraverso apposite consulenze durante le fasi dell'iniziativa in cui hanno scelto di investire. Ciò

⁹² <http://www.starsup.it/>; <http://www.starsup.it/cosa-facciamo>.

che invece esula dall'attività di Starsup è l'esecuzione diretta degli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sul portale, che vengono trasmessi esclusivamente a banche partner o SIM (dunque non vi è mai detenzione di denaro di pertinenza degli investitori da parte della piattaforma o della società che la gestisce). Inoltre, una volta conclusa l'operazione, la piattaforma non aggiornerà i sottoscrittori relativamente all'andamento dei loro investimenti, in quanto questi perfezionano un contratto con un emittente finanziario che si occupa dell'intermediazione dei flussi di denaro.

Capitolo III. Il panorama legislativo italiano del fenomeno del Crowdfunding.

3.1 Il primo testo normativo sul Crowdfunding: il “*JOBS Act*” statunitense.

Il nostro Paese ha adottato a partire dal 2012 sia una regolamentazione primaria sia una legislazione di secondo livello per disciplinare il fenomeno del Crowdfunding, limitandosi però ad una sola delle modalità con cui operano le piattaforme online, in particolare, al modello Equity-based. Al momento in Europa non esiste un regolamento completo per tutti i modelli in grado di determinare, in senso normativo, tutte le varie formule in cui lo strumento si declina.

Il fenomeno ha avuto un notevole sviluppo e conosce di una certa notorietà a livello globale da diversi anni, tra gli altri motivi anche perché è stato utilizzato in occasioni di finanziamento di iniziative di interesse collettivo marcato. Uno degli esempi più noti è stato quello di Barak Obama, che nel 2008 ha utilizzato la formula Reward-based per finanziare la sua campagna elettorale⁹³.

È proprio dagli Stati Uniti che parte l’iniziativa per l’adozione di un testo legislativo dedicato specificamente al Crowdfunding: il 5 aprile 2012 viene approvato il “*Jumpstart our Business Startups*”, conosciuto come “*JOBS Act*”, con lo scopo di consentire alle imprese del Paese di reperire più facilmente risorse nel mercato dei capitali, in particolare in tutti quei casi di imprese di recente costituzione: per le start up viene evidenziato il valore innovativo della nuova regolamentazione, perché interviene in uno scenario tradizionale dove le piccole imprese possono contare solamente su di un piccolo gruppo di investitori, cioè le istituzioni creditizie e le personalità riconosciute e benestanti, nel rispettivo settore⁹⁴; con l’entrata in vigore di questa legge viene consentito alle entità imprenditoriali più piccole e/o più giovani di avere accesso “*to a*

⁹³ Valerio Maccari, “*Crowdfunding: il finanziamento arriva da internet*”, 2013.

<http://www.repubblica.it/economia/affari-e->

[finanza/2013/07/22/news/crowdfunding_il_finanziamento_arriva_da_internet-63441781/](http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2013/07/22/news/crowdfunding_il_finanziamento_arriva_da_internet-63441781/).

⁹⁴ Ilaria Capelli, “*L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*”; V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “*Orizzonti del Diritto Commerciale*”; 21-22 febbraio 2014.

*big, new pool of potential investors, namely the American people. For the first time, ordinary Americans will be able to go online and invest in entrepreneurs that they believe in*⁹⁵.

Il Titolo III del “*JOBS Act*”, noto come “*Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure act*”, o “*Crowdfund Act*” è stato portatore di modifiche all’interno della Sezione IV del “*Securities Act*” del 1993 ed ha previsto singolari esenzioni, finalizzate a consentire l’esercizio dell’intermediazione finanziaria in tema di Crowdfunding: nel “*JOBS Act*” viene introdotta la fattispecie dell’offerta al pubblico di *crowdfunded securities*, esonerando i soggetti che emettono tali strumenti dal possesso dei requisiti necessari per la registrazione presso la SEC⁹⁶; devono essere rispettati il valore dell’offerta, complessivamente inferiore al milione di dollari, e il valore dell’investimento, di ammontare inferiore ai 2.000 dollari, o al 5% del reddito annuale dell’investitore nel caso in cui quest’ultimo sia al di sotto dei 100.000 dollari, ovvero di ammontare inferiore al 10% del reddito annuale dell’investitore, quando questo sia superiore ai 100.000 dollari⁹⁷. Agli emittenti è richiesto anche che vengano soddisfatte alcune condizioni relativamente alla intermediazione, che deve appoggiarsi ai servizi offerti da parte di un *broker* o di un *funding portal* registrati presso la SEC; gli intermediari coinvolti in un’operazione di raccolta di capitali tra il pubblico secondo la modalità del Crowdfunding, sono interessati dalle norme previste dal *Title III* del “*Crowdfund Act*” nella Sezione 3, nella quale viene sancita l’esenzione dai requisiti obbligatori di registrazione presso la SEC, per quegli intermediari che operano in qualità di *funding portal*, i quali dovranno registrarsi nella sezione appositamente predisposta.

⁹⁵ Barak Obama, Remark by the President at JOBS Act Bill Signing, Office of the Press Secretary, 5 aprile 2012. <https://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>

⁹⁶ SEC: *Securities and Exchange Commission*. La Commissione per i Titoli e gli Scambi è l’ente federale degli Stati Uniti preposto alla vigilanza dei mercati borsistici; l’Agenzia è stata fondata dal presidente Franklin Delano Roosevelt in sede di emanazione del *Security Act* (1933), al quale è seguito a distanza di un anno il *Security Exchange Act* (1934), varati entrambi per ripristinare la fiducia degli investitori nei mercati azionari compromessi dalla crisi del 1929. Gli obiettivi della Commissione sono legati alla tutela degli investitori e al mantenimento dell’equità nel funzionamento dei mercati dei titoli; la SEC inoltre promuove la comunicazione la piena divulgazione e condivisione delle informazioni per contrastare pratiche fraudolente e manipolative nei suddetti mercati, e supervisiona le organizzazioni e gli individui che operano nei mercati mobiliari, dalle borse valori, alle società di intermediazione, ai consulenti e ai fondi di investimento. <https://www.sec.gov/>.

⁹⁷ Umberto Piattelli, “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*” G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 138-145.

I *funding portal* sono descritti in maniera dettagliata, poiché nel loro essere considerati come intermediari finanziari, presentano caratteristiche peculiari tra le quali:

- l'estraneità rispetto ad attività di consulenza sugli investimenti;
- l'esplicito obbligo di non sollecitazione all'acquisto, alla vendita o all'offerta di sottoscrizione degli strumenti finanziari trattati online sul proprio portale, cui fa seguito l'impedimento a fare ricorso a dipendenti, agenti o soggetti diversi per lo svolgimento di tale attività di sollecitazione, dietro pagamento di un corrispettivo;
- l'impossibilità di possesso, detenzione o gestione di strumenti finanziari o altri fondi di pertinenza degli investitori;
- l'impegno a rispettare i limiti imposti dalla SEC riguardo l'intrapresa di attività che devono ancora essere specificamente disciplinate⁹⁸.

Ad ogni portale sono inoltre proibiti la remunerazione di promotori o soggetti terzi che forniscano informazioni personali sugli investitori su richiesta dell'intermediario stesso, e il possesso di un interesse economico nei confronti di qualsiasi emittente che utilizzi i servizi del portale, da parte dei soggetti soci, dirigenti e amministratori del portale medesimo.

A proposito della riduzione del rischio di frode e il rispetto dei requisiti degli emittenti, così come specificati nel *Title III* del “*JOBS Act*”, vi è anche l'imposizione di obblighi informativi nei confronti dei soggetti finanziatori; i *funding portal* devono infatti fornire tutte le informazioni, ritenute necessarie dalla SEC, al fine di una sottoscrizione di strumenti finanziari consapevole anche dei rischi connessi alla transazione; devono inoltre assicurarsi che ogni investitore sia pienamente cosciente e consapevole del tipo di operazione che sta intraprendendo e della normativa prevista dalla SEC su tale operazione; devono infine essere in grado di proteggere le informazioni raccolte presso gli investitori e adottare le misure predisposte per ridurre il rischio di frode rispetto ad ogni transazione.

Le disposizioni analizzate e riportate delineano, nel complesso, un contesto favorevole per lo sviluppo del fenomeno del Crowdfunding, nel dettaglio, del modello Equity-based; d'altro canto è vero anche che è stato lasciato un ampio margine di

⁹⁸ Umberto Piattelli, “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*” G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag.140.

manovra alla SEC riguardo la definizione dell'ambito di applicazione del “*JOBS Act*” e i suoi effetti sulle parti coinvolte. La stesura delle sole linee guida della disciplina non ha permesso al fenomeno di attecchire realmente sul mercato, anche se il processo di *deregulation* della materia degli investimenti finanziari rappresenta uno dei tentativi *business-oriented* più profondi per la stimolazione della crescita, attuati negli Stati Uniti dalla crisi del 1929, che aveva segnato l'inizio di un'epoca di iper-tutela degli investitori rispetto alla circolazione delle informazioni. All'autorità di vigilanza americana spetta e spetterà nei prossimi anni, il compito non facile di bilanciare l'interesse verso la necessità di reperire capitali per lo sviluppo economico (in particolare per gli investimenti in start up) del Paese, e l'allentamento della protezione degli investitori, con conseguente creazione di asimmetrie informative. Quello che per ora si è evinto, è che l'insufficienza nel grado di dettaglio nelle disposizioni del “*JOBS Act*” ha impedito la registrazione presso la SEC di diversi soggetti, interessati ad operare come intermediari di Crowdfunding, attraverso la raccolta di fondi Equity, circoscrivendo questo fenomeno perlopiù ad iniziative di tipo no-profit e all'utilizzo di altri modelli di raccolta fondi⁹⁹.

3.2 Le fonti normative. Uno sguardo all'Europa.

Nel panorama europeo, la soluzione maggiormente adottata dai vari Paesi, relativamente alla regolamentazione del fenomeno del Crowdfunding e della sua declinazione in vari modelli, sembra essere l'applicazione estensiva di regolamenti già esistenti e riferiti ad altre fattispecie. Non mancano peraltro i casi in cui lo strumento viene utilizzato senza che vi sia alcuna regolamentazione di riferimento.

Attualmente, a livello comunitario, il Crowdfunding non risulta essere compreso nell'ambito di applicazione delle discipline “armonizzate”¹⁰⁰, con particolare riferimento al profilo della sollecitazione all'investimento, ovvero la Direttiva Prospetto¹⁰¹, la MiFID¹⁰² e la Direttiva Trasparency¹⁰³.

⁹⁹ Umberto Piattelli, “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*” G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag.144.

¹⁰⁰ Paola Alvisi, “*Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*”, Rivista di Diritto Bancario, marzo 2014. Paragrafi 4 e 4.1. <http://www.diritto bancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-uno-sguardo-comparatistico>.

¹⁰¹ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento e del Consiglio Europei; è nota anche come *Prospectus Directive* e riguarda il prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla

Il 3 giugno 2013 tuttavia, l'Unione Europea ha organizzato un seminario specificamente dedicato al Crowdfunding, intitolato “*Crowdfunding: untapping its potentials, reducing the risks*”¹⁰⁴, il che può essere considerato come un'esplicita presa di coscienza dello strumento e del suo potenziale, presente e futuro. All'incontro sono intervenuti i rappresentanti delle autorità di vigilanza degli Stati Uniti, del Regno Unito, dell'Italia, dei Paesi Bassi e del Belgio. Ciò che è emerso è la constatazione che il Crowdfunding non può essere ancora ritenuto un sistema alternativo di raccolta di capitali affermato, rispetto alle forme di finanziamento classiche; il motivo, è che si tratta di un fenomeno così recente da non possedere un insieme di esperienze, procedure, azioni significative, valutabili al fine di un giudizio sulla bontà dei risultati ottenuti rispetto agli obiettivi prefissati, o al contesto di applicazione. Di qui nasce la necessità di provvedere alla formulazione di un contesto normativo preciso, senza che

negoiazione di strumenti finanziari. Trattasi di una direttiva di modifica della precedente 2001/34/CE riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare sui detti valori.

http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/direttive_ue/dir_2003_71_ce.htm?symlink=/main/regolamentazione/Direttive_UE/index.html&symlink=/main/emittenti/prospetti/dir_2003_71_ce.htm.

¹⁰² La Direttiva 2004/39/CE o Prima Direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) è un atto normativo emanato il 21 aprile 2004 dal Parlamento Europeo che riguarda gli intermediari e i mercati finanziari ed è inquadrata nel più ampio “piano di azione per i servizi finanziari” (FSAP) varato nel 1999 per il perseguire l'obiettivo di creare un mercato europeo unico, integrato e competitivo. Con riferimento agli intermediari finanziari, la MIFID risponde all'esigenza di creare un terreno competitivo uniforme tra i vari operatori dei diversi paesi, senza che vengano pregiudicati la tutela, gli interessi e la libertà delle operazioni di investimento e dei soggetti investitori; la Direttiva, a tal proposito, introduce nell'offerta degli intermediari il servizio di consulenza ed impone obblighi di condotta più stringenti rispetto all'interesse del cliente e alle pratiche di (*best*) *execution* degli ordini. Per quanto riguarda i mercati la MIFID mira al rafforzamento dei meccanismi concorrenziali, mediante l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati; all'aumento dell'efficienza attraverso la riduzione dei costi e il miglioramento nei sistemi di gestione dei conflitti di interesse. La MIFID introduce anche sistemi di negoziazione alternativi, i Sistemi Multilaterali di Negoziazione. Nel 2006 sono stati emanati la Direttiva di secondo livello 2006/73/CE, la MIFID II, e il regolamento attuativo 1287/2006/CE che contengono le misure tecniche per l'implementazione operativa della MIFID I e le sensibili modifiche ad essa apportate al fine della sua esecuzione.

¹⁰³ Si tratta della Direttiva 2004/109/CE che ha modificato la precedente Direttiva 2001/34/CE e prevede nuovi obblighi di trasparenza riguardo le informazioni sugli emittenti che abbiano valori mobiliari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati europei.

http://www.consob.it/main/aree/novita/consultazione_emittenti_20090406_esiti.htm;
file:///C:/Users/PC/Downloads/dir_2004_109_ce.pdf.

¹⁰⁴ Si veda <http://eurocrowd.org/2013/06/28/1123/> (video);

http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/ ;

http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfundingworkshop/index_en.htm.

esso diventi però troppo severo e possa costituire un limite allo sviluppo delle potenzialità dello strumento. “*Il Crowdfunding [...] sta diventando sempre più importante ed ha il potenziale per stimolare l’imprenditorialità e colmare il deficit finanziario che molte imprese di nuova generazione devono affrontare. Considerando lo sviluppo del Crowdfunding e la diversità dei quadri normativi, di vigilanza, fiscali e sociali ad esso applicati in tutti gli stati membri, quello di cui abbiamo bisogno è un contesto unificato e condiviso, adatto al supporto e alla riduzione dei rischi, sia per coloro che sviluppano piattaforme di Crowdfunding, sia per coloro che le utilizzano per proporre idee o per finanziare progetti*”¹⁰⁵. Queste sono le parole usate da Michel Barnier¹⁰⁶, Commissario Europeo per il Mercato Interno e i Servizi, per introdurre il dibattito del seminario; parole che chiaramente sottolineano come la mancanza di armonizzazione a livello di mercato unico europeo¹⁰⁷ costituisca un limite allo sviluppo del modello e all’accesso a questo tipo di finanziamenti in molti paesi dell’Unione, anche qualora si tratti di iniziative locali. L’obiettivo del seminario voleva essere quello di confermare che il Crowdfunding non è solo una tendenza momentanea, ma una vera e propria *industry* in espansione, che necessita di misure di garanzia per il suo sviluppo, concepite come direttamente collegate al mercato europeo e che permettano di arginare le difficoltà incontrate dalle start up e PMI ad avere accesso ad un mercato comune di risorse finanziarie di tipo alternativo¹⁰⁸. L’Unione Europea dovrà impegnare i propri

¹⁰⁵ Tradotto da “*Crowdfunding: untapping its potential, reducing the risks*”; intervention de Mr Michel Barnier, Commissaire Européen; Bruxelles, 3 juin 2013. <http://financeparticipative.org/crowdfunding-untapping-its-potential-reducing-the-risks-intervention-de-mr-michel-barnier-commissaire-europeen/>.

¹⁰⁶ Michel Barnier (La Tronche, 9 gennaio 1951) è un politico francese designato nel novembre 2009 dal governo Francois Fillon come commissario europeo. Il presidente della Commissione Europea José Manuel Barroso gli affidò il portafoglio del Mercato Interno e dei Servizi Finanziari.

¹⁰⁷ Si vedano in proposito gli interventi di Anna Maria Darmanin, Presidente dell’*Internal Market*

Observatory, intervenuta in apertura al seminario “*Crowdfunding: untapping its potential, reducing the risks*” riguardo la possibilità di disporre un quadro regolativo comune che implementi la comunicazione tra le imprese e le istituzioni e la condivisione di un codice etico; e di Nadia Calvino, *Deputy Director General* del Direttorato Generale (DG) *Internal Market and Services* che ha concluso il seminario rimarcando i punti salienti della discussione sul Crowdfunding.

¹⁰⁸ Per un approfondimento riguardo l’accesso delle start up e delle PMI innovative al mercato dei finanziamenti alternativi in Europa si veda l’intervista di Euronews “*Il Commissario UE Michel Barnier: superare la crisi e aiutare consumatori e PMI con un mercato unico*” del 25 ottobre 2013. <http://it.euronews.com/2013/10/25/il-commissario-ue-michel-barnier-superare-la-crisi-e-aiutare-consumatori-e-pmi->.

sforzi per raccogliere i dati sulle esigenze dei partecipanti al mercato ed identificare le aree in cui il suo intervento, nel favorire lo sviluppo di questo nuovo settore, può generare un potenziale elevato valore aggiunto.

Nel corso del 2014 si è assistito ad una leggera evoluzione nella prospettiva comunitaria, riguardo il possibile impiego di alcuni strumenti finanziari alternativi e del Crowdfunding, per diversificare le fonti di finanziamento in Europa e migliorare l'accesso ai capitali per le nuove entità e progetti imprenditoriali, considerando il fatto che il tessuto economico-industriale europeo (in tutti i settori), è costituito da una grandissima quantità di imprese di medie e piccole dimensioni. Il 27 marzo 2014, in occasione della presentazione del *“Piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell'economia europea”*, la Commissione Europea ha adottato una serie di misure e azioni volte a stimolare il flusso di fonti di finanziamento, nuove e diverse, per far ripartire la crescita e sostenerla anche nel lungo periodo. In attinenza con l'argomento di questo elaborato, sulla base di quanto emerso dagli interventi di Olli Rehn, Vicepresidente e Commissario per gli Affari Economici e Monetari e l'Euro¹⁰⁹ e di Antonio Tajani, Vicepresidente e Commissario per l'Industria e l'Imprenditoria¹¹⁰,

¹⁰⁹ Olli Ilmari Rehn (Mikkeli, 31 marzo 1962) è un politico finlandese. Dal febbraio 2010 al 1º luglio 2014 è stato Commissario europeo per gli Affari Economici e Monetari. Dall'ottobre 2011 al 1º luglio 2014 ha ricoperto anche la carica di vicepresidente della Commissione Europea. Durante l'intervento alla presentazione del *“Piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell'economia europea”* ha dichiarato *“Dobbiamo fare un uso migliore dei fondi pubblici per massimizzare l'impatto degli investimenti produttivi sulla crescita e sulla creazione di posti di lavoro. Ciò significa creare sinergie e agevolare l'accesso ai finanziamenti per il rinnovo delle infrastrutture fondamentali. Sia i bilanci nazionali e dell'UE che le banche di promozione e le agenzie di credito alle esportazioni hanno un ruolo da svolgere in quest'ambito. Per aiutare le PMI a ottenere le risorse necessarie per investire e svilupparsi dobbiamo promuovere una "cartolarizzazione di qualità" onde facilitare l'accesso di queste aziende al finanziamento sui mercati dei capitali”*. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_it.htm.

¹¹⁰ Antonio Tajani (Roma, 4 agosto 1953) è un politico italiano, presidente del Parlamento europeo dal 17 gennaio 2017. Dal 2008 al 2014 è stato Commissario europeo, dapprima ai Trasporti e successivamente, nel 2010, gli è stato assegnato il ruolo di Commissario Europeo per l'Industria e l'Imprenditoria; Tajani in sede della presentazione del *“Piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell'economia europea”* ha aggiunto: *“Grazie alle ambiziose iniziative presentate oggi il sistema finanziario sarà maggiormente in grado di indirizzare le risorse verso gli investimenti a lungo termine, necessari per garantire che l'Europa prosegua su un percorso di crescita sostenibile. La crisi economica e finanziaria ha inciso negativamente sulla capacità del settore finanziario di convogliare finanziamenti verso l'economia reale. Le PMI, in particolare, contribuiscono in modo determinante alla crescita sostenibile, ma hanno ancora difficoltà ad ottenere finanziamenti, in particolare nelle economie periferiche. Le iniziative presentate oggi hanno lo scopo di mettere ulteriori risorse*

sono stati indicati, come interventi volti al perseguimento dell'obiettivo del Piano, il miglioramento delle informazioni in materia di credito alle PMI, l'avvio di un nuovo e costruttivo dialogo tra banche e PMI e la valutazione di *best practices* per aiutare la nuova imprenditoria ad accedere ai mercati dei capitali; nella stessa sede e coerentemente con le azioni citate, la Commissione ha anche rilasciato una "*Comunicazione sul Crowdfunding*"¹¹¹ nella quale dichiara, la diffusione delle informazioni e la sensibilizzazione riguardo il finanziamento di nuovi progetti, come i punti salienti delle future politiche in tema di finanziamenti a lungo termine per la crescita e lo sviluppo, prefiggendosi inoltre:

- di promuovere le migliori pratiche di settore, aumentando la consapevolezza degli operatori e facilitando lo sviluppo di marchi di qualità;
- di seguire e porre maggior attenzione allo sviluppo dei mercati di Crowdfunding e dei contesti giuridici nazionali;
- di valutare regolarmente la possibile occorrenza di ulteriori azioni a livello di Unione Europea, specialmente in ambito legislativo, al fine di individuare quali "*questioni dovranno essere affrontate per sostenere la crescita del finanziamento collettivo*"¹¹².

La Commissione, in ordine allo sfruttamento del potenziale del Crowdfunding a livello comunitario, ha anche preannunciato che studierà il fenomeno, per ottenere una panoramica quanto più precisa sul ruolo da esso svolto nell'ecosistema finanziario europeo; dedicherà anche attenzione, all'interno di uno studio separato, al sostegno che lo strumento può fornire negli ambiti della ricerca e dello sviluppo e dell'innovazione. L'elaborazione di politiche mirate verrà affidata ad un gruppo di esperti, formato da autorità di vigilanza nazionali e da rappresentanti e operatori di rilievo di organizzazioni

finanziarie a disposizione dell'economia reale e hanno tutte un obiettivo comune: promuovere il mercato unico creando le migliori condizioni per la crescita e la competitività in Europa".

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_it.htm.

¹¹¹ Sono stati riportati nella stessa occasione gli esiti della pubblica consultazione sul Crowdfunding "*CONSULTATION DOCUMENT Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*" tenutasi il 3 ottobre 2013.

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf.

¹¹² Si veda il punto 4. del Comunicato Stampa del 27 marzo 2014, "*La Commissione presenta il suo piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell'economia europea*".

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-320_it.htm;

<http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/IT/1-2014-168-IT-F1-1.Pdf>.

interessate, riuniti nello *European Crowdfunding Stakeholder Forum (ECSF)*¹¹³, i quali dovranno apportare il loro contributo in merito al coinvolgimento dell'opinione pubblica, alla formazione dei responsabili dei progetti, alla promozione e allo scambio di buone prassi in maniera trasparente e all'individuazione delle problematiche da affrontare al fine dello sviluppo del Crowdfunding, anche tenendo in considerazione l'interesse dei finanziatori¹¹⁴. Grazie al lavoro e alla collaborazione del Forum, la Commissione potrà sorvegliare e valutare regolarmente lo stato dei quadri normativi applicabili a questo settore emergente, sia a livello di singoli stati membri, sia dal punto di vista comunitario, decidendo anche in merito ad un ulteriore intervento, o *“all’opportunità di adeguare i requisiti calibrandoli sulle caratteristiche specifiche del Crowdfunding con ritorno finanziario”*¹¹⁵.

Un'ultima citazione riguarda il parere del Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE)¹¹⁶, espresso in data 9 luglio 2014, riguardo la suddetta

¹¹³ Si veda l'articolo pubblicato su <http://www.eticanews.it/crowdfunding/il-parlamento-ue-del-crowdfunding/>; *“L’European Crowdfunding Stakeholders Forum, che si riunirà per la prima volta nel mese di ottobre, è composto da quaranta membri nominati il 25 giugno 2014 a seguito della fase di consultazione indetta durante la comunicazione sul crowdfunding del 27 marzo 2014; sul totale dei componenti, provenienti da diciassette Paesi differenti, quindici sono membri delle Autorità di settore nazionale, mentre i restanti venticinque sono membri della società civile. Per quanto concerne questi ultimi, in particolare, vi sono quattro associazioni di consumatori, quattro rappresentanti di istituzioni finanziarie, cinque organismi universitari e di ricerca, cinque organismi di rappresentanza dei portali di crowdfunding e, infine, sette associazioni imprenditoriali”*.

¹¹⁴ *“Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione Europea”*, COM(2014) 172. Pagg. 12-13.

http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:3e0b89b3-b6eb-11e3-86f9-01aa75ed71a1.0021.04/DOC_1&format=PDF.

¹¹⁵ Si veda la nota precedente.

¹¹⁶ Il Comitato Economico e Sociale Europeo, è un organo consultivo dell’Unione Europea istituito dai trattati di Roma del 1957 per coinvolgere i gruppi d'interesse economici e sociali nella creazione del mercato comune e creare meccanismi istituzionali per l'informazione della Commissione e del Consiglio sulle problematiche europee. Il suo ruolo consiste nel fornire consulenza e informazione alle istituzioni decisionali dell'Unione relativamente alle opinioni dei rappresentanti sulla vita economica e sociale. Il CESE ha facoltà di fornire pareri sia su proposte di legge, sia relativamente all'emergere di problematiche rilevanti che a suo giudizio meritano una riflessione.

http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/it/displayFtu.html?ftuld=FTU_1.3.13.html.

“Uno dei compiti principali del Comitato è fungere da ponte tra le istituzioni dell’UE e la società civile organizzata: il Comitato promuove la democrazia partecipativa nell’Unione e contribuisce a rafforzare il ruolo delle organizzazioni rappresentative della società civile stabilendo un

“Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione Europea”; tra le osservazioni di carattere generale viene preso atto dell’esigenza *“di acquisire una conoscenza migliore di un canale di finanziamento che presenta un potenziale di crescita”*¹¹⁷; il CESE, segnalando la notevole crescita del Crowdfunding avvenuta tra il 2009 e il 2013, con un valore monetario complessivo che

è passato da 530 milioni a 5,1 miliardi di dollari (cui corrisponde un tasso di incremento composto annuo pari al 76%), *“riconosce altresì che i modelli alternativi di finanziamento possono aiutare le nuove imprese in fase di avviamento ad avanzare nella scalata ai finanziamenti”* e che, in quanto tali, possono avere effetti benefici su tutta l’economia, favorendo l’occupazione e l’investimento e lo sviluppo anche in realtà microimprenditoriali, di impresa sociale e di impresa artigiana¹¹⁸.

3.3 Le fonti normative. Il quadro di norme preesistenti in Italia.

Nel capitolo precedente sono stati presentati i modelli principali del Crowdfunding nell’ambito dei quali si sono sviluppate varie piattaforme. Tenendo presente questa tassonomia, è utile indagare quali sono le norme, previste nel nostro Paese, applicabili per la regolamentazione di questo fenomeno, siano esse il risultato di un’iniziativa legislativa nuova e apposita, oppure fonti esistenti non ancora interpretate in relazione a questa specifica tipologia di raccolta fondi. L’Italia ha redatto un apposito testo normativo per la disciplina del Crowdfunding, tuttavia rimane l’esigenza di analizzare altre (numerose) disposizioni alle quali fare riferimento in presenza di tutte quelle fattispecie non coordinate dalla legge; quest’ultima infatti non appare completa e disciplina la materia solamente in relazione ad una parte molto limitata di attività che

dialogo strutturato con tali organizzazioni negli Stati membri dell’UE e in altri paesi del mondo”. <http://www.eesc.europa.eu/?i=portal.it.home>.

¹¹⁷Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla *“Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea”*, relatore Mendoza Castro, Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, COM(2014) 172; (2014/C 451/11). Punto 4: Osservazioni generali. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52014AE4004>.

¹¹⁸ Si veda la nota precedente; in particolare i punti: 1. Conclusioni e raccomandazioni; 4. Osservazioni generali; 9. Osservazioni particolari. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:52014AE4004>.

possono essere svolte mediante una piattaforma online, ossia quelle previste dal modello Equity-based Crowdfunding.

Il primo corpo normativo da analizzare, al fine di capire se alcune norme in esso contenute possano avere qualche impatto su chi intende operare una raccolta fondi tramite Crowdfunding, è quello formato dal Testo Unico della Finanza (TUF)¹¹⁹ e dal Regolamento Emittenti¹²⁰, che disciplinano la materia dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti e strumenti finanziari e l'ammissione alla negoziazione di questi ultimi. L'unico modello di Crowdfunding che potrebbe essere interessato dalle disposizioni previste in queste norme è, evidentemente, l'Equity-based Crowdfunding.

L'articolo 1 del TUF è stato modificato dalla legge sul Crowdfunding, che ha previsto l'inserimento della definizione di *“portali per la raccolta di capitali per le start up innovative”* e della conseguente definizione di start up innovativa; inoltre è stata aggiunta la disciplina applicabile per la gestione degli appena citati portali. Un'altra modifica apportata al TUF è rappresentata dall'inserimento dell'articolo 100-ter, il quale recita che *“le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali online possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle start up innovative e devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla CONSOB ai sensi dell'articolo 100, comma 1 lettera c [del TUF]”*¹²¹; la disposizione richiamata da questo articolo demanda al Regolamento Emittenti di determinare quali sono i casi in cui le disposizioni del Capo I TUF, *“Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita”*, non possono essere applicate, ed in particolare quando si tratta di offerte *“aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno dell'Unione Europea, sia inferiore a 500.000 di euro. A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi [...]”*. La conclusione da trarre è dunque che un'offerta di prodotti

¹¹⁹ Decreto legislativo n°58 del 24 febbraio 1998, *“Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”* (artt. 8 e 21 della legge n°52 del 6 febbraio 1996, *“Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità Europee”*). http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs58_1998.htm.

¹²⁰ Regolamento CONSOB 11971, Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo n°58 del 24 febbraio 1998 concernente la disciplina degli emittenti. <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/regemit.htm>.

¹²¹http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs58_1998.htm #Art._100-ter.

finanziari, che ammonti a meno di 5 milioni, effettuata in un periodo più breve di un anno, non possa essere qualificata come offerta di strumenti finanziari al pubblico e quindi non disciplinabile dal TUF, o dal Regolamento Emittenti; se però la raccolta viene effettuata, attraverso un portale online, con lo scopo di offrire in sottoscrizione strumenti finanziari rappresentativi di capitale delle start up innovative, esse sarà sottoponibile alla disciplina del Regolamento Emittenti.

Un altro tema che merita attenzione, riguarda l'operato dei gestori delle piattaforme online in relazione alle disposizioni del TUF ad essi applicabili. L'articolo 1, comma 1¹²² del TUF, definisce l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, i prodotti finanziari e, al comma 5¹²³, i servizi e le attività di investimento.

L'attività così identificata sarà rilevante, ai fini dell'applicazione di queste norme, se il gestore del portale di Crowdfunding svolga almeno una tra le seguenti attività:

- negozi i titoli per conto proprio;
- esegua ordini per conto dei clienti;
- si occupi della sottoscrizione o della collocazione degli strumenti finanziari;
- gestisca portafogli di investimento comprensivi di strumenti finanziari, nell'ambito di un mandato ricevuto da un cliente;
- riceva e trasmetta ordini di investimento;
- offra consulenze riguardo gli investimenti finanziari;
- gestisca sistemi multilaterali di negoziazione¹²⁴.

Le attività interessate da questa analisi sono la ricezione e trasmissione di ordini di investimento e l'offerta di consulenze riguardo gli investimenti finanziari.

¹²² Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 520F. Articolo 1, comma 1, lettere t) e u). http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs58_1998.htm#Art_1.

¹²³ Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c- bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.

¹²⁴ Umberto Piattelli, "Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 27-32.

La prima attività consiste in sostanza nella mediazione, ossia nel mettere in contatto due investitori o più, in modo da rendere possibile la conclusione di una operazione tra questi soggetti, all'interno di un contesto di Equity Crowdfunding. La domanda da porsi è se davvero si tratti di mediazione, poiché la piattaforma mette in contatto degli investitori con un soggetto emittente, al fine di realizzare un'operazione non tanto di compravendita di strumenti finanziari, ma piuttosto la sottoscrizione di strumenti di nuova emissione. È opinione di alcuni¹²⁵ che l'attività di Equity Crowdfunding, svolta attraverso la piattaforma, possa rientrare nella fattispecie in esame, in quanto si occuperebbe della promozione della sottoscrizione di strumenti finanziari a condizioni standardizzate, predefinite, e sulla base di accordi presi con l'offerente; tuttavia l'attività in questione non potrà essere considerata mediazione nel caso in cui il *“servizio abbia lo scopo di promuovere l'avvio di una iniziativa imprenditoriale tramite una società ancora da costituirsi”*.

La seconda attività individuata, l'offerta di consulenze, prevede l'obbligo informativo nei confronti del cliente riguardo la natura dell'operazione, i suoi rischi e ogni altra ulteriore informazione critica, per poter prendere una scelta consapevole di investimento. La consulenza dovrebbe essere qualificata rispetto alla personalizzazione della raccomandazione al cliente sull'investimento; i portali online pubblicizzano i diversi progetti senza dare suggerimenti al cliente, ne esprimono opinioni su ciò che pubblicano e per conto di chi. Inoltre non è possibile affermare che vi sia personalizzazione nel caso in cui la raccolta attraverso le piattaforme preveda operazioni della stessa tipologia per ogni investitore. Per cui sembrerebbe che questa attività, svolta nel contesto dei portali online, non sia rilevante per i gestori dal punto di vista della normativa proposta dal TUF. La conclusione è dunque che le modalità di attuazione e i limiti dimensionali in cui viene svolto l'Equity Crowdfunding, non siano soggetti alle disposizioni previste dai corpi normativi appena analizzati, in relazione all'offerta di strumenti finanziari e allo svolgimento di servizi di investimento, e che quindi questi aspetti dovranno essere normati dall'apposita disciplina specifica, prevista dal legislatore.

¹²⁵ Maurizio Pinto, *“L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal “Decreto Crescita”*, Opinioni, Diritto dei mercati finanziari, in *“Le Società”*, Assago, 2013. Pagg. 819-832.

Un'altra fonte normativa da analizzare è il Testo Unico Bancario (TUB)¹²⁶; l'attività che potenzialmente potrebbe essere assoggettata alle disposizioni di questo corpo, è la raccolta di tipo Lending-based. In particolare è utile, in questa sede, analizzare le disposizioni del Titolo V.

Nel 2010 sono state apportate due modifiche importanti a questo insieme di norme, la prima attraverso il Decreto Legislativo n°11, ha inserito un apposito titolo riguardo gli istituti di pagamento; la seconda notevole modifica ha avuto luogo con l'approvazione del Decreto Legislativo n°141, che ha praticamente sostituito lo stesso Titolo V¹²⁷ ed è, a sua volta, stato integrato nel 2012 con l'inserimento del Titolo V-bis dedicato alla regolamentazione degli istituti di moneta elettronica.

Nel TUB la raccolta del risparmio è definita dall'articolo 11 come *“l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sottoforma di depositi sia sotto altra forma”* ed è riservata alle banche quando rivolta al pubblico; la nozione di raccolta di risparmio tra il pubblico viene ritenuta tale dalla giurisprudenza quando l'attività è potenzialmente estendibile a molteplici soggetti, mediante forme di contrattazione impersonali e standardizzate, sia in forma di deposito, sia sotto altra forma. Non sono assoggettate alla disciplina di questo articolo la *“ricezione di fondi connessi all'emissione di moneta elettronica e la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per al prestazione di servizi di pagamento”*¹²⁸. Ad identificare l'attività bancaria, disciplinata dal TUB, insieme alla raccolta di risparmio tra il pubblico, c'è l'esercizio del credito (le due attività sono collegate in modo funzionale¹²⁹); l'esercizio del credito non è una attività riservata in via esclusiva agli istituti bancari, ma può essere svolta anche dagli intermediari finanziari autorizzati, iscritti nella apposito albo predisposto dalla Banca d'Italia. A tale albo è dedicato l'articolo 106 del TUB¹³⁰, che riserva l'attività di *“concessione di finanziamenti sotto*

¹²⁶ Decreto legislativo n°385 del 1 settembre 1993, *“Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”*.

http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa_In/dlgs385_1993.htm.

¹²⁷ Testo Unico Bancario, Titolo V *“Soggetti operanti nel settore finanziario”*; Titolo V-bis *“Moneta Elettronica e Istituti di Moneta Elettronica”*; Titolo V-ter *“Istituti di Pagamento”*.
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.

¹²⁸ Testo unico Bancario, Articolo 11 *“Raccolta del Risparmio”*, comma 2-bis e 2-ter.

¹²⁹ Francesco Capriglione, *“Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”*, CEDAM Editore, Edizione III, 2012. Con riferimento all'articolo 10 del TUB.

¹³⁰ Testo Unico Bancario, Titolo V *“Soggetti operanti nel settore finanziario”*. Articolo 106 *“Albo degli intermediari finanziari”*.

qualsiasi forma” nei confronti del pubblico, agli intermediari finanziari. Per “*concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*”, si intende la concessione di crediti, inclusa la fattispecie del rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma; L’ “*esercizio nei confronti del pubblico*” si verifica nei casi in cui la concessione di finanziamenti venga svolta professionalmente nei confronti di terzi¹³¹. Oltre a questa attività essi possono anche emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento; prestare solamente servizi di pagamento; prestare, se autorizzati, servizi di investimento.

I requisiti necessari per ottenere l’autorizzazione ad esercitare in qualità di intermediari finanziari, nonché l’iscrizione all’albo sono:

- la forma giuridica dell’esercente, cioè la configurazione della società come S.p.A., S.a.p.A., S.r.l., Società Cooperativa;
- la localizzazione in Italia;
- l’ammontare di capitale sociale versato, che non può essere inferiore a quello fissato dalla Banca d’Italia in relazione all’operatività dell’intermediario;
- la presentazione di un programma concernente l’attività iniziale e la struttura organizzativa;
- i requisiti dei titolari delle partecipazioni sociali (in termini di onorabilità);
- i requisiti degli esponenti aziendali (in termini di professionalità, onorabilità e indipendenza);
- l’assenza di legami tra gli intermediari finanziari e altri soggetti terzi che possano ostacolare l’effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza;
- l’oggetto sociale limitato alle sole attività citate nell’articolo 106 TUB¹³².

Alla luce di quanto riportato, si può osservare che agli intermediari finanziari si possono applicare gli stessi obblighi di vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare previsti per le banche; il gestore del portale online dovrà dunque conformarsi a tali disposizioni, ove esercitasse attività assimilabili a quelle di un intermediario finanziario.

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>;
<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>.

¹³¹ Umberto Piattelli, “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*” G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 109-112.

¹³² Testo Unico Bancario, Titolo V “*Soggetti operanti nel settore finanziario*”. *Articolo 107 “Autorizzazioni”*. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>; <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>.

Il TUB disciplina anche un'altra categoria di soggetti che svolgono attività nell'ambito della concessione di finanziamenti: si tratta degli intermediari che esercitano il microcredito (articolo 111 del TUB)¹³³.

Gli intermediari che operano con il microcredito possono concedere finanziamenti a persone fisiche, società di persone, società a responsabilità limitata semplificata, associazioni, fondazioni, società cooperative, per l'avvio o l'esercizio di una attività di lavoro autonomo o di micro-impresa, a patto che questi finanziamenti possiedano:

- un ammontare del finanziamento non superiore ai 25.000 euro non assistito da garanzie reali;
- un erogazione di un credito finalizzata all'avvio o allo sviluppo di iniziative imprenditoriali o all'inserimento nel mercato del lavoro;
- la prestazione di servizi ausiliari di assistenza e monitoraggio dei soggetti finanziari successivamente al finanziamento¹³⁴.

Gli intermediari del microcredito possono erogare, anche se non in maniera prevalente, micro-finanziamenti con finalità di inclusione sociale, a favore di persone fisiche che si trovino in condizioni svantaggiate a livello economico o sociale; il finanziamento non può essere superiore a 10.000 euro e deve essere prestato a condizioni più favorevoli rispetto a quelle di mercato. Si tratta di una evidente analogia con il modello Lending-based, in cui i beneficiari sono solitamente privati bisognosi di piccole somme di denaro necessarie alla realizzazione di obiettivi sociali personali o collettivi, o per avviare una piccola attività. I gestori di portali online di Lending Crowdfunding potranno essere soggetti alla disciplina dell'articolo 111 TUB solamente nei casi in cui la loro attività ricada entro la concessione di microcredito.

Un'ultima riflessione va condotta in merito agli istituti di pagamento. La prestazione dei servizi di pagamento è stata innovata significativamente in seguito al recepimento della direttiva comunitaria 2007/64/CE, la "*Payment Service Directive*" (PSD), attraverso il Decreto Legislativo n°11 del 2010, che ha introdotto un nuova

¹³³ Testo Unico Bancario, Titolo V "*Soggetti operanti nel settore finanziario*". Articolo 111 "*Microcredito*". <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>; <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/>.

¹³⁴ Umberto Piattelli, "*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 112-114. Citazione.

tipologia di intermediari comprensiva di soggetti, diversi dagli enti finanziari e creditizi tradizionali, allineati con il mondo del commercio e delle comunicazioni telematiche (articoli 114-sexies e seguenti del TUB). Gli obiettivi della Direttiva erano di favorire la concorrenza tra i mercati e gli operatori nazionali e di garantire l'equità nelle condizioni di svolgimento dell'attività, aumentando il livello di trasparenza. Queste le ragioni che hanno portato il legislatore comunitario ad introdurre e disciplinare la figura degli istituti di pagamento¹³⁵, cioè degli intermediari diversi dalle banche e dagli istituti di moneta elettronica autorizzati ad effettuare servizi di pagamento¹³⁶.

Il Decreto di recepimento in Italia amplia la definizione delle attività identificate come servizi di pagamento inserendo *“l'esecuzione di ordini di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore dei servizi di pagamento dell'utilizzatore, o presso un altro prestatore di servizi di pagamento; l'esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento; [...] la rimessa di denaro; l'esecuzione di servizi di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l'operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico e il pagamento sia effettuato all'operatore del sistema o della rete di telecomunicazione o digitale o informatica che agisce esclusivamente come intermediario tra l'utilizzatore di servizi di pagamento e il fornitore di beni e servizi [...]”*¹³⁷. Inoltre vengono previste alcune attività accessorie, che possono essere esercitate dagli istituti di pagamento, mentre non è consentita loro la raccolta di *“fondi dai propri clienti se non in via funzionale alla prestazione del servizio di pagamento. Ne consegue che ogni somma ricevuta da un istituto di pagamento potrà essere da quest'ultimo utilizzata al solo fine di consentire e assicurare la funzione di pagamento”*¹³⁸. In ordine alla tutela del cliente, tali somme vengono investite in attività che costituiscono un patrimonio distinto da quello dell'istituto di pagamento e sul quale

¹³⁵ Questa nuova figura trova la propria regolamentazione in Italia nel nuovo Titolo V-ter del TUB *“Istituti di Pagamento”*.

¹³⁶ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 38. Citazione.

¹³⁷ DECRETO LEGISLATIVO 27 gennaio 2010, n. 11. Attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno. Articolo 1 *“Definizioni”*.

¹³⁸ Paolo Sfameni e Andrea Giannelli, *“Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari”* Egea Editore, collana *“I Manuali”*, 2013. Citazione pag. 176.

non sono ammesse azioni, né da parte dei creditori dell'istituto, né da parte di soggetti creditori dell'eventuale istituzione depositaria¹³⁹ di tale somma¹⁴⁰.

Possono dunque i servizi resi dalle piattaforme di Lending Crowdfunding essere ricondotti alle attività offerte dagli istituti pagamento? Per rispondere a questo quesito dovranno essere indagate singolarmente le varie modalità con cui vengono gestite le piattaforme: il gestore infatti può decidere di non entrare in possesso delle somme raccolte, limitandosi alla disposizione di uno spazio *web* e della tecnologia necessaria con cui far entrare in contatto il reale prestatore del servizio di pagamento con i clienti; oppure il gestore può entrare in possesso delle somme versate dai finanziatori, detenendole per il tempo necessario a verificare che venga raggiunto il target richiesto per la realizzazione di un progetto, e trasferendole poi direttamente al richiedente. In quest'ultimo caso, l'attività del gestore della piattaforma viene qualificata dalla PSD come rimessa, ossia come il *“servizio di pagamento in cui i fondi sono consegnati da un pagatore senza che siano aperti conti di pagamento intestati al pagatore o al beneficiario, unicamente allo scopo di trasferire una somma [...] e/o in cui tali fondi sono riscossi per conto del beneficiario e resi disponibili a quest'ultimo”*¹⁴¹.

Due sono le osservazioni da fare riguardo la possibilità di esclusione dei gestori di portali online, che raccolgono finanziamenti, dall'applicazione delle norme previste dalla PSD:

- considerando la *ratio* della norma stessa, viene precisato che *“non è opportuno che tale quadro giuridico si applichi senza restrizioni. La sua applicazione dovrebbe essere limitata ai prestatori di servizi di pagamento la cui attività*

¹³⁹ https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/disp-ip-20120620/DISP_IP_20120620.pdf.

¹⁴⁰ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 117. Citazione.

¹⁴¹ PSD: Directive 2007/64/EC of the European Parliament and of the Council on payment services in the internal market. Title I: *“Subject matter, scope and definition”*, article 4 *“Definitions”*, number 13: *“money remittance means a payment service where funds are received from a payer, without any payment accounts being created in the name of the payer or the payee, for the sole purpose of transferring a corresponding amount to a payee or to another payment service provider acting on behalf of the payee, and/or where such funds are received on behalf of and made available to the payee”*.

*principale consista nella prestazione di servizi di pagamento agli utenti di tali servizi*¹⁴²;

- all'articolo 3, lettera b), della Direttiva e all'articolo 2, comma 2, lettera b), del Decreto Legislativo n. 11/2010 viene precisato che non rientrano nell'ambito di applicazione della PSD *“le operazioni di pagamento dal pagatore al beneficiario effettuate tramite un agente commerciale autorizzato a negoziare o a concludere la vendita o l'acquisto di beni o servizi per conto del pagatore o del beneficiario”*¹⁴³, inteso, nell'interpretazione comunitaria, l'agente commerciale come soggetto che agisce su incarico di colui che deve ricevere il pagamento¹⁴⁴.

L'ultima fonte normativa da considerare come un possibile ulteriore vincolo regolamentare, è la Direttiva 2011/61/UE, o Direttiva AIFMD (*Directive on Alternative Investment Fund Managers*). Entrata in vigore il 21 luglio 2011, essa disciplina l'attività dei gestori dei cosiddetti *“fondi di investimento alternativi”* (FIA), con l'obiettivo di creare un mercato interno, normato in maniera armonica, per i soggetti che operano con questa categoria di fondi, i quali raccolgono capitali da una pluralità di soggetti per investirli, conformemente ad una politica di investimento definita a beneficio della collettività degli investitori stessi. I fondi *“alternativi”* sono inoltre estranei alla direttiva sugli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari; nel nostro paese pertanto la norma verrà applicata ai *“gestori di fondi speculativi, immobiliari, infrastrutturali, di fondi di private equity, di venture capital, o di fondi che investono in materie prime e di altri tipi di fondi tipicamente riservati ad investitori qualificati”*¹⁴⁵. Se la Direttiva

¹⁴² PSD: Directive 2007/64/EC of the European Parliament and of the Council on payment services in the internal market. Whereas number 6).

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007L0064&from=EN>.

¹⁴³ Si vedano in proposito quanto disposto all'articolo 3 *“Esclusione dall'ambito di applicazione”*, lettera b) della PSD: *“alle operazioni di pagamento dal pagatore al beneficiario effettuate tramite un agente commerciale autorizzato a negoziare o a concludere la vendita o l'acquisto di beni o servizi per conto del pagatore o del beneficiario”*; e quanto disposto all'articolo 2 *“Ambito di applicazione”*, comma 2, lettera b) del Decreto Legislativo 11/2010: *“Il presente decreto non si applica nel caso di: [...] operazioni di pagamento dal pagatore al beneficiario effettuate tramite un agente commerciale autorizzato a negoziare o a concludere la vendita o l'acquisto di beni o servizi per conto del pagatore o del beneficiario”*; <file:///C:/Users/PC/Desktop/CELEX%253A32007L0064%253AIT%253ATXT.pdf>; <https://www.bancaditalia.it/dotAsset/f1207a16-f3da-46dd-a8e4-ea88ac73bb41.pdf>.

¹⁴⁴ <http://ec.europa.eu/finance/koel/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1078>.

¹⁴⁵ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 35. Citazione.

AIMFD è riferita alla gestione delle tipologie di fondi appena citate, va detto anche che essi restano assoggettati alle varie normative nazionali, previste nei Paesi ove i fondi operano, il che appare sensato alla luce della loro eterogeneità negli ordinamenti dei vari stati membri. La Direttiva non viene applicata ai gestori di FIA che non utilizzano la leva finanziaria, che, per un periodo di 5 anni, non prevedono il diritto di riscatto delle quotazioni, e con un patrimonio aggregato di attivi in gestione inferiore a 500 milioni di euro; e hai gestori di FIA il cui patrimonio in gestione non ecceda i 100 milioni di euro.

I gestori delle piattaforme di (Equity) Crowdfunding non sembrano rientrare nella categoria dei gestori di FIA; quindi non sarà necessario il rilascio della autorizzazione prevista dalla AIFMD per la loro operatività, in quanto la raccolta dei capitali e degli ordini di sottoscrizione sarà seguita e supervisionata dalle banche o dalle società di intermediazione finanziaria attraverso cui i gestori decideranno di operare.

Quanto si qui sintetizzato non è altro che il contesto normativo in cui è nata e si è inserita la legge n°221 del 17 dicembre 2012, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale in data 11 gennaio 2013, che introduce la regolamentazione dell'Equity Crowdfunding in Italia, costituendo di fatto il primo testo normativo specifico in materia al mondo.

3.4 La regolamentazione dell'Equity Crowdfunding. La Legge 221/2012.

Il Crowdfunding nasce dall'incontro e dal confronto di due realtà enormemente diverse, il *web 2.0* e il settore finanziario, come prodotto di una *forma mentis* aperta e innovativa, che è stata capace di innestare i principi di condivisione, di partecipazione e dinamiche collaborative nell'ambito dei mercati finanziari. La creazione di un senso di fiducia e di appartenenza nel mondo del *web*, sono diventati lo strumento di sostegno di questa infrastruttura, nonché, in termini economici, la sua valuta di scambio; ciò ha reso il *web* in grado di autoregolarsi. Come già detto, la rivoluzione digitale ed informatica non poteva non creare interdipendenze ed interconnessioni con i sistemi economici e finanziari esistenti: l'emergere di complessità e divergenze con potere di destabilizzazione erano inevitabili.

Il punto focale per introdurre il Crowdfunding come complemento delle modalità di finanziamento e investimento più convenzionali, stava nell'integrazione di questa fattispecie, caratterizzata dalla sua capacità di auto-regolarsi, nel contesto

normativo di ogni Paese, soprattutto per identificare il fenomeno e conciliarne la posizione all'interno di uno stesso "eco-sistema". In molti Paesi si è tentato di aggirare la legislazione vigente per fare attecchire le dinamiche di Crowdfunding in maniera più profonda nel contesto economico e finanziario; in altri Paesi come l'Italia si è voluto cercare una modalità di confronto, spingendo perché il fenomeno venisse appositamente regolato e potesse essere guidato nel suo sviluppo¹⁴⁶. Compito del legislatore dunque, è quello di favorire la crescita del Crowdfunding (anche dal punto di vista conoscitivo), per stimolare la crescita economica del Paese post-crisi e trovare una qualche soluzione alla necessità di generare nuove opportunità di sviluppo per il tessuto imprenditoriale italiano.

Il Decreto Legislativo n°83 del 2012¹⁴⁷ e quello n°179 del 2012¹⁴⁸, convertiti rispettivamente nelle leggi 134/2012 e 221/2012 sono stati pensati per permettere alle imprese italiane, soprattutto di piccole e medie dimensioni, di raccogliere fonti alternative di finanziamento, intese come:

- raccolta di finanziamenti mediante l'emissione di cambiali finanziarie¹⁴⁹;
- emissione di prestiti obbligazionari su mercati regolamentati o alternativi da parte di società che non sono quotate, definiti anche come "mini bonds"¹⁵⁰;

¹⁴⁶ Daniela Castrataro, Presidente di Italia Crowdfunding Network (<http://www.italiancrowdfunding.org/>; <http://italiancrowdfunding.tumblr.com/post/86299122796/analisi-delle-piattaforme-italiane-di-crowdfunding>) in Prefazione a "Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?" G. Giappichelli Editore, Torino. 2013.

¹⁴⁷ Decreto Legge del 22 giugno 2012, n°83 "Misure urgenti per la crescita del Paese". <http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Documentazione/Archivio/Normativa+fi+scale+principale/Legge+di+stabilita+2012/Decreto+legge+83+21082012/83+2012.pdf>; http://www.mit.gov.it/mit/mop_all.php?p_id=18180.

¹⁴⁸ Decreto Legge del 18 ottobre 2012, n°179 "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnline5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Notizie/2012/10/decreto-legge-sviluppo-bis.pdf; http://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2012-12-18&atto.codiceRedazionale=12A13277.

¹⁴⁹ Le cambiali finanziarie sono titoli di credito all'ordine emessi in serie aventi una durata non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi dalla data di emissione; hanno come funzione la raccolta di denaro presso i risparmiatori attraverso dei mutui collettivi con lo strumento cambiario per investirlo nell'attività dell'emittente. Essendo considerate raccolta di risparmio, la loro emissione era riservata a società o enti in grado di fornire garanzie di solvibilità, fino all'entrata in vigore della Legge 134/2012 che ha allargato la rosa dei soggetti che possono emettere le cambiali finanziarie, anche in forma dematerializzata. http://www.dirittoprivatoinrete.it/titoli%20di%20credito/le_cambiali_finanziarie.htm.

- raccolta di fondi per le start up innovative attraverso l'Equity Crowdfunding.

Il problema principale che la normativa era chiamata a risolvere era la scarsità di canali utilizzabili per la raccolta di finanziamenti, specialmente da parte di coloro che volevano avviare nuove realtà imprenditoriali, caratterizzate da un profilo di rischio elevato, a fronte di un altrettanto elevato rendimento e tasso di mortalità delle iniziative: la Legge 221 ha come obiettivo l'introduzione di “*ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*” sottoforma di aumento della sostenibilità nella crescita, sviluppo di nuove tecnologie, aumento del tasso di occupazione e del tasso di innovazione¹⁵¹.

L'insieme degli articoli della Legge 221, per quanto concerne il tema del Crowdfunding, può essere diviso in due parti: la regolamentazione delle start up innovative e la regolamentazione della raccolta attraverso portali online di capitale di rischio a sostegno delle start up innovative.

3.4.1 Le start up innovative.

All'articolo 25, comma 2¹⁵², la Legge 221 stabilisce i requisiti necessari di un'impresa per essere considerata una start up innovativa, nonché le modalità di funzionamento della stessa.

Una start up innovativa, definita come “*società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia [...] le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un*

¹⁵⁰ Per un approfondimento si veda: a cura di Roberto Calugi, Valentina Morelli e Gianmarco Paglietti, “*I mini-bond. Istruzioni per l'uso*”. Per Borsa Italiana, 7 novembre 2014. <http://www.borsaitaliana.it/pro-link/studiericerche/minibondistruzioneiperluso2014.pdf>.

¹⁵¹ Viene infatti riportato nel Preambolo del Decreto 179/2012: “*Ritenuta la straordinaria necessità ed urgenza di emanare ulteriori misure per favorire la crescita, lo sviluppo dell'economia e della cultura digitali, attuare politiche di incentivo alla domanda di servizi digitali e promuovere l'alfabetizzazione informatica, nonché' per dare impulso alla ricerca e alle innovazioni tecnologiche, quali fattori essenziali di progresso e opportunità di arricchimento economico, culturale e civile e, nel contempo, di rilancio della competitività delle imprese; [...]*”. http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnline5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Notizie/2012/10/decreto-legge-sviluppo-bis.pdf.

¹⁵² Legge 221/2012, Sezione IX: “*Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start up innovativa*”. Articolo 25: “*Start up innovativa e incubatore certificato: finalità, definizioni e pubblicità*”.

mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”, deve presentare i seguenti requisiti obbligatori¹⁵³:

- *“la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria dei soci sono detenute da persone fisiche”* (dal momento della costituzione e per i successivi 24 mesi);
- *“è costituita e svolge attività d’impresa da non più di quarantotto mesi;*
- *ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;*
- *a partire dal secondo anno di attività della start-up innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall’ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell’esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro;*
- *non distribuisce, e non ha distribuito, utili (per il periodo in cui ha validità il regime agevolato¹⁵⁴)”;*
- *“ha, quale oggetto sociale esclusivo, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;*
- *non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda”.*

La norma prevede poi anche tre requisiti facoltativi; affinché una start up possa essere considerata tale deve possedere almeno una delle seguenti caratteristiche:

- le spese per la ricerca e lo sviluppo devono essere pari o superiori al 15% del maggior valore fra costo e valore totale della produzione della start-up

¹⁵³ Citazione dall’articolo 25, comma 2 della Legge 221/2012.

¹⁵⁴ Si veda in proposito l’articolo 31, comma 4 della Legge 221: *“Qualora la start-up innovativa perda uno dei requisiti previsti dall’articolo 25, comma 2, prima della scadenza dei quattro anni dalla data di costituzione, o del diverso termine previsto dal comma 3 dell’articolo 25 se applicabile, secondo quanto risultante dal periodico aggiornamento della sezione del registro delle imprese di cui all’articolo 25, comma 4, in ogni caso, una volta decorsi quattro anni dalla data di costituzione, cessa l’applicazione della disciplina prevista nella presente sezione, [...] ferma restando l’efficacia dei contratti a tempo determinato stipulati dalla start-up innovativa sino alla scadenza del relativo termine. Per la start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata, le clausole eventualmente inserite nell’atto costitutivo [...] mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi”.*

http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Notizie/2012/10/decreto-legge-sviluppo-bis.pdf.

innovativa. Sono escluse dal calcolo di queste spese quelle sostenute per l'acquisto di beni immobili¹⁵⁵;

- la forza lavoro complessiva della società deve essere per almeno un terzo composta da dipendenti, o collaboratori, in possesso di un titolo di dottorato di ricerca, o che stanno svolgendo un dottorato di ricerca, oppure in possesso di una laurea e che abbiano svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero. In alternativa almeno i due terzi della forza lavoro deve essere in possesso di un titolo di laurea magistrale;
- la società deve essere titolare, o licenziataria, o depositaria, di almeno un titolo di privativa industriale, relativa alla tutela di un'invenzione industriale, biotecnologica, di una topografia di prodotto a semiconduttori, di una nuova varietà vegetale, di un programma per elaboratore originario registrato presso il relativo registro¹⁵⁶, direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Il legislatore ha poi previsto specifiche deroghe alle norme di diritto societario, per agevolare la nascita e lo sviluppo delle start up innovative; in particolare per quanto riguarda le disposizioni sulla riduzione del capitale per perdite, nel caso di società per azioni, e la riduzione di capitale per perdite, nel caso di società a responsabilità limitata, che trovano applicazione non entro l'esercizio successivo a quello nel quale si sono verificate le perdite, ma entro il secondo esercizio successivo¹⁵⁷; e sull'applicazione delle norme nel caso in cui le perdite riducano il capitale sociale al di sotto del limite legale¹⁵⁸, demandando all'assemblea la decisione di rinviare le deliberazioni “*inerenti a*

¹⁵⁵ Articolo 25, comma 2, lettera h): “[...]Le spese risultano dall'ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione e' assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della start-up innovativa”.

¹⁵⁶ Questa modifica è stata introdotta dal Decreto Legge n°76/2013 “*Primi interventi urgenti per la promozione dell'occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul valore aggiunto (IVA) e altre misure finanziarie urgenti*”; pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 28 giugno 2013 e convertito in legge il 9 agosto 2013 (n°99).

¹⁵⁷ Articoli rispettivamente 2446 e 2482-bis del Codice Civile.

¹⁵⁸ Articoli rispettivamente 2447 e 2482-ter del Codice Civile.

tale situazione alla chiusura dell'esercizio sociale successivo, senza che operi la causa di scioglimento della società per perdita del capitale sociale"¹⁵⁹.

Altre deroghe sono contenute nell'articolo 26 della Legge 22: è prevista infatti la possibilità, per le start up costituite in forma di società a responsabilità limitata, di creare categorie di quote del capitale sociale aventi diritti diversi, non solo in relazione ai diritti amministrativi e di distribuzione degli utili, ma anche in relazione al diritto di voto o di voto (non) proporzionale¹⁶⁰. Il comma 5 del medesimo articolo, prevede inoltre che solo le quote di partecipazione di start up innovative possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di raccolta di capitale online, in deroga alle disposizioni dell'articolo 2468, comma 1 del Codice Civile¹⁶¹.

3.4.2 La raccolta attraverso portali online di capitale di rischio a sostegno delle start up innovative.

L'articolo 30, comma 1 della Legge 221 inizia a disciplinare il Crowdfunding introducendo nel TUF la definizione di "*portale per la raccolta di capitali per le start up innovative*" e la definizione di "*start up innovativa*"¹⁶²; in seguito, il medesimo articolo, introduce le norme da applicare per la gestione di portali online per la raccolta di capitali per le start up innovative, identificando come gestore chi esercita professionalmente il servizio di raccolta di capitali ed è regolarmente iscritto

¹⁵⁹ Umberto Piattelli, *"Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?"* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 66. Citazione.

¹⁶⁰ Articoli rispettivamente 2468 e 2479 del Codice Civile; le disposizioni inderogabili sono contenute ai commi 2: "*L'atto costitutivo della start-up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile*"; e 3: "*L'atto costitutivo della società di cui al comma 2, anche in deroga dall'articolo 2479, comma 5, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.*" dell'articolo 26 della Legge 221;

¹⁶¹ Codice Civile, Libro V, Titolo V, Capo VII "*Delle Società a Responsabilità Limitata*". Articolo 2468: Quote di partecipazione. Comma 1: "*Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*".

¹⁶² Si veda l'articolo 25 della Legge 221.

nell'apposito registro¹⁶³; tale attività può essere svolta dalle imprese di investimento, dalle banche autorizzate e dai soggetti iscritti al registro che, ultimata la raccolta, trasmettono gli ordini di sottoscrizione e di compravendita degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale, esclusivamente a banche e imprese di investimento. I compiti di vigilanza sui gestori dei portali sono riservati alla Consob, alla quale è richiesto anche di determinare e regolare i principi e i criteri connessi a:

- *“la formazione del registro e alle relative forme di pubblicità;*
- *le 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;*
- *le eventuali ulteriori cause di incompatibilità;*
- *le regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali”¹⁶⁴.*

L'articolo 30, comma 3, contiene alcune norme che incidono sul TUF, modificandolo. Tra le più significative vi è il disposto riguardo le *“offerte attraverso i portali per la raccolta di capitali”* (nuovo articolo 100-ter del TUF), che pare letteralmente stabilire che il modello Equity-based Crowdfunding potrà essere utilizzato dai gestori dei portali solamente quando la raccolta ha ad oggetto le start up innovative o le PMI innovative.

Cosa accade nei casi in cui invece l'oggetto della raccolta sia (semplicemente) una start up? O una PMI? In questo senso, pare che non venga rispettato dalla norma il principio di uguaglianza previsto costituzionalmente dal nostro ordinamento.

Sempre ai sensi del comma 3 dell'articolo 30, (con introduzione di apposita disciplina nel TUF) vengono affidati alla Consob la determinazione della disciplina applicabile alle offerte *“al fine di assicurare la sottoscrizione da parte di investitori professionali o di 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 la tutela degli *“investitori diversi dai clienti professionali nel caso in*

¹⁶³ Si veda l'articolo 50-quinquies, comma 2 del nuovo Capo III-quater *“Gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI”* del TUF.

¹⁶⁴ Legge 221, articolo 30 *“Raccolta di capitali di rischio tramite portali online e altri interventi di sostegno per le start-up innovative”*, comma 5.

*cui i soci di controllo della start-up innovativa o della PMI innovativa cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta*¹⁶⁵.

Sorgono spontanei alcuni quesiti, come ad esempio qual è il motivo per cui viene imposto alla Consob di regolare le modalità con cui un investitore professionale deve investire in una start up? Il Crowdfunding dovrebbe infatti costituire, e un canale di raccolta e di investimento alternativo a quelli tradizionali, e, per definizione, dovrebbe coinvolgere una pluralità di investitori perlopiù non professionali. E perché la tutela degli investitori¹⁶⁶ una volta completata l'offerta sarebbe compito della Consob? Dovrebbe essere infatti il gestore del portale ad avere a cuore la protezione di chi ha investito ed assicurare un aggiornamento continuo e tempestivo post-offerta sui fatti di rilievo della società che possono riguardare o avere impatti sugli investitori/soci¹⁶⁷.

Ciò che si evince è che l'Equity Crowdfunding in Italia non è per tutti coloro che hanno un'idea, o un'idea da sottoporre all'analisi di una folla, ma soltanto per quelle realtà imprenditoriali che rientrano nelle categorie di start up o PMI innovative; le implicazioni, per tutte le fattispecie escluse e prive di norme di riferimento, saranno relative all'ulteriore diversità dei modelli utilizzati per la raccolta di fondi (qualificati come ulteriormente alternativi, forme ibride di Crowdfunding); al ricorso a risorse di tipo *equity* come fonti di finanziamento in un contesto offline; all'utilizzo di modelli di Crowdfunding che, in virtù del loro non essere disciplinati, permettano di sorvolare sugli aspetti legislativi e di operare al di fuori dell'impianto normativo specifico del nostro Paese. Per gli operatori che intendono offrire sul mercato strumenti finanziari, diversi dalle quote di start up o PMI innovative, è fondamentale tenere presente che:

- l'attività svolta dal gestore del portale online non deve rientrare nell'ambito delle attività di servizi di investimento riservate agli intermediari finanziari;
- devono essere identificati quali strumenti finanziari possono essere oggetto dei progetti pubblicati sul portale e quali modalità possono essere utilizzate per

¹⁶⁵ Si veda articolo 100-ter "*Offerta attraverso portali per la raccolta di capitali*", comma 2, del TUF.

¹⁶⁶ Verrà meglio analizzato il tema della tutela dei diritti degli investitori nell'ultimo paragrafo di questo capitolo.

¹⁶⁷ Umberto Piattelli, "*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 57-62.

realizzare l'offerta, così da escludere l'applicazione delle norme sullo svolgimento di attività qualificabili come servizi di investimento¹⁶⁸.

Un altro quesito sorge in merito alla qualificazione dell'offerta di quote o azioni di una società che verrà costituita in seguito al successo della raccolta di capitali, effettuata attraverso una piattaforma di Equity Crowdfunding. La tesi più diffusa è che tali titoli non possano essere considerati come oggetto di un'offerta di prodotti finanziari perché, in mancanza di un'entità societaria identificata, non possono esistere nemmeno le sue azioni¹⁶⁹; tuttavia, anche se la società non dovesse aver ancora deliberato l'emissione di azioni, i gestori della piattaforma hanno facoltà di pubblicare online le informazioni sulla società che andrà a costituirsi, in caso di successo della raccolta, insieme ai termini e alle condizioni dell'investimento, compresi il business plan e i prospetti relativi alla futura (attesa) situazione economica e patrimoniale (analogamente, in caso di aumenti di capitali, finalizzati ad un certo progetto, in società già costituite che attendono di deliberare in merito una volta avuto l'esito positivo della raccolta fondi). Sarà la piattaforma a svolgere l'attività di verifica e di monitoraggio caso per caso riguardo l'esistenza dei presupposti per l'applicazione delle norme del TUF, o del Regolamento Emittenti al di fuori del contesto normativo delle Legge 221, senza che questo significhi essere del tutto esenti da una regolamentazione. Esistono infatti formule che non presentano tutte le caratteristiche proprie dell'Equity Crowdfunding, ma che comunque trovano spazio nel mercato, in virtù dell'uso della rete come strumento e luogo di contatto tra imprenditori e finanziatori, ai quali spetterà l'ultima parola sull'investimento; mentre il gestore della piattaforma assumerà un ruolo rilevante in termini di professionalità e competenze da fornire all'imprenditore, sotto forma di consigli e suggerimenti utili a consentire un confronto informato con gli investitori, e anche in merito all'attività di *due diligence*, precedente al perfezionamento dell'investimento, all'attività di aggiornamento e comunicazione, durante l'investimento, e all'attività informativa e di tutela successivamente al termine della raccolta.

¹⁶⁸ Umberto Piattelli, "Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 100-104. Citazione.

¹⁶⁹ Maurizio Pinto, "L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita", Opinioni, Diritto dei mercati finanziari, in "Le Società", Assago, 2013. Pagg. 830. Citazione.

3.5 La regolamentazione dell'Equity Crowdfunding. Il Regolamento Consob 18592.

Il Regolamento adottato dalla Consob in data 26 giugno 2013, riguarda la *“Raccolta di capitali di rischio tramite portali online”*¹⁷⁰. L'argomento di riflessione del legislatore è stato il notevole sviluppo conosciuto dal Crowdfunding non solo nell'ambito del no profit, ma anche in un contesto di realizzazione di iniziative imprenditoriali, anche comprensive di offerta di strumenti finanziari a titolo partecipativo. Era dunque necessario consentire anche a soggetti diversi di svolgere un'attività circoscrivibile all'interno dei servizi e alle attività di investimento (normalmente riservata), attraverso una modalità alternativa. Il Regolamento dunque nasce con l'obiettivo di creare un equilibrio tra la disciplina di favore riservata ai gestori delle piattaforme e quella dei gestori di diritto, facendo attenzione a non pregiudicare la tutela degli investitori da varie forme di rischio, anche successivamente all'offerta.

Il Regolamento Consob 18592 è diviso in tre parti: la Parte I contiene le definizioni, la Parte II contiene la disciplina del registro e la regolamentazione dei gestori dei portali e la Parte III che riporta la disciplina delle offerte eseguite tramite portali; le norme che meritano una breve analisi, sono state studiate per stabilire i requisiti per operare come gestore di portali ed essere iscritto all'apposito albo e le regole di condotta cui devono sottostare tali gestori.

3.5.1 Disciplina dei requisiti per operare come gestori di piattaforme online.

Nella Parte II del Regolamento Consob sono elencate le norme che devono necessariamente essere rispettate ai fini dell'iscrizione dei gestori nel registro ad essi riservato. L'articolo 7¹⁷¹ precisa le caratteristiche che deve avere la domanda di iscrizione, esaminata dalla Consob in merito a veridicità e completezza delle informazioni, entro sette giorni dal ricevimento della comunicazione; alla autorità di vigilanza è concesso il diritto di richiedere informazioni aggiuntive o integrative per la

¹⁷⁰ Il titolo originale era *“Raccolta di capitali di rischio da parte delle start up innovative tramite portali online”*, sostituito con delibera 19520 del 24 febbraio 2016.

¹⁷¹ Regolamento Consob n°18592, Titolo II: *“Iscrizione nel registro”*; articolo 7 *“Procedimento di autorizzazione per l'iscrizione”*.

corretta conclusione dell'istruttoria. Fatta salva la sospensione della pratica per mancanza di informazioni rilevanti, la Consob dovrà deliberare, riguardo l'iscrizione nel registro, entro 60 giorni dal ricevimento della domanda¹⁷². Nell'articolo 8 sono invece descritti i requisiti di onorabilità di coloro che intendono presentare la domanda di iscrizione e assolvono al ruolo di controllo della società richiedente: la Consob in questo caso ha adottato una politica di allineamento della disciplina in questione con quella prevista per le banche e le imprese di investimento¹⁷³.

Il comma I in particolare afferma che, ai fini dell'iscrizione nel registro, i soggetti cui è affidato il controllo della società:

- non devono trovarsi in condizione di interdizione o inabilità, nemmeno temporanea;
- non devono essere stati sottoposti a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi del Decreto Legislativo 159/2011, o Decreto Antimafia¹⁷⁴;
- non devono essere stati condannati con sentenza irrevocabile;
- non devono essere condannati con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato¹⁷⁵.

Il comma 2 dello stesso articolo¹⁷⁶ recita: *“Ove il controllo o la partecipazione di cui al comma 1-bis siano detenuti tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il direttore*

¹⁷² Regolamento Consob n°18592, Titolo II: *“Iscrizione nel registro”*; articolo 7 *“Procedimento di autorizzazione per l'iscrizione”*, comma 5.

¹⁷³ Decreto Legislativo n°469 del 11 novembre 1998 *“Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV e fissazione delle soglie rilevanti”*. Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica.http://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/D_4691998_-_07.pdf.

¹⁷⁴ Decreto Legislativo n°159 del 6 settembre 2011, *“Codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, nonché nuove disposizioni in materia di documentazione antimafia, a norma degli articoli 1 e 2 della legge 13 agosto 2010, n. 136”*.
http://www.prefettura.it/FILES/AllegatiPag/1173/D.Lgs%20159_2011.pdf.

¹⁷⁵ Regolamento Consob n°18592, Titolo II: *“Iscrizione nel registro”*; articolo 8 *“Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo”*, comma 1.

¹⁷⁶ Regolamento Consob n°18592, Titolo II: *“Iscrizione nel registro”*; articolo 8 *“Requisiti di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo”*, comma 1-bis: *“Nel caso in cui nessuno dei soci detenga il controllo, il comma 1 si applica ai soci che detengono partecipazioni almeno pari al venti per cento del capitale della società”*.

generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche” il che permette di garantire un grado di tutela elevato in fase di ingresso nel mercato delle piattaforme online, accessibile solamente dopo il superamento della selezione per l’iscrizione nel registro. Tali soggetti, cioè i soggetti che svolgono attività di amministrazione, direzione e controllo, sono disciplinati rispetto ai requisiti di onorabilità attraverso le norme già vigenti per gli intermediari che operano nei mercati finanziari¹⁷⁷.

3.5.2 Le regole di condotta e gli obblighi informativi del gestore della piattaforma.

Le regole di condotta imposte ai gestori dei portali sono contenute nel Titolo III del Regolamento Consob. L’articolo 13 sancisce un obbligo generale di diligenza, trasparenza e correttezza, come caratterizzata dall’articolo 1176 del Codice Civile¹⁷⁸, e un obbligo di gestione dei conflitti di interesse, che potrebbero nascere nello svolgimento dell’attività delle piattaforme, più specifico, in particolare prevedendo l’assicurazione riguardo la parità di trattamento dovuta ai soggetti destinatari delle offerte che si trovino nelle medesime condizioni¹⁷⁹. Al secondo comma dello stesso articolo viene inoltre specificato che: *“Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l’offerta che sono fornite dall’offerente affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell’investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”*; questi obblighi specifici ulteriori, costituiscono per le piattaforme una base oggettiva su cui costruire la propria reputazione, creando tutti i presupposti per instaurare con gli utenti un rapporto di fiducia, necessario perché avvenga l’adesione alle offerte da parte degli investitori. D’altro canto è vero anche che la norma sembra imporre alle piattaforme l’obbligo di effettuare un’attenta e accurata analisi preliminare di tutte le informazioni sensibili ai

¹⁷⁷ Regolamento Consob n°18592, Titolo II: *“Iscrizione nel registro”*; articolo 9 *“Requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo”*.

¹⁷⁸ Codice Civile, Libro IV *“Delle Obligazioni”*, Titolo I *“Delle obbligazioni in generale”*, Capo I *“Disposizioni generali”*; articolo 1176, comma 2: *“Nell’adempimento delle obbligazioni inerenti all’esercizio di un’attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell’attività esercitata”*.

¹⁷⁹ Regolamento Consob n°18592, Titolo III: *“Regole di condotta”*; articolo 13 *“Obblighi del gestore”*.

fini dell'investimento, fondato su informazioni dettagliate, corrette, chiare, non fuorvianti e senza omissioni. Inoltre in caso di inadempimento, la responsabilità sembra ricadere unicamente sul gestore, che non potendo astenersi dall'effettuare operazioni di verifica, dovrà considerare l'aumento dei costi (tradotti in commissioni richieste agli investitori, e in costi di iscrizione/pubblicazione per gli emittenti) di gestione del portale che essa comporta. Resta in ogni caso il dubbio della determinazione di un giudizio sulla bontà dell'operato dei gestori, e della loro eventuale responsabilità nei casi in cui, nonostante l'attività di *due diligence*, gli investimenti non vadano a buon fine, ossia quando i progetti finanziati non riescano nel tempo a far decollare il loro business e producano perdite di capitale sociale.

Come capire se le attività di analisi e di verifica delle informazioni sono state sufficienti? Come misurare la soglia minima di dettaglio per escludere il gestore da ogni responsabilità? Come varia tale soglia nei casi in cui gli emittenti siano start up di nuova generazione, privi di una struttura organizzativa e amministrativa, nonché di una storia aziendale complessi, stabili o duraturi? Sono tutti quesiti che non trovano risposta precisa all'interno della disciplina dell'Equity Crowdfunding e che necessitano, non solo di uno studio caso per caso, ma anche di una lettura *ad hoc* delle varie disposizioni applicabili.

Infine nel terzo comma dell'articolo 13 viene stabilito che al gestore spettano i doveri di richiamare l'attenzione degli investitori non professionali “*sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie*”; di non diffondere informazioni non coerenti da quelle pubblicate online; di non formulare giudizi o raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle offerte presenti sul portale, che potrebbero influenzare le offerte stesse¹⁸⁰. Agli investitori dovranno essere garantite l'accessibilità ad informazioni aggiornate e la loro disponibilità a chi ne faccia richiesta, per almeno 5 anni dalla conclusione dell'offerta¹⁸¹.

¹⁸⁰ Regolamento Consob n°18592, Titolo III: “*Regole di condotta*”; articolo 13 “*Obblighi del gestore*”, comma 3.

¹⁸¹ Regolamento Consob n°18592, Titolo III: “*Regole di condotta*”; articolo 13 “*Obblighi del gestore*”, comma 4.

Gli obblighi di informativa sono divisi in tre gruppi¹⁸².

La disciplina degli obblighi attinenti al funzionamento del portale è contenuta nell'articolo 14, che prevede che debbano essere pubblicate sul portale le informazioni riguardanti il gestore; i soggetti che detengono il controllo della piattaforma o che svolgano attività di gestione, amministrazione e controllo; le attività svolte dalla piattaforma; gli eventuali costi a carico degli investitori; le misure per gestire e ridurre i rischi connessi a frodi, conflitti di interesse e trattamento dei dati personali; i meccanismi per la risoluzione stragiudiziale delle controversie; i dati aggregati sulle offerte svolte attraverso il portale stesso; la normativa di riferimento; gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob; le iniziative che il gestore intende adottare nei confronti degli emittenti, in caso di inosservanza delle regole di funzionamento del portale, o in caso di mancata predisposizione, l'indicazione che non sussiste alcuna iniziativa. La riflessione fornita dal professor Piattelli¹⁸³ su quest'ultima previsione, verte sulla possibilità che il legislatore abbia lasciato un margine di manovra ai gestori nell'adozione (volontaria) di regole di gestione dell'attività di raccolta e anche successivamente, nel tentativo di determinare obblighi più specifici a carico del gestore, in seguito all'emergere di *best practices* finalizzate a rendere disponibili le informazioni per gli investitori in maniera regolare e periodica, ed a determinare le modalità per l'esercizio di alcuni diritti degli investitori.

Il secondo gruppo di norme riguarda l'investimento in start up innovative o in PMI innovative. L'articolo 15 impone al gestore di informare gli investitori circa l'esistenza del rischio di perdita del capitale investito e del rischio di illiquidità, del possibile divieto di distribuzione degli utili e del regime fiscale cui sono sottoposti gli investitori; altre informazioni devono essere fornite riguardo le deroghe al diritto societario e fallimentare applicabili, il contenuto del business plan e il riferimento al diritto di recesso di cui all'articolo 13, comma 5, del Regolamento Consob¹⁸⁴. Il comma 2 stabilisce che coloro che desiderano aderire ad un'offerta devono aver preso visione della *“normativa di riferimento, dell'indicazione del collegamento ipertestuale al*

¹⁸² Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 81-87. Citazione.

¹⁸³ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pagg. 81-82. Citazione.

¹⁸⁴ Regolamento Consob n°18592, Titolo III: *“Regole di condotta”*; articolo 13 *“Obblighi del gestore”*, comma 5: *“Il gestore assicura agli investitori diversi dagli investitori professionali il diritto di recedere dall'ordine di adesione, senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo, entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine”*.

registro nonché della sezione di investor education del sito internet della Consob [...]»¹⁸⁵; devono aver risposto con esito positivo ad un questionario redatto dal gestore della piattaforma, sulla comprensione delle caratteristiche e dei rischi connessi all'investimento in start up innovative o in PMI innovative; e devono anche fornire una dichiarazione ufficiale che attesti la possibilità di poter sostenere economicamente la potenziale perdita dell'intera somma investita.

Infine vi sono gli obblighi informativi riguardanti la singola offerta. Il gestore dovrà fornire tutte le informazioni riguardanti lo stato delle adesioni, l'ammontare e il numero degli aderenti, le banche e le imprese di investimento che cureranno la raccolta degli ordini e dei fondi sul conto deposito vincolato; inoltre dovranno essere rese disponibili anche le informazioni sui rischi specifici dell'emittente e dell'offerta, sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, sull'offerta, sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta¹⁸⁶, insieme agli aggiornamenti, alle variazioni e alle correzioni di errori materiali concernenti l'offerta forniti dall'emittenti. In relazione a ciascuna offerta, ai sensi dell'Allegato 3, il gestore assicura che sia preliminarmente riportata, con evidenza grafica, la seguente avvertenza: *“Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite. Si richiama inoltre l'attenzione dell'investitore che l'investimento, anche indiretto, mediante OICR o società che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi da start-up innovative e PMI innovative è illiquido e connotato da un rischio molto alto”¹⁸⁷.*

Tra le altre disposizioni di maggiore rilevanza del Regolamento Consob, oltre a quelle già analizzate, ve ne sono alcune altre.

L'articolo 17, comma 1 afferma che al gestore è richiesta l'adozione di misure idonee a consentire che gli ordini di adesione siano trattati in maniera rapida, corretta ed efficiente; il comma 2 prevede che *“le banche e le imprese di investimento curano il perfezionamento degli ordini che ricevono per il tramite di un gestore e informano*

¹⁸⁵ Regolamento Consob n°18592, Titolo III: *“Regole di condotta”*; articolo 14 *“Informazioni relative alla gestione del portale”*, comma 1, lettera k).

¹⁸⁶ Regolamento Consob n°18592, Allegato 3: *“Informazioni sulla singola offerta”*.

¹⁸⁷ Regolamento Consob n°18592, Allegato 3: *“Informazioni sulla singola offerta”*. Punto 1: Avvertenza.

http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393.

*tempestivamente quest'ultimo sui relativi esiti*¹⁸⁸. Al terzo comma viene specificato che *“le banche e le imprese di investimento che ricevono gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del TUF¹⁸⁹ e nella relativa disciplina di attuazione, qualora ricorrano le seguenti condizioni:*

a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a 500 euro per singolo ordine e a 1.000 euro considerando gli ordini complessivi annuali;

b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a 5.000 euro per singolo ordine e a 10.000 euro considerando gli ordini considerando gli ordini complessivi annuali”.

Si tratta di una disposizione nuova, che semplifica le procedure per operazioni di investimento di importo limitato alle somme riportate, curate dalle banche e dagli intermediari; la lacuna normativa sta nel fatto che non sono state previste misure di semplificazione nelle procedure adottate da parte dei gestori dei portali online, a meno che questi non effettuino operazioni nei limiti delle fattispecie di investimento di importo limitato riportati ai punti a) e b).

Un'altra novità, introdotta nell'articolo 17, è quella dell'obbligo per il gestore di assicurare che per ciascuna offerta la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile intestato alla società emittente, destinato all'offerente e acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini¹⁹⁰. Questa previsione è diretta a tutelare gli investitori ed a consentire che il modello di raccolta fondi operi anche proteggendo le somme investite, fino al momento della loro esigibilità da parte della società emittente. Anche in questo caso il professor Piattelli offre uno spunto di riflessione sul fatto che un ulteriore sforzo si sarebbe potuto fare nel consentire anche ai soggetti autorizzati all'emissione di moneta elettronica di occuparsi delle raccolte fondi, dato il loro riconosciuto supporto alle piattaforme di Crowdfunding¹⁹¹.

¹⁸⁸ Regolamento Consob n°18592, Titolo III *“Regole di condotta”*; articolo 17 *“Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori”*.

¹⁸⁹ Testo Unico della Finanza, Parte II *“Disciplina degli Intermediari”*, Titolo II *“Servizi e attività di Investimento”*. Articoli 18-25.

file:///C:/Users/PC/Downloads/26-dlgs58_1998_aggiornato_dlgs_104_2010%20(1).pdf.

¹⁹⁰ Regolamento Consob n°18592, Titolo III *“Regole di condotta”*; articolo 17 *“Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori”*; comma 6.

¹⁹¹ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 71. Citazione.

L'articolo 21 si occupa degli obblighi di comunicazione verso la Consob, ai quali il gestore della piattaforma dovrà fare riferimento in caso in cui vi siano modificazioni dello statuto sociale della società emittente, degli assetti proprietari e di controllo della stessa, dei requisiti di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione e controllo, delle variazioni che interessano tali soggetti relativamente ai ruoli e alle funzioni loro assegnate. Si tratta di un'attività di raccolta e produzione di dati davvero onerosa (sia in termini di tempo che di denaro), soprattutto se si pensa che sono gli stessi provvedimenti a cui devono adempiere le società quotate nei mercati regolamentati, e anche in considerazione della notevole differenza degli importi raccolti, attraverso la sollecitazione del pubblico risparmio nei mercati dei capitali, operata da queste ultime rispetto ai portali di Equity Crowdfunding. I portali sono anche tenuti a inviare annualmente alla Consob una relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa interna, che contenga i dati aggregati sull'operatività del portale, in relazione alle offerte svolte, su eventuali discontinuità nello svolgimento delle loro attività e sui reclami effettuati, con relative misure previste per la risoluzione delle carenze rilevate¹⁹². Infine una disposizione del tutto nuova è quella contenuta nell'articolo 25, secondo cui la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini di adesione alle offerte, è costituita nel conto indisponibile (intestato all'emittente) acceso presso le banche, o le imprese di investimento, a cui sono trasmessi gli ordini¹⁹³. Questa disposizione pare essere stata predisposta in considerazione dell'esperienza maturata dai gestori dei portali che hanno garantito agli investitori di rientrare in possesso delle somme versate, in caso di mancato completamento dell'offerta; dunque un'altra forma di tutela per i finanziatori, in questo caso dal rischio di mancata restituzione degli

¹⁹² Regolamento Consob n°18592, Titolo III "Regole di condotta"; articolo 21 "Comunicazioni alla Consob"; comma 3. "[...] a) la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa secondo lo schema riportato nell'Allegato 2 evidenziando le variazioni intervenute rispetto alle informazioni già comunicate. Qualora non siano intervenute variazioni la relazione può non essere inviata, fermo restando che dovrà essere comunicata tale circostanza; b) i dati sull'operatività del portale con indicazione almeno delle informazioni aggregate relative alle offerte svolte nel corso dell'anno precedente e ai relativi esiti, secondo lo schema predisposto dalla Consob, nonché ai servizi accessori prestati con riferimento alle stesse; c) i dati sui casi di discontinuità operativa e sulla relativa durata, unitamente alla descrizione degli interventi effettuati per ripristinare la corretta operatività del portale; d) i dati sui reclami ricevuti per iscritto, le misure adottate per rimediare a eventuali carenze rilevate, nonché le attività pianificate". Si veda anche Regolamento Consob n°18592, Allegato 2: "Relazione sull'Attività di Impresa e sulla Struttura Organizzativa".
http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393.

¹⁹³ Regolamento Consob n°18592, Parte III "Disciplina dell'Offerta tramite Portali"; articolo 25 "Costituzione della provvista e diritto di revoca".

importi versati¹⁹⁴. Inoltre, come suggerito anche dal titolo dell'ultima parte del Regolamento Consob (*Disciplina dell'Offerta tramite Portali*), il secondo comma stabilisce il diritto di revoca dell'adesione all'offerta degli investitori non professionali quando, tra il momento di adesione e quello di perfezionamento, sopravviene “*un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale sulle informazioni esposte sul portale che possano avere influenza sulla decisione di investimento; il diritto potrà essere esercitato entro 7 giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono portate conoscenza degli investitori*”¹⁹⁵.

3.5.3 La tutela dei diritti dell'investitore.

Durante la trattazione della Legge 221 sull'Equity Crowdfundig, relativamente alle disposizioni sulle start up e sulle PMI innovative, è stato citato il tema della tutela degli investitori, in particolare nell'articolo 30, comma 3 della suddetta Legge, il legislatore demanda alla Consob di adottare una specifica disciplina che tuteli gli investitori, nei casi in cui i soci di controllo delle start up innovative (e PMI innovative) cedano, successivamente alla conclusione dell'offerta, le proprie partecipazioni a terzi.

L'articolo 24 al comma 1¹⁹⁶, ha quindi previsto la possibilità di recesso per gli investitori non professionali, qualora si verifichi la cessione delle quote a terzi da parte dei soci che hanno il controllo del capitale sociale; il diritto deve essere contenuto nell'atto costitutivo, o nello statuto della società emittente, e può essere esercitato per tutto il periodo in cui sussistono i requisiti che qualificano l'emittente come start up o PMI innovativa, e comunque per un minimo di tre anni dalla conclusione dell'offerta. Se da un lato il tema della tutela degli investitori risulta tra le priorità della disciplina della legislazione sull'Equity Crowdfunding, dall'altro è necessario che vi sia equilibrio con le scelte del socio di maggioranza, rispetto alla miglior gestione della società; quindi bisognerà che i diritti concessi agli investitori non siano limitanti e penalizzanti per l'operatività della stessa. Questa esigenza di bilanciamento è risolta grazie alla previsione di diritti diversi, associati a categorie differenti di quote per le start up innovative e per le PMI innovative, ossia azioni senza attribuzione del diritto di voto, azioni con attribuzione di un diritto di voto non proporzionale e azioni con attribuzione

¹⁹⁴ Si veda anche Regolamento Consob n°18592, Parte III “*Disciplina dell'Offerta tramite Portali*”; articolo 25 “*Costituzione della provvista e diritto di revoca*”, comma 3.

¹⁹⁵ Si veda anche Regolamento Consob n°18592, Parte III “*Disciplina dell'Offerta tramite Portali*”; articolo 25 “*Costituzione della provvista e diritto di revoca*”, comma 2.

¹⁹⁶ Regolamento Consob n°18592, Parte III “*Disciplina dell'Offerta tramite Portali*”; articolo 24 “*Condizioni relative alle offerte sul portale*”, comma 1.

di diritto di voto limitato ad argomenti specifici, o subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative¹⁹⁷. L'esistenza di categorie di azioni di questo tipo è prevista anche per le società a responsabilità limitata¹⁹⁸, che possono predisporre la creazione di quote che conferiscano speciali diritti ad alcuni dei soci; questi ultimi vengono così a godere di uno status particolare, con la conseguenza che la cessione delle quote non comporterà anche il trasferimento dei relativi diritti¹⁹⁹; il legislatore ha però, in relazione alle offerte pubblicate dalle piattaforme di Equity Crowdfunding, optato per la replicazione del modello già previsto per le società per azioni, per cui è possibile che siano previste categorie di azioni con diritti diversi²⁰⁰.

¹⁹⁷ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 89-93. Citazione. La norma deroga alle disposizioni di cui agli articoli 2468 *“Quote di partecipazione”*: *“Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari. Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta. Se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento. Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili. Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo [...] i diritti previsti dal precedente comma possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci. [...]”*; e 2479 *“Decisioni dei soci”*, comma 5 del Codice Civile *“Ogni socio ha diritto di partecipare alle decisioni previste dal presente articolo ed il suo voto vale in misura proporzionale alla sua partecipazione”*.

¹⁹⁸ Queste tipologie di azioni o strumenti finanziari risulta essere particolarmente utile all'imprenditore per raccogliere le risorse necessarie per lo sviluppo di un progetto, senza rendere più complicata la gestione della società per effetto della concessione di diritti ad un'ampia platea di investitori. Per un approfondimento più dettagliato si veda Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n°138-2011/1; luglio 2011. Capitolo 5.
<http://www.notariato.it/sites/default/files/138-11-i.pdf>.

¹⁹⁹ Nel caso delle società a responsabilità limitata rileva la centralità della figura del socio rispetto alle società per azioni, per cui non stupisce che il legislatore abbia voluto agganciare i particolari diritti di cui all'articolo 2468, comma 3 del Codice Civile alla persona del socio piuttosto che alla partecipazione, creando un vero e proprio legame tra il socio e il diritto lui assegnato. Si veda a tal proposito la Relazione al Decreto Legislativo n°6 del 17 gennaio 2003 *“Riforma organica della disciplina delle società di capitale e società cooperative in attuazione della Legge Delega n°366 del 3 ottobre 2001”*. Capitolo 11, *“Della Società a Responsabilità Limitata”*; pagg. 21-27.
http://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/downloads/2010/12/Relazione-d.lgs_-6_2003.pdf.

²⁰⁰ Articolo 2348 del Codice Civile: *“Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”*.

L'ultima osservazione, riguardo l'argomento di questo paragrafo, riguarda la possibilità che esistano, o meglio si siano affermati, sulla base delle esperienze maturate dai gestori delle piattaforme che si occupano di Equity Crowdfunding, esempi concreti e spunti per migliorare ulteriormente le forme di tutela delle parti, che utilizzano questa forma di raccolta, e per individuare le aree più critiche nel funzionamento di questo modello. Sono vari e differenti i servizi che possono essere prestati in ordine alla tutela dei soggetti che utilizzano le piattaforme e che potrebbero sicuramente ispirare l'utilizzo di prassi e magari anche una regolamentazione di tipo secondario, oppure l'istituzione di un codice di comportamento specifico, destinato ad una adesione volontaria da parte delle piattaforme, basato su una disciplina autorizzata, ma nata da una sorta di auto-regolamentazione, che come è già stato osservato costituisce una delle caratteristiche (e dei vantaggi) del mondo del *web*.

L'opportunità per i gestori è quella di poter decidere autonomamente e volontariamente a quali modelli di *best practices* aderire e conformarsi e, allo stesso tempo, consentire agli investitori di selezionare le piattaforme che meglio corrispondono alle loro esigenze e più chiaramente esprimono coerenza, tra le possibilità di investimento pubblicate e le attese del soggetto finanziatore (attese non meramente economiche), potendo valutare in modo trasparente e sicuro la sottoscrizione di quote rappresentative di capitale della società emittente, anche in relazione ai servizi da quest'ultima messi a disposizione.

Ciò che infatti sembra essere necessario, in quest'ottica, è l'offerta di forme di tutela degli investitori, ricollegabili a tre fasi della realizzazione di una raccolta attraverso Equity Crowdfunding; nello specifico:

- devono essere tutelati gli investitori durante la fase di esame degli investimenti, attraverso lo svolgimento di un'attività di *due diligence* in grado di informare riguardo eventuali rischi specifici delle offerte;
- in fase di sottoscrizione dell'investimento gli investitori devono essere tutelati in termini di ricezione continua di informazioni aggiornate e diffuse riguardo il loro investimento;
- durante la gestione dell'investimento, ovvero successivamente alla conclusione dell'offerta, devono essere stabilite specifiche modalità di tutela degli investitori, considerati in modo unitario, in modo da poter fornire una protezione sufficiente

alla compagine sociale rispetto a singoli comportamenti non corretti, indipendentemente dai diritti associati all'impegno economico sostenuto²⁰¹.

²⁰¹ Umberto Piattelli, *“Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?”* G. Giapichelli Editore, Torino. 2013. Pag. 93-96. Citazione.

Capitolo 4. Lo sviluppo del Crowdfunding in Italia. Lo stato dell'arte.

4.1 I fattori di influenza sullo sviluppo del Crowdfunding. *L'E*

Commerce e il Net Retail.

Nel nostro paese il Crowdfunding ha avuto uno sviluppo più lento rispetto ad altri paesi in Europa per due principali ordini di motivi: il primo relativo al panorama legislativo già analizzato nel precedente capitolo, il secondo legato a limiti culturali.

Dal punto di vista culturale, il non-utilizzo abituale e disinvolto di Internet come canale attivo di scambio a livello economico e finanziario, ha rallentato la fidelizzazione alla rete di ampie fasce della popolazione. Il mercato online italiano è ancora immaturo principalmente perché non esiste una vera e propria tradizione di vendita su catalogo (ossia, quella particolare forma di vendita al dettaglio caratterizzata dalla trasmissione a distanza, mediante l'utilizzo di mezzi di comunicazione, cartacei o magnetico-elettronici, della manifestazione della volontà di acquisto del consumatore), ritenuta un fattore antecedente all'adozione di comportamenti orientati al commercio elettronico (*online shopping*): dal punto di vista della domanda, infatti, vi è una reticenza nell'utilizzo di carte di credito come mezzi di pagamento; dal lato dell'offerta, vi è la tendenza dei rivenditori di utilizzare i propri siti *web* semplicemente (talvolta unicamente) come strumenti di natura documentale e conoscitiva, per quelle persone che desiderano comprare i beni *in-store*, e non come piattaforme commerciali. Inoltre la qualità dei servizi legati ai sistemi postali e di consegna è estremamente mutevole e l'offerta è così variegata da rendere complicata, sia dal punto di vista del produttore, sia da quello del consumatore, la realizzazione di una delle fasi classiche a chiusura del più classico ciclo produttivo aziendale, la consegna appunto. A titolo di esempio, nel 2015, su dati raccolti nel biennio precedente, la percentuale della popolazione che effettuava online operazioni di acquisto e vendita era pari al 65,5% nel Regno Unito, al 50,5% in Germania, al 52,1% in Francia e al 20,1% in Italia²⁰². Nonostante la quota di mercato italiana nel settore dell'*online retailing* sia storicamente tra le più basse in Europa, nel 2015 la crescita registrata rispetto all'anno precedente è stata del 19%, con una

²⁰² RetailMeNot - Centre for Retail Research, "Online Retailing in Europe, the US and Canada 2015-2016. A Research Report for RetailMeNot Inc.", Centre for Retail Research Limited, Nottingham, gennaio 2015. Pag. 14.
https://www.retailmenot.com/corp/static/filer_public/86/ed/86ed38d1-9cb9-461c-a683-ab8e7b4e1ffc/online_retailing_in_europe_us_and_canada.pdf.

aspettativa di ulteriore crescita complessiva nel 2016, pari al 31,33% rispetto al 2014. Nel 2016 il mercato *retail online* ha prodotto un fatturato superiore a 7,5 miliardi di euro e si prevede che nel 2017 questo ammontare supererà i 10 miliardi, registrando un tasso di crescita annuale del 17%²⁰³.

Negli ultimi sei anni i tassi di crescita dei paesi europei hanno rallentato i loro trend di crescita, in parte a causa della crisi del 2009, che ha provocato una contrazione progressiva dei consumi ed un abbassamento del potere di acquisto della moneta, in parte a causa di un ampliamento del mercato, relativamente al numero di utenti e di concorrenti, a cui non è corrisposto un aumento nella frequenza di transizioni; in parte, stando a quanto riportato nel “*Rapporto Annuale Istat*” del 2015, a causa di un meccanismo (innescatosi nel 2009, ma i cui effetti si sono manifestati a partire dal 2012)²⁰⁴ di discesa del tasso di inflazione, misurato sull’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA), tale per cui la rapida diffusione di spinte deflazionistiche nel tempo si è propagata anche ad un’ampia quota di beni e servizi, normalmente acquistati dalle famiglie. In particolare l’incidenza percentuale dei beni per i quali si è registrato un calo di prezzo, su base tendenziale, è salita repentinamente oltre il 10% (alla fine del 2014); inoltre l’ampliamento della quota di beni e servizi interessati da dinamiche tendenziali di variazione negativa, ha sovrastato l’effetto di incrementi tendenziali moderati e tassi di crescita relativamente più sostenuti riguardanti altre tipologie di beni e servizi²⁰⁵. Tuttavia la velocità di crescita del settore resta di molte volte superiore rispetto alla crescita totale del macrosettore della vendita al dettaglio: a fronte di un calo medio annuo compreso tra il 2% e il 3% dell’*online retailing sales sector*, la performance di crescita supera del 10% quella del macrosettore relativo, anche nel caso in cui la vendita al dettaglio crescesse, in media ogni anno, di un tasso compreso tra il 2% e il 4%.

Il motivo, dunque, che porta a qualificare i risultati italiani come rilevanti, è che in un contesto di mercato in recessione e di sfiducia generale, la possibilità di utilizzare canali di acquisto, che enfatizzino sulla sensibilità al prezzo, ha stimolato in maniera

²⁰³ <https://www.wired.it/economia/business/2016/06/08/ecommerce-italia-crescere/>.

²⁰⁴ <http://www.istat.it/it/files/2015/05/Rapporto-Annuale-2015.pdf>. Sezione Approfondimenti e Analisi, paragrafo 1.1 “*La diffusione delle spinte deflazionistiche e i potenziali effetti dell’indebolimento dell’euro sui prezzi al consumo*”. Pagg. 23-26.

²⁰⁵ L’analisi è basata sulle dinamiche tendenziali registrate dagli indici delle posizioni rappresentative dell’IpcA nel periodo tra il 2009 e il 2015. Si veda in particolare la figura 1.12 a pag 23 del Rapporto Annuale Istat del 2015. <http://www.istat.it/it/files/2015/05/Rapporto-Annuale-2015.pdf>.

decisiva l'utilizzo della rete per le operazioni commerciali²⁰⁶, ed ha reso suscettibili i consumatori di prestare particolare attenzione alla scelta di tale canale, non solo relativamente alle contingenze, ma come comportamento abituale²⁰⁷. Sono sempre di più infatti (28,7 milioni) gli italiani che hanno accesso a Internet e che vi si collegano, attraverso più dispositivi, quotidianamente; 21,7 milioni di individui navigano mediamente per due ore al giorno e 21,8 milioni degli utenti online ha visitato, o visita abitualmente, siti e applicazioni di *E-Commerce*, dedicandovi in media un'ora e mezza di tempo²⁰⁸; il 34,1 % di essi effettua acquisti online almeno una volta in un intervallo di 12 mesi; tuttavia oltre il 54% degli utenti attivi della rete pare essere ancora diffidente rispetto alle transazioni commerciali sul *web*.

Durante l'undicesima edizione del Netcomm eCommerce Forum²⁰⁹ è stato presentato il Report "*NetRetail: il ruolo del digitale negli acquisti degli italiani*", che presenta i dati sull'*E-Commerce* e sul *Net Retail* italiano, aggiornati a marzo 2016²¹⁰. L'analisi di questi dati²¹¹ è utile come premessa per capire lo stato attuale della cultura digitale degli italiani rispetto alla *digital business transformation*, in relazione specificamente alle operazioni che nel suo contesto coinvolgono movimentazioni di denaro. Queste dinamiche di trasformazione hanno impattato, oltre che sui vari settori economici e finanziari del mercato, anche sui comportamenti delle persone, nel loro interfacciarsi con i mercati attraverso lo svolgimento di attività di acquisto e vendita.

²⁰⁶ Si veda <http://www.globalpress.eu/6/0/10643/ISTAT--CRESCERE-L-E-COMMERCE-ASSIEME-ALL-E-BANKING-.html>.

²⁰⁷ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/consumer-business/us-2015-holiday-survey-results.pdf>;
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/consumer-business/us-2015-holiday-survey-results.pdf>.

²⁰⁸ Report n°10 "*E-Commerce in Italia. 2016*" redatto e pubblicato da Casaleggio Associati. Aprile 2016. <http://www.slideshare.net/lupiroz/rapporto-ecommerce-italia-2016>. Pagg. 10-11.

²⁰⁹ <http://www.ecommerceforum.it/ita/ecommerceforum2017/>.

²¹⁰ Ricerca di Human Highway per PayPal promossa con il Consorzio netcomm, "*NetRetail: il ruolo del digitale negli acquisti degli italiani*", Report n°1 del 2016, marzo 2016. Pagg. 8-17. <https://www.humanhighway.it/wp-content/uploads/2017/01/netretail.pdf>.

²¹¹

http://www.osservatori.net/it_it/osservatori/executive-briefing/la-ecommerce-in-italia-cresce-del-18-e-sfiora-i-20-miliardi-di-a-nel-2016.

I trend principali che alimentano la crescita del fenomeno del commercio online sono sintetizzabili nei seguenti punti:

- l'aumento della familiarità con i servizi online, creati per attuare operazioni di tipo commerciale e per stimolare (forzare) alla conversione al digitale le abitudini di approvvigionamento dei soggetti;
- l'aumento della banda larga²¹²;
- l'aumento dei dispositivi che consentono l'accesso alla rete, che, sebbene veda diminuire l'accesso alla rete da dispositivi fissi o da *personal computer*, registra un incremento significativo del numero di utenti che accedono da dispositivi mobili, tale da compensare la "perdita"²¹³;
- l'estensione dell'offerta di prodotti e servizi qualitativamente e quantitativamente da parte sia dei retailer online "puri", sia dei retailer tradizionali;
- il miglioramento del sistema di trasporto e consegna dei prodotti acquistati in rete e la sempre crescente attenzione alla sua qualità.

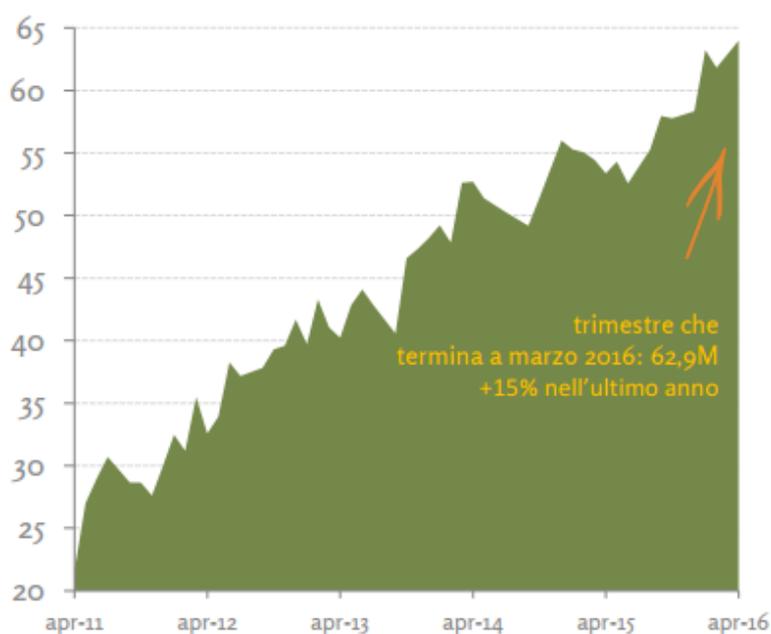
Gli acquirenti online hanno compiuto mediamente più di un acquisto al mese, per tutti i mesi del 2015. Nell'ultimo trimestre, dello stesso anno, il numero di acquisti ha sorpassato i 60 milioni di transazioni, arrivando a quota 62,9 milioni di atti di acquisto online nel primo trimestre del 2016, con un aumento del 15% rispetto allo stesso periodo del 2015. La frequenza media di acquisto è pari a 3,4 transazioni per acquirente per trimestre (considerati come acquirenti tutti gli individui con almeno 15 anni di età); la frequenza di acquisto consente di segmentare gli individui in acquirenti abituali (attualmente 12,8 milioni di persone, +14,6% nell'ultimo anno) e sporadici (6 milioni di persone, +5,4% nell'ultimo anno). In particolare, gli acquirenti abituali

²¹² Per una verifica dei dati si confronti il Report "*State of the Internet*" pubblicato da Akamai Technologies Inc.; <https://content.akamai.com/PG1183-StateoftheInternet.html>; <https://www.akamai.com/es/es/multimedia/documents/state-of-the-internet/akamai-state-of-the-internet-report-q1-2016.pdf>.

²¹³ Per una verifica dei dati si confrontino: AGCom, Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni, che fornisce i dati relativi al consumo dei servizi di comunicazione; www.agcom.it/osservatorio-delle-telecomunicazioni; <https://www.agcom.it/documents/10179/6076453/Pubblicazione+20-10-2016/5328e481-c8da-4c0e-90da-b071fe89009b?version=1.0>; e Audiweb-audience online Srl, Agenzia di Marketing, che fornisce rapporti riguardo la *digital audience* nel nostro Paese; www.audiweb.it; <http://www.audiweb.it/dati/disponibili-i-dati-audiweb-database-total-digital-audience-marzo-2016/>.

effettuano in media tra l'85% e il 90% delle transazioni (89,9% è il dato registrato nell'ultimo trimestre del 2015), generando la quasi totalità del valore degli acquisti online (con analogo riferimento all'ultimo trimestre del 2015 il dato sul valore totale degli acquisti generato dagli Acquirenti abituali era pari al 91%)²¹⁴.

Grafico 4.1.1 Numero di acquisti online generati da acquirenti italiani sui siti, in Italia e all'estero. Dati in milioni di euro relativi al I° trimestre del quinquennio 2011-2016.



Fonte: Ricerca di Human Highway per PayPal promossa con il Consorzio netcomm, "NetRetail: il ruolo del digitale negli acquisti degli italiani", Report n°1 del 2016, marzo 2016. Pag. 15. (Netcomm Human Highway eCommerce Index).
<https://www.humanhighway.it/wp-content/uploads/2017/01/netretail.pdf>.

Gli acquisti online sono pagati per lo più utilizzando una Carta (nell'85% dei casi); in alternativa vengono effettuate operazioni di pagamento in contanti alla consegna, bonifici bancari, utilizzo di *wallet* ricaricabili di credito, eccetera. Di rilievo, in questo senso, è la quota di utenti che utilizza Internet per usufruire dei servizi bancari online e che quindi concorre alla formazione del numero di individui complessivo che effettuano transazioni di tipo commerciale sul *web*. Tale quota, pari al 37,4% degli utenti, ha registrato una crescita del 4,5% nel 2015 (è stata la quota con l'incremento

²¹⁴ Ricerca di Human Highway per PayPal promossa con il Consorzio netcomm, "NetRetail: il ruolo del digitale negli acquisti degli italiani", Report n°1 del 2016, marzo 2016. Pagg. 13-15.
<https://www.humanhighway.it/wp-content/uploads/2017/01/netretail.pdf>

maggiore), evidenziando la tendenza alla rapida ed estesa trasformazione digitale del settore finanziario, sia dalla parte dei consumatori/utenti nell'accesso ai servizi, sia dalla parte degli operatori, che sempre di più focalizzano la loro offerta e la loro comunicazione all'interno della rete per rapportarsi in modo diretto e continuativo con i loro clienti.

La crescita del valore complessivo del *Net retail* è stata pari al 19,3%, nel 2015 rispetto al 2014. Negli ultimi tre anni la dinamica di crescita di questo fenomeno ha mantenuto valori di tassi a due cifre, con una media del 20% circa, nonostante esso resti ancora una parte marginale, circa il 3%, del valore della spesa di consumo degli italiani.

4.2 Il Crowdfunding in Italia. I dati raccolti da Starteed.

Come è stato evidenziato nel capitolo precedente, il Regolamento adottato da Consob è stato una notevole novità per lo sviluppo dell'Equity Crowdfunding. Questa normativa ha l'obiettivo di continuare a ridurre la difficoltà procedurale di chi vuole fare degli investimenti nei progetti, rendendo tali operazioni più snelle, grazie ad un maggiore utilizzo del *web* e ad una valutazione diretta di appropriatezza, effettuata agli investitori non professionali, attraverso la compilazione di un apposito questionario proposto dalle piattaforme; una volta accertata l'appropriatezza ogni investitore potrà investire senza limiti puntuali o annuali²¹⁵.

Un altro punto importante è l'allargamento della platea degli investitori professionali, la cui partecipazione è necessaria, nella misura almeno del 5%, alla chiusura dell'offerta per ogni progetto; per essere riconosciuto come professionale e contribuire al *closing* di un'offerta un investitore deve infatti soddisfare ad almeno due dei requisiti seguenti:

- il soggetto ha effettuato nel mercato di riferimento operazioni significative in termini di dimensioni, con una frequenza media di 10 operazioni a trimestre, nel periodo dei quattro trimestri precedenti;

²¹⁵ Crowdfunding Buzz, "Consob propone (finalmente) modifiche sostanziali al Regolamento dell'Equity Crowdfunding. Consob ha rilasciato la proposta di modifica al regolamento dell'Equity Crowdfunding recependo in buona parte le richieste emerse nel corso della consultazione pubblica"; 3 dicembre 2015. Pubblicato su www.crowdfundingbuzz.it; <http://www.crowdfundingbuzz.it/consob-propone-finalmente-modifiche-sostanziali-al-regolamento-sullequity-crowdfunding/>.

- il soggetto deve essere titolare di un portafoglio di strumenti finanziari per un valore superiore ai 500.000 euro;
- l'investitore deve aver lavorato nel settore finanziario per almeno dodici mesi, ricoprendo un ruolo professionale che richieda la conoscenza delle operazioni, o servizi previsti.

Quello che il settore ed i suoi operatori si attendono è che il Regolamento (con eventuali modifiche) possa permettere un'accelerazione della crescita del fenomeno nel nostro Paese, allineandolo in breve tempo alla sua dimensione europea; sebbene i risultati facciano emergere un ulteriore ampio margine di miglioramento, nel 2015 si è registrato un (relativo) incremento rispetto al 2014: sono state finanziate sette società, per un ammontare complessivo di 1,747 milioni di euro su sei piattaforme, di cui tre attive a partire dall'autunno dello stesso anno. Gli investitori sono stati 252, rispetto ai 134 dell'anno precedente, con un valore medio investito di circa 7.000 euro²¹⁶.

Il lento decollo del fenomeno può dipendere dal fatto che vi è ancora un numero limitato di campagne promosse sulle piattaforme; inoltre non è sempre scontato che il settore in cui opera il promotore di un progetto sia conosciuto, o ritenuto attraente per gli investitori, ne è immediato pensare che ogni iniziativa possa catturare un qualche interesse; a fronte di poche offerte questa questione diventa rilevante.

L'investitore pertanto deve poter essere messo nella condizione di scegliere il progetto che vuole finanziare, senza che vi sia necessariamente una ricerca attraverso le piattaforme; ogni portale, in questo senso, trova vantaggio dall'auto-promuoversi presso gli investitori, attraverso la pubblicazione delle iniziative di raccolta; è chiaro che più è elevato e vario il numero delle pubblicazioni più sarà alta la possibilità di ingaggiare e instaurare un meccanismo di fidelizzazione dei soggetti finanziatori; gli operatori delle piattaforme dovranno impegnarsi a pubblicare più progetti, a prescindere dall'attrattività della somma target, cioè non considerando solamente i progetti con un alto obiettivo di raccolta, ma anche le iniziative con un target più basso. Inoltre dovranno prestare attenzione, oltre all'aspetto qualitativo delle offerte, anche alla capacità degli

²¹⁶ Fabio Allegreni, *"Equity Crowdfunding in Italia: il 2016 anno della svolta? I risultati per ora non sono stati eclatanti, ma sta per entrare in vigore il nuovo regolamento Consob. Basterà? Forse, ma piattaforme, startup e governo hanno ancora molto da fare"*. 05/01/2016. Pubblicato su Crowdfundingbuzz, sezione Equity Crowdfunding & Investors. <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-il-2016-anno-della-svolta-lanalisi-di-fabio-allegreni/>.

imprenditori di sforzarsi in prima persona per attirare e aggregare i potenziali finanziatori. Anche alle start up e alle PMI innovative è richiesto un impegno maggiore nell'approccio al *fundraising* in generale e all'Equity Crowdfunding nello specifico; questo strumento infatti è utilizzato in maniera efficiente sia quando permette la raccolta dei capitali, sia quando funge da mezzo di comunicazione e di marketing, tra venditori e acquirenti. Una campagna di comunicazione di un progetto di Crowdfunding dovrebbe costituire un elemento della strategia di un'impresa (ed essere compresa nelle voci di business plan), al di là del coinvolgimento e del supporto offerti dai portali.

Non da ultimo, anche uno sforzo da parte delle autorità governative è auspicabile, per permettere l'affermazione del fenomeno nel sistema economico e finanziario del nostro paese; i principali obiettivi cui mirare dovrebbero essere²¹⁷:

- l'allargamento delle tipologie di società che possono accedere a finanziamenti di Equity-based Crowdfunding. Limitare l'impiego dello strumento alle start up e PMI qualificate come innovative²¹⁸ (tendenzialmente connotate tecnologicamente) costituisce un notevole vincolo per tutte quelle altre realtà imprenditoriali che operano in settori economici strategici benché non prettamente innovativi, come ad esempio il turismo, la ristorazione, il *food and beverage* e l'immobiliare.
- l'incentivazione agli investimenti. Lo Stato potrebbe in questo senso aumentare l'intensità degli incentivi fiscali, modulandoli in maniera proporzionale a seconda della sensibilità del mercato, rispetto ad un certo progetto in un settore di riferimento (più il progetto riguarda un settore trainante o decisivo agli occhi

²¹⁷ Fabio Allegreni, *"Equity Crowdfunding in Italia: il 2016 anno della svolta? I risultati per ora non sono stati eclatanti, ma sta per entrare in vigore il nuovo regolamento Consob. Basterà? Forse, ma piattaforme, startup e governo hanno ancora molto da fare"*. 05/01/2016. Pubblicato su Crowdfundingbuzz, sezioni Equity Crowdfunding & Investors. <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-il-2016-anno-della-svolta-lanalisi-di-fabio-allegreni/>.

²¹⁸ Si ricordano le definizioni di start up innovativa: *"l'impresa startup innovativa, di seguito «startup innovativa», è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, ..."* come previsto dall'articolo 25, comma 2 del Decreto Legislativo 179/2012; e di PMI innovativa: *"tutte le Piccole e Medie Imprese che operano nel campo dell'innovazione tecnologica, a prescindere dalla data di costituzione e dalla formulazione dell'oggetto sociale"*, con rimando all'articolo 2 della Raccomandazione 2003/361/CE per la definizione di PMI (file:///C:/Users/PC/Downloads/ET0115040ITN.pdf). http://pminnovative.registroimprese.it/pminnovative/document/Guida_PMI_Innovativa_08_06_2015.pdf.

del mercato, più l'incentivo dovrebbe essere agevolante). L'incentivo inoltre potrebbe servire anche a ridurre ulteriormente il rischio dell'investimento in modo significativo, in quanto suscettibile al regime di deducibilità.

Dunque vi è sicuramente abbondanza di terreno fertile per lo sviluppo del Crowdfunding e per una sua fruizione efficiente; è anche vero che i dati dell'ultimo anno sembrano confermare che è in atto un processo cognitivo, sebbene lento, rispetto alle opportunità che esso può offrire.

A supportare questa affermazione, Starteed²¹⁹ ha pubblicato una raccolta dati che fornisce una panoramica, aggiornata al dicembre 2016, che cerca di misurare “*in modo oggettivo lo stato di salute del settore sul territorio nazionale*”²²⁰. Gli operatori hanno effettuato dei conteggi manualmente, riguardo i numeri dei progetti, sulla base dei riscontri forniti direttamente dalle piattaforme, che spesso non rendono pubblici sui loro portali tutti i dati relativi alle raccolte, o non lo fanno in maniera completa e precisa. Quello a cui Starteed è arrivata è una “*fotografia puntuale sul valore di raccolta*

²¹⁹ Starteed è una piattaforma di *royalty crowdfunding*, fondata da Claudio Bedino nel 2011 e lanciata nel 2012. La piattaforma offre servizi specializzati e ad alto valore tecnologico integrando la campagna di crowdfunding con la fase finale di vendita; la raccolta dei fondi per i progetti e le iniziative è integrata con la co-creazione degli stessi: una formula dunque che unisce sia il Crowdfunding che il Crowdsourcing, valida per tutti i modelli di Crowdfunding, dalle donazioni alla partecipazione in equity delle società promotrici. Starteed incentiva la partecipazione dei Supporter sia dal punto di vista economico, sia conoscitivo permettendo a questi ultimi di promuovere il progetto attraverso svariate attività (*influences*), con l'obiettivo di agevolare la diffusione di nuovi modelli finanziari più efficaci e trasparenti. Una volta concluse le fasi di ideazione e di raccolta Starteed si trasforma in un portale di e-commerce all'interno del quale le idee maturate possono essere vendute direttamente o per tramite di alcuni *retail-partners*. Il tutto avviene coinvolgendo la community in un processo integrato di *gamification* e di *motivational desing* che semplificano l'esperienza dell'utente grazie all'utilizzo di dinamiche di gioco. Per ulteriori dettagli si vedano: <https://starteed.com/company>; <http://blog.crowdfuture.net/post/33364193901/intervista-a-claudio-bedino-ceo-e-founder-di>; <http://www.windbusinessfactor.it/news-eventi/startup-e-finanza/starteed-il-crowdfunding-partecipato-e-virale/18925>. Per un riscontro si veda l'intervista a Claudio Bedino su: <http://www.economia.rai.it/articoli/il-crowdfunding-nellesperienza-di-starteed/22970/default.aspx>.

²²⁰ Claudio Bedino, Co-founder of @Starteed and @OvalMoney — Passionate about #Crowdfunding #Fintech and #DisruptiveFinance, “*Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017*”. Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

complessivo (ovvero dalla nascita delle piattaforme) suddiviso per modalità [...], tutto aggiornato tra fine dicembre 2016 e i primi giorni di gennaio 2017²²¹.

Tabella 4.2.1 I risultati aggregati raccolti da Starteed per ogni modello di Crowdfunding.

	Ammontare totale aggregato della raccolta in €	Valore medio per singolo progetto in €	Totale raccolte con esito positivo/ sostenitori.
Modello Reward e Donation	24.754.678, 91 €	4.221, 00 €	8.338 progetti
Modello Do it Yourself	3.328.163, 12 €	195.774, 00 €	33.614 sostenitori
Modello Equity-based	7.559.205, 60 €	243.845, 00 €	31 progetti
Modello Lending-based	56.148.862, 00 €	9.449, 00 €	6.008 progetti

Totale Crowdfunding Italia: 91.790.909, 63 €

(dati aggiornati a dicembre 2016/gennaio 2017).

Fonte: “Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017”. Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

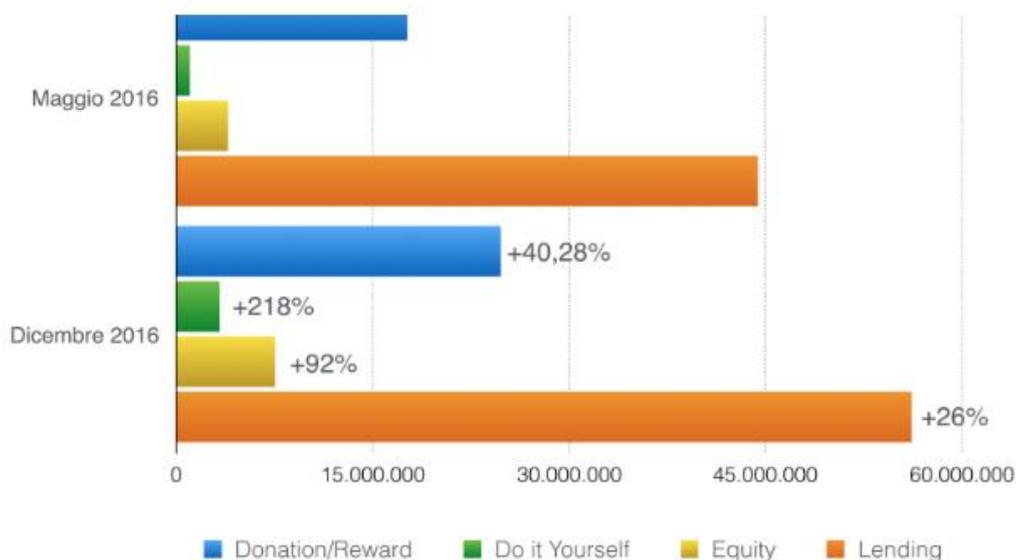
²²¹ Le campagne considerate al fine della produzione dei risultati sono state solamente quelle che hanno riscontrato un esito positivo, ossia quelle in cui è avvenuta una transazione economica; sono invece state escluse le campagne non andate a buon fine. Claudio Bedino, Co-founder of @Starteed and @OvalMoney — Passionate about #Crowdfunding #Fintech and #DisruptiveFinance, “Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017”. Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

Negli ultimi anni il trend di crescita del Crowdfunding è stato positivo e costante; tra il 2015 e il 2016 esso ha raggiunto il +62%. L'ultimo semestre del 2016 ha registrato una crescita di settore del 35% circa; il contributo maggiore è arrivato dalle raccolte di tipo Equity-based.

Un'altra formula alternativa pare aver riscosso un certo successo, sebbene non si possa parlare ancora di essa come un modello a tutti gli effetti (ma piuttosto di un servizio): si tratta delle soluzioni definite come Do it Yourself, attraenti soprattutto per le grandi aziende, o per i soggetti istituzionali, che già possiedono una posizione consolidata nel mercato, un *brand* visibile e una *community* di rilievo, le quali cercano flessibilità e trasparenza nel creare le proprie campagne di raccolta fondi, senza rinunciare al controllo sulle stesse; queste soluzioni se “*da una parte non beneficiano della stessa visibilità offerta dalle piattaforme tradizionali*”, permettono di creare direttamente sul proprio sito aziendale campagne *customized* e completamente personalizzabili, spesso senza caricamenti di commissioni sulle transazioni e con un “*pieno controllo sui dati dei sostenitori e una maggiore libertà sulle modalità di raccolta*”²²².

²²² Claudio Bedino, Co-founder of @Starteed and @OvalMoney — Passionate about #Crowdfunding #Fintech and #DisruptiveFinance, “*Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017*”. Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

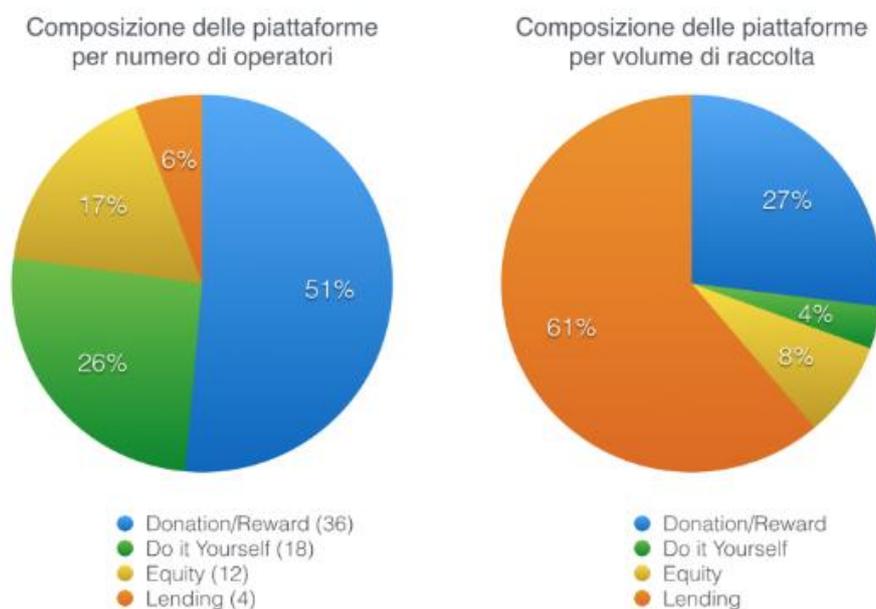
Grafico 4.2.1 Crescita del mercato del Crowdfunding nell'ultimo semestre del 2016. Dati da maggio 2016 e dicembre 2016.



Fonte: "Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017". Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

Dall'analisi emerge anche la relazione inversamente proporzionale tra il numero di operatori sul mercato e il volume di raccolta. Tra le cause identificate vi sono la facilità con cui è possibile accedere alla creazione di piattaforme non regolamentate e operanti in mercati, egualmente, non regolamentati; e la categoria di fondi che le piattaforme mirano a raccogliere: i volumi di raccolta generati da piattaforme che operano sui mercati finanziari sarà sicuramente maggiore di quello delle piattaforme che fanno appello unicamente al risparmio privato.

Grafico 4.2.2 Composizione del mercato in base alle piattaforme e composizione delle piattaforme per volume di raccolta.



Fonte: "Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017". Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

In base alle considerazioni riportate sul Report in analisi, si ritiene che il mercato italiano si trovi nella fase successiva al "picco delle aspettative"; il concetto teorico dello strumento viene sganciato dalle sue effettive capacità pratiche, sulla base dei risultati misurati e realmente raggiunti, in modo da fondare una consapevolezza diffusa e oggettiva del fenomeno, che ne permetta il corretto utilizzo da parte dei soggetti coinvolti. Inoltre, il 2017 introduce importanti novità per il modello Equity-based al quale potranno accedere per la raccolta di capitali tutte le PMI e non più solamente le start up e le PMI "innovative"; inoltre la Legge di Stabilità del 2017 "incentiva i Fondi Pensione ad investire in equity nelle società di capitali e darà la possibilità all'INAIL di investire in start up innovative"²²³. Gli investitori dal canto loro godranno di una detrazione pari al 30% sugli investimenti in favore di start up innovative e PMI

²²³ Claudio Bedino, Co-founder of @Starteed and @OvalMoney — Passionate about #Crowdfunding #Fintech and #DisruptiveFinance, "Il Crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017". Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017. <https://blog.starteed.com/il-crowdfunding-in-italia-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-aggiornato-a-gennaio-2017-e12535b00542#.abb7e3wyd>.

innovative, mentre i “*Piani di Risparmio vedranno una detassazione del capital gain*”²²⁴.

4.3 L’analisi del mercato. Il Report “*Crowdfunding in Italia*”, 2015.

Uno dei documenti più completi e recenti a disposizione di tutti coloro che sono interessati a conoscere la situazione del mercato italiano del Crowdfunding è il Report realizzato dall’Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano e coordinata dalla Professoressa Ivana Pais (Professore associato di Sociologia economica nella facoltà di Economia dell’Università Cattolica). La ricerca, condotta tra il settembre e il dicembre 2015 e pubblicata nel maggio 2016, è stata sponsorizzata da TIM, con il supporto tecnico di Starteed²²⁵. Stando ai dati forniti dalle 51 piattaforme che hanno risposto all’indagine (delle quali 40 già attive e 11 in fase di lancio, per una rappresentazione del mercato complessivo italiano pari al 62%), sono in realtà 82 le piattaforme segnalate nel mercato italiano, di cui, al 21 ottobre 2015, 69 sono attive; l’incremento rispetto al 2014 è circa pari al 68%. Una caratteristica interessante, relativa alla crescita del numero di piattaforme nel nostro territorio, è la differenziazione, ovvero il fatto che le piattaforme nascenti non imitino il modello di business di altri portali già operativi, ma cerchino, pur restando entro le tipologie classiche dei modelli di Crowdfunding, una propria forma unica e identificativa di attività e di gestione²²⁶.

²²⁴ Confronta la fonte precedente. Si rimanda inoltre, per quanto riguarda le novità introdotte nel nostro sistema giuridico relativamente alle tematiche trattate, alla Legge di Stabilità 2017, n°232 del 11 dicembre 2016, pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 21 dicembre 2016. In particolare si vedano i punti 55 e 56; 69 e 70, lettere a) e b); 71 e 72; 82 e 83; 88 e 89; 101.

<http://www.altalex.com/documents/news/2016/10/17/legge-di-stabilita-2017>;

<http://www.pmi.it/wp-content/uploads/2016/12/bilancio-2017.pdf>.

²²⁵ “*Il Crowdfunding in Italia*” Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un’analisi dei trend emergenti.

[file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf).

<https://withyouwedo.telecomitalia.com/>; <https://starteed.com/>;

<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/>.

²²⁶ Vi sono piattaforme che vengono definite ibride poiché prevedono un’unione di più modelli al fine di intercettare un maggior numero di potenziali finanziatori per i progetti pubblicati. In Italia si contano 9 piattaforme ibride, che per lo più utilizzano un modello “*Reward+Donation*”.

Tabella 4.3.1 Distribuzione delle piattaforme per modello inclusi i modelli ibridi.

Modello	N° Piattaforme	%
Reward-based	31	45%
Donation-based	13	19%
Equity-based	13	19%
Lending-based	3	4%
Reward+Donation	8	12%
Donation+Lending	1	1%
Totale	69	100%

Fonte: "Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms"
Massolution Group, Aprile 2013.

www.crowdsourcing.org; www.massolutions.com;

<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>;

<http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>.

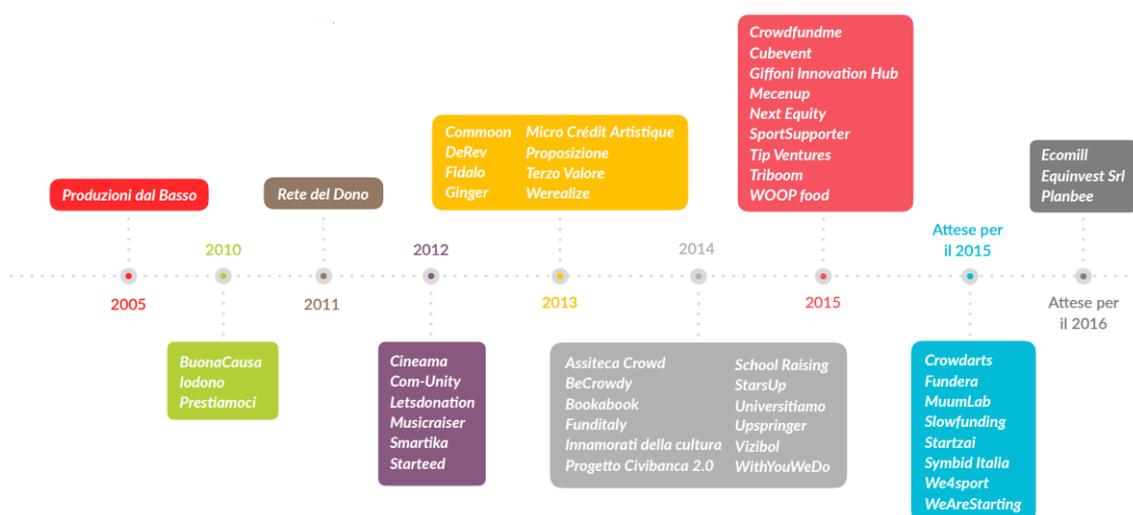
Gli aspetti principali indagati dal Report riguardano:

- **la storia del Crowdfunding in Italia;**
- **la forma giuridica adottata dalle piattaforme;**
- **il mercato di riferimento.**
- **i numeri del Crowdfunding in Italia;**
- **potenzialità e criticità del mercato italiano del Crowdfunding.**

4.3.1 La storia del Crowdfunding in Italia.

Il fenomeno del Crowdfunding è comparso in Italia nel 2005 con Produzioni dal Basso²²⁷. A partire dal 2013 e fino alla fine del 2014, 20 piattaforme si sono posizionate sul mercato; ad esse si sono aggiunti 9 portali nel 2015 e ben 11 piattaforme si trovano in fase di lancio, al 21 ottobre 2015, prevista entro il primo semestre del 2016. Se i numeri confortano riguardo la vivacità del settore, bisogna anche tenere presente il tasso di mortalità, che risulta essere significativo, pari circa all'8%.

Grafico 4.3.1. Storia delle piattaforme italiane di Crowdfunding.



Fonte: "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trends emergenti. Pag. 37.
file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

4.3.2 La forma giuridica adottata dalle piattaforme.

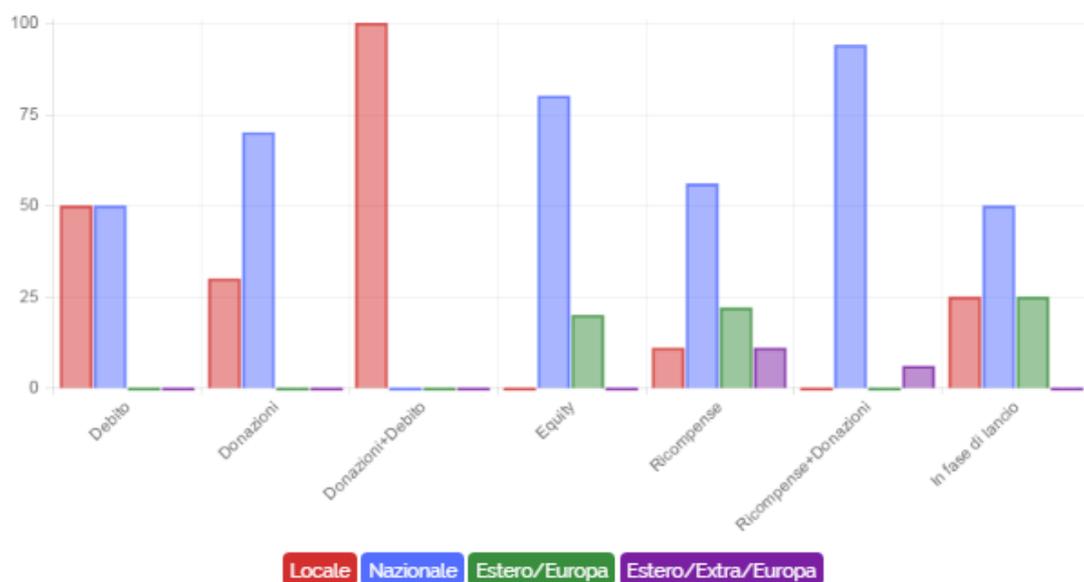
La forma giuridica prevalente tra le piattaforme di Crowdfunding è quella della S.r.l.; il 78% delle piattaforme indagate e attive risulta essere iscritto nel Registro delle Imprese ed in particolare, di questa percentuale, il 53% è iscritto come Società a Responsabilità Limitata, il 18% come Società Per Azioni e un ulteriore 18% è iscritto nella sezione speciale dedicata alle Start up Innovative²²⁸.

²²⁷ Si veda la breve descrizione di questa piattaforma esposta nel Capitolo 2 dell'elaborato.

²²⁸ "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trends emergenti. Pag. 37.
file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf. Pag. 43. Cit.

4.3.3 Il mercato di riferimento.

Grafico 4.3.2 Distribuzione percentuale delle piattaforme intervistate per principale mercato di riferimento.



Fonte: "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trend emergenti. Pag. 46.
file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

La gran parte delle piattaforme, il 73%, fa riferimento al mercato nazionale per la raccolta dei fondi, rivolgendosi ad un pubblico costituito da privati, associazioni, aziende e Pubblica Amministrazione. Per i modelli che si basano sul debito e sulle donazioni anche il mercato locale è un riferimento importante, normalmente perché lo scopo dei progetti, che queste piattaforme pubblicano, ha spesso rilevanza locale (ed anche filantropica), nel senso che si riferisce ad una realtà o ad un problematica anche circoscritte in un certo territorio e successivamente replicabili o estendibili. Ne è la prova il fatto che il pubblico di riferimento per il reperimento delle risorse siano quasi esclusivamente altre aziende e la Pubblica Amministrazione.

Le piattaforme di tipo Equity-based hanno come riferimento principale il mercato nazionale e in seconda battuta quello estero, in virtù del fatto che operano, e sono giuridicamente identificate (per lo più), come società a tutti gli effetti, quindi cercano di attrarre capitali dagli investitori nazionali, ma senza escludere la partecipazione al capitale di soci esteri.

Le piattaforme Reward-based sono quelle che registrano la percentuale più alta di raccolta nei mercati europeo ed extra-europeo, pari rispettivamente al 22% e all'11%; la ragione sta nel fatto che chi decide di finanziare il progetto si suppone essere

interessato alla ricompensa in se, senza che vi sia interesse nella compagine dei proponenti, o dalla provenienza dell'idea progettuale; le piattaforme Reward-based sono quelle che principalmente si rivolgono ai privati, considerati primariamente come persone e consumatori, che possono nutrire interesse verso un certo (nuovo) prodotto o servizio.

Rivolgersi in primis al mercato nazionale consente a molte piattaforme di interfacciarsi abbastanza direttamente con i propri *competitors*; il 43% delle piattaforme ha creato un network con altre organizzazioni, stringendo accordi finalizzati al miglioramento della gestione dello sviluppo, o degli aspetti più prettamente tecnici del portale. A possedere una rete informale di relazioni è il 22% delle piattaforme, che collabora con *stakeholders* locali, principalmente per diffondere la cultura del Crowdfunding, il loro operato e le campagne pubblicate²²⁹.

4.3.4 I numeri del Crowdfunding in Italia²³⁰.

Il numero dei progetti rilevato a maggio 2014 era pari a 48.357; al momento della raccolta dei dati del Report 2015, i progetti ricevuti dai portali intervistati erano 100.924, con un aumento registrato annuale del 108%.

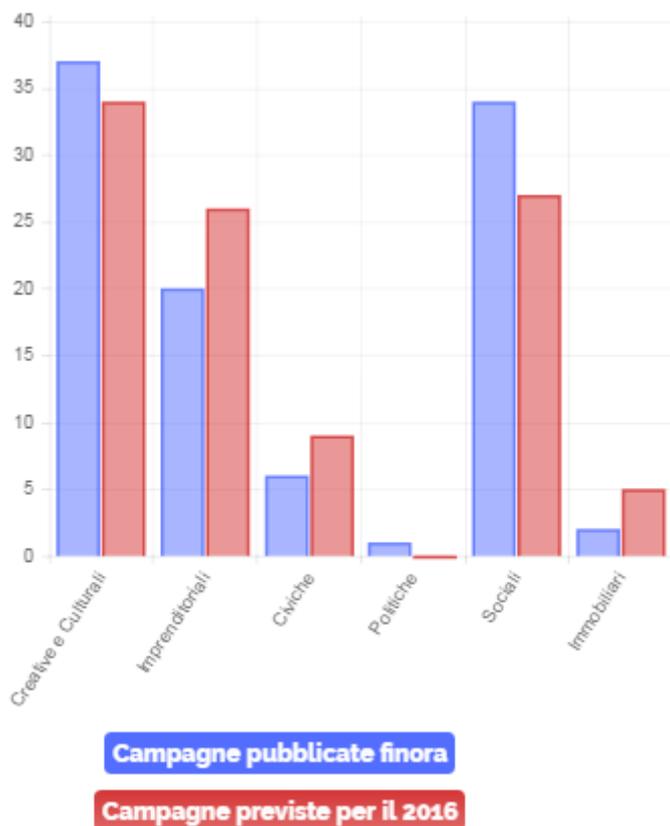
Di questi progetti un po' meno di un quarto (21%) è stato pubblicato nei portali; dei 21.384 progetti pubblicati, le piattaforme basate sulle donazioni o sulle ricompense+donazioni si sono occupate di campagne di tipo sociale e creativo culturale; sulle piattaforme Reward-based prevale la pubblicazione di progetti a sfondo creativo-culturale (57%); per quelle Lending-based prevalgono le campagne sociali e immobiliari (entrambe al 30%), mentre le piattaforme Equity-based hanno pubblicato solamente progetti imprenditoriali. Le previsioni fornite dagli intervistati rispetto alle campagne che intendono promuovere in futuro, ha evidenziato la volontà di concentrare l'attenzione sulle campagne imprenditoriali (incrementando la pubblicazione online dal 20% al 26%), su quelle civiche e immobiliari (portandole rispettivamente al 9% e al 5%), diminuendo la pubblicazione di progetti di tipo creativo-culturale e sociale.

²²⁹ "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trend emergenti.

file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf. Pagg. 47-48. Cit.

²³⁰ I seguenti dati sono riportati da "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trend emergenti. file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf. Pagg. 49-64. Cit.

Grafico 4.3.3 Tipologia di campagne pubblicate sulle piattaforme italiane nel 2015 e previsione delle pubblicazioni nel 2016.

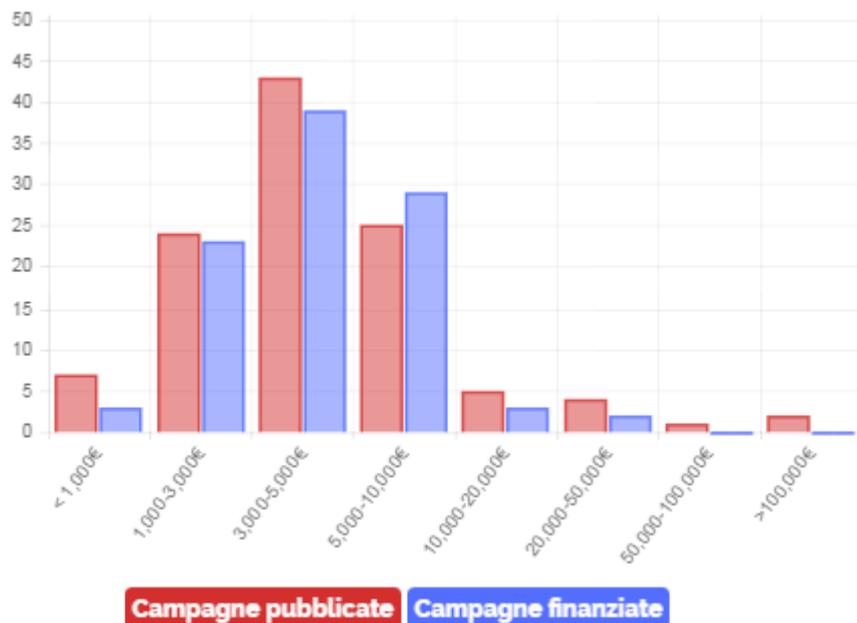


Fonte: “Il Crowdfunding in Italia” Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un’analisi dei trend emergenti.
 file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

Il valore economico della maggior parte dei progetti pubblicati si attesta tra i 1.00 euro e i 10.000 euro; il 7% dei progetti pubblicati prevedeva campagne inferiori a 1.000 euro, mentre i progetti pubblicati aventi un valore superiore a 10.000 euro rappresentano il 12%.

Rispetto al modello, le piattaforme Equity-based hanno pubblicato solamente campagne con valore maggiore di 50.000 euro.

Grafico 4.3.4 Campagne di Crowdfunding presentate in Italia nel 2015 e disponibilità di finanziamento per la loro realizzazione. Dati espressi in valori percentuali. Distribuzione in base al valore economico.



Fonte: Il Crowdfunding in Italia” Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un’analisi dei trend emergenti.
file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

Il 91% delle campagne finanziate è compreso tra i 1.000 e i 10.000 euro; fra le piattaforme attive il 20% registrano solamente campagne finanziate sotto i 1.000 euro, il 15% soltanto campagne finanziate sopra i 100.000 euro. Rispetto ai modelli di raccolta, quasi la metà delle campagne Donation-based non supera i 1.000 euro; i progetti finanziati attraverso il ricorso al debito registrano un valore compreso tra i 3.000 e i 5.000 euro, mentre gli operatori Reward-based promuovono progetti che richiedono un finanziamento mediamente tra i 10.000 e i 20.000 euro. Le piattaforme Equity-based hanno finanziato nel 2015 solo campagne sopra i 100.000 euro.

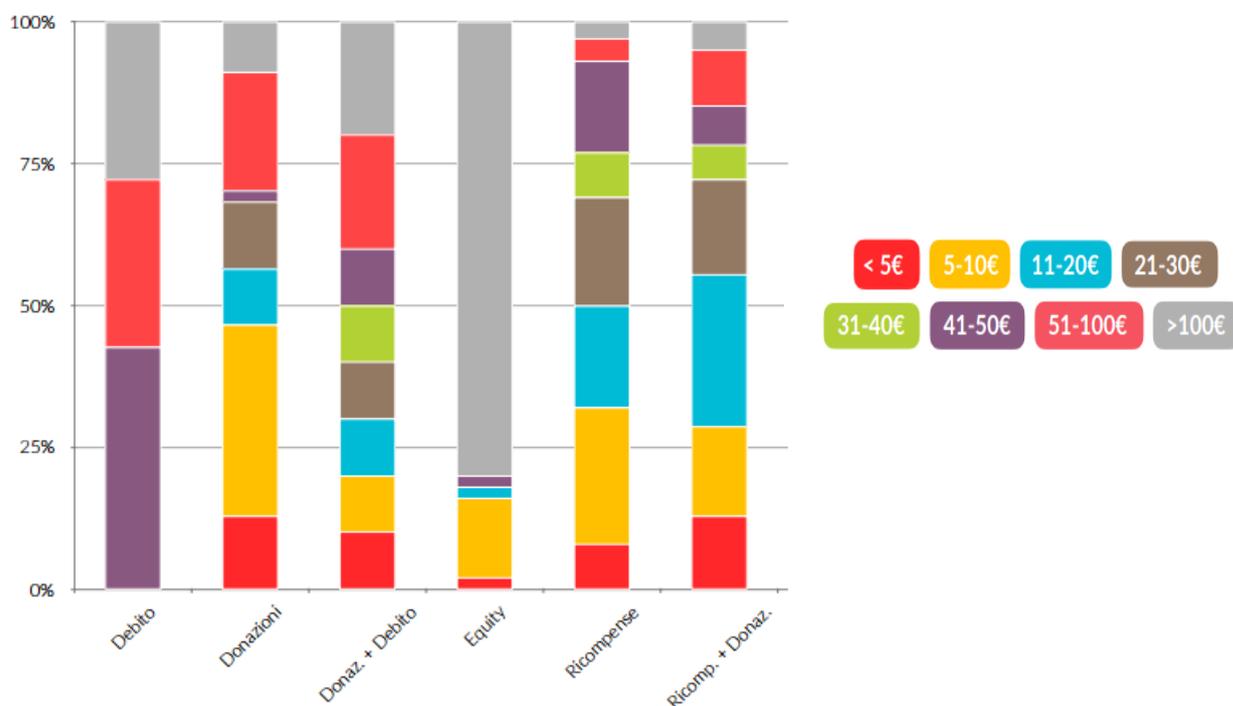
I finanziatori complessivamente coinvolti dalle piattaforme attive intervistate sono stati 857.331, con una media di 25. 216 soggetti per piattaforma ed un massimo di 550.000. Il 30% dei finanziatori interessati vengono qualificati nel Report come “*seriali*”, poiché partecipanti al finanziamento di più di un progetto, particolarmente

attivi all'interno delle piattaforme basate sul debito e ancora marginalmente fidelizzati nel contesto Equity.

Le quote di finanziamento sono così distribuite:

- 9% inferiore a 5 euro;
- 23% comprese tra i 5 e i 10 euro;
- 14% da 10 fino a 20 euro;
- 14% tra i 21 e i 30;
- 4% fino a 40 euro;
- 10% da 41 a 50 euro;
- 10% fino a 100 euro;
- 16% sopra i 100 euro (nell'80% dei casi investite per progetti di Equity Crowdfunding).

Grafico 4.3.5 Distribuzione per quote e per modello delle piattaforme indagate. Dati espressi in valori percentuali.

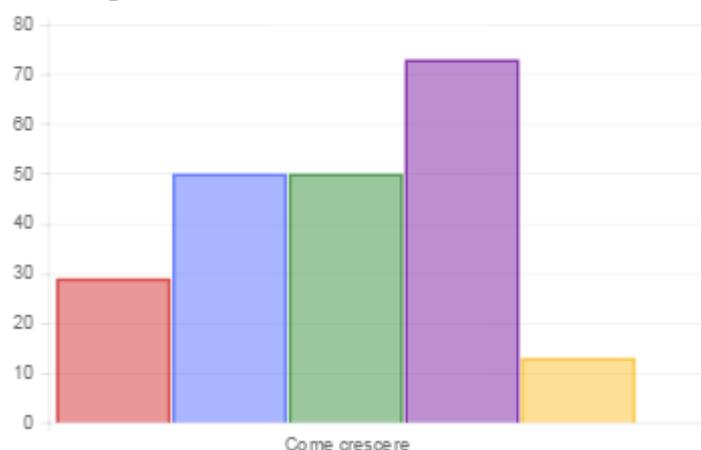


Fonte: "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trend emergenti.
file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

La fonte principale di finanziamento per le piattaforme è data dai fondi personali, utilizzati in media nel 65% dei casi; altre fonti di finanziamento indicate sono i finanziamenti europei, nazionali, regionali, locali, venture capital, *angel investment*, crowdfunding, finanziamenti bancari e donazioni; 27 piattaforme su 31 hanno dichiarato di essere state finanziate esclusivamente mediante ricorso a fondi personali e tra queste compaiono tutte le piattaforme attive che operano secondo il modello Equity-based. Successivamente alla fase di avvio, i finanziamenti sono necessari alle piattaforme per continuare a sviluppare il nuovo business.

Alla domanda “*Di cosa avreste bisogno per crescere?*” molti operatori credono che siano indispensabili una maggiore diffusione della cultura, riguardante lo strumento e l’attività dei portali, e la possibilità di instaurare partnership con aziende e istituzioni consolidate e di maggiori dimensioni.

Grafico 4.3.6 Fattori da implementare per la crescita del Crowdfunding in Italia. Dati espressi in valore percentuale.



Nuove norme sul Crowdfunding: 29% Finanziamenti: 50% Partnership con grandi aziende: 50% Maggiore cultura del Crowdfunding: 73% Altro: 13%

Fonte: “*Il Crowdfunding in Italia*” Crowdfunding report 2015. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un’analisi dei trend emergenti.

file:///C:/Users/PC/Downloads/CrowdfundingItalia-Report2015%20(1).pdf.

4.3.5 Potenzialità e criticità del mercato italiano del Crowdfunding.

I referenti delle piattaforme esprimono in generale giudizi positivi rispetto alle prospettive future del Crowdfunding, mostrandosi fiduciosi relativamente alla crescita del mercato, sebbene consapevoli delle sue principali criticità, legate in particolar modo ad aspetti legislativi, ad aspetti imprenditoriali e a quelli connessi ai clienti/utenti, che per lo più derivano a loro volta dalla diffidenza verso lo strumento, a causa di una scarsa conoscenza di questa realtà, di una altrettanto scarsa diffusione della cultura digitale (in senso lato prima ancora che economico e finanziario) e di una mancanza di educazione e di una attitudine alla condivisive, alla collaborazione e alla fiducia verso il prossimo da parte dell' "italiano medio".

In generale vi è la percezione delle potenzialità ancora inesprese del fenomeno e l'attenzione su di esso è in crescita, ma il fatto che la maggiorparte dei progetti sia a vocazione sociale e culturale evidenzia una certa debolezza del sistema dell'innovazione imprenditoriale nel nostro tessuto socio-economico, la quale potrebbe di conseguenza dare modo a operatori concorrenti esteri più esperti di penetrare il mercato nazionale, posizionandosi prima degli operatori italiani.

4.4 L'industria dell'Equity Crowdfunding in Italia. L'analisi condotta dall'Osservatorio sul Crowdfunding del Politecnico di Milano.

In questo paragrafo vengono riportati i dati raccolti dall'Osservatorio sul Crowdfunding, costituito nel 2014 presso la School of Management del Politecnico di Milano, con l'obiettivo di *“analizzare e interpretare in modo esaustivo l'impatto che questa nuova forma di raccolta di capitale può determinare sulle singole imprese e sul sistema economico”*²³¹. In particolare questo documento permette di focalizzare l'attenzione sul mercato italiano relativo al modello Equity-based Crowdfunding, che è quello di maggior interesse ai fini di questo elaborato. Nel precedente capitolo sono state analizzate le novità introdotte dal Decreto Legge 179/2012 (Decreto Sviluppo-bis), che di fatto ha ufficializzato la presenza della fattispecie dell'Equity Crowdfunding in

²³¹ Osservatorio Crowdfunding, *“1° Report italiano sul Crowdfunding”*, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Hanno condotto la ricerca Giancarlo Giudici, Evila Piva e Cristina Rossi Lamastra, in qualità di direttori dell'Osservatorio Crowdfunding, con l'aiuto di Alessandro La Bella, Edoardo Nosedà e Stefano Viganò; hanno collaborato all'analisi di tematiche specifiche Lorenzo Maio e Maurizio Sironi. Si rimanda al sito web www.osservatoriocrowdfunding.it; [file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf).

Italia e nel nostro ordinamento giuridico, con l'obiettivo di introdurre la raccolta di capitale di rischio attraverso Internet come ulteriore *driver*, per la nascita e lo sviluppo di nuove realtà imprenditoriali innovative. L'applicazione della normativa ha fatto emergere nel tempo alcune criticità, affrontate attraverso una serie di modifiche, sia della Legge 221/2012, sia del Regolamento Consob 18592/2013; nel caso specifico, la Consob ha rivisto il Regolamento nel 2016, introducendo alcune modifiche volte ad allentare i limiti precedentemente imposti al modello Equity Crowdfunding e ai suoi operatori.

Alla data del 15 giugno 2016 i portali italiani di Equity Crowdfunding autorizzati dalla Consob risultavano essere 19, di cui 18 iscritti nel Registro delle Imprese alla “*sezione ordinaria*”, come società a responsabilità limitata, società per azioni o società cooperativa, e uno iscritto alle “*sezione speciale*” (trattasi infatti di una SIM, Società di Intermediazione Mobiliare). I promotori di questi portali possono essere raggruppati in tre categorie²³²:

- soggetti già attivi nell'ambito dell'intermediazione e della consulenza finanziaria per i quali la gestione di un portale di Equity Crowdfunding costituisce una diversificazione del business;
- soggetti legati ad associazioni di categoria;
- soggetti fondatori di società indipendenti che si pongono l'obiettivo di gestire una piattaforma di Equity Crowdfunding. Questa è anche la categoria ad oggi più numerosa.

All'interno di questi tre gruppi è possibile fare un'ulteriore distinzione tra le piattaforme generaliste, che trattano con offerte provenienti da molteplici settori, e specializzate, che invece collocano offerte di settori ben precisi²³³.

Nel complesso sono state presentate dalle 19 piattaforme di Equity Crowdfunding 48 campagne pubblicate²³⁴ (sempre con riferimento alla data del 15 giugno 2016), per una raccolta di capitale di rischio sul web pari a 5,565 milioni di euro.

²³² Osservatorio Crowdfunding, “1° Report italiano sul Crowdinvesting”, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 27. Cit.

file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdinvesting2016%20(1).pdf.

²³³ Si vedano a tal proposito gli esempi di piattaforme riportati per ogni modello nel Capitolo 2.

Poiché l'operazione di raccolta è del tutto assimilabile ad un aumento di capitale, essa deve necessariamente essere compatibile con la delibera di aumento di capitale; ciò che è emerso dalla prassi utilizzata è che le piattaforme approvano l'aumento di capitale *“con l'esclusione del diritto di opzione²³⁵ per i soci esistenti, che prevede una parte 'inscindibile' e una parte 'scindibile'”*. Ciò consente alle imprese di definire rispettivamente una soglia minima, al di sotto della quale la raccolta non ha nessuna efficacia, e una massima che porta a saturazione la quota *'scindibile'* e che nella maggior parte dei casi costituisce una modalità strategica di utilizzo delle campagne di Equity Crowdfunding come strumento complementare di finanziamento delle imprese.

Un altro parametro importante è dato dalla quota del capitale offerta agli investitori in seguito al finanziamento, che definisce sia l'effetto diluizione²³⁶ per i soggetti già titolari di quote della società, sia costituisce un elemento di valutazione implicita dell'impresa.

²³⁴ Delle 48 campagne pubblicate e censite, al momento della pubblicazione del Report quelle concluse erano 36, di cui 19 quelle concluse con successo.

²³⁵ È previsto dall'articolo 2441 del Codice Civile, Libro V *“Del lavoro”*, Titolo V *“Delle società”*, Capo V *“Società per azioni”*, intitolato *“Diritto di Opzione”*; si tratta del diritto spettante ai soci attuali di venire preferiti a terzi nella sottoscrizione di aumento di capitale sociale. Oggetto di questo diritto sono le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni emesse dalla società. Il diritto di opzione spetta ad ognuno degli azionisti proporzionalmente al numero di azioni già possedute.

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/guidaAlDiritto/codici/codiceCivile/articolo/2951/art-2441-diritto-di-opzione.html>.

²³⁶ *“La diluizione è la variazione dell'utile per azione atteso da un'azienda per effetto di operazioni di natura ordinaria e/o straordinaria quali l'esercizio delle opzioni, la conversione di titoli azionari, obbligazionari e warrants, o l'esecuzione di aumenti di capitale”*.

<http://www.trendonline.com/glossario/d/diluizione.html>. Per ulteriori informazioni si consulti: file:///C:/Users/PC/Downloads/consultazione_aumenti_capitale_20140807.pdf.

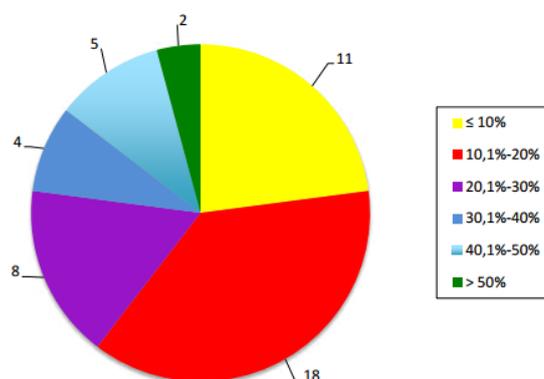
Tabella 4.4.1 Statistiche prodotte dall'analisi delle 48 campagne di Equity Crowdfunding andate a buon fine.

	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Target di raccolta in euro	316.903	245.000	50.000	1.000.227
Quota del capitale offerta	22,68%	20,00%	0,95%	86,67%

Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 30.
file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Dalla tabella 4.4.1 si evince che "in media l'offerta relativa al target di raccolta, [...] prevede l'assegnazione di una quota minoritaria del capitale, pari al 22,68%. Il valore mediano è pari al 20% esatto"²³⁷.

Grafico 4.4.1 Quota di capitale offerta dalle piattaforme agli investitori come contropartita dell'investimento.



Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 31.
file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Il grafico appena riportato evidenzia il fatto che gli imprenditori tendono a volere restare i soggetti controllanti dell'iniziativa che hanno ideato: infatti sono solamente 2 i progetti che hanno permesso alla folla di acquisire una quota, della nascente impresa

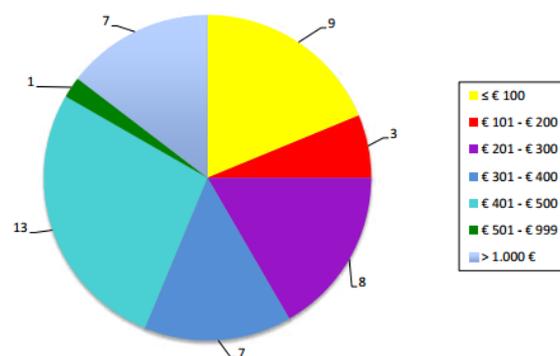
²³⁷ Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 31. Cit.
file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

innovativa, maggiore del 50% in termini patrimoniali²³⁸. Le quote collocate, a volte anche rappresentative del tipo di campagna proposta, ovvero di alcune caratteristiche specifiche di esse, possono essere di tipo ordinario, ossia quote identiche a quelle possedute dai soci fondatori, oppure possono essere differenziate, relativamente ai diritti patrimoniali, di voto, alla distribuzione dei dividendi, alla priorità in caso di liquidazione.

Su 48 campagne, nel 62,5% dei casi, l'offerta riguardava quote ordinarie; in 9 campagne le quote offerte non contemplavano il diritto di voto; in altri 9 casi le quote erano miste, ossia non prevedevano il diritto di voto per chi investiva importi ridotti, mentre attribuivano agli investitori il diritto di voto qualora il finanziamento fosse rilevante.

Il Report condotto dall'Osservatorio ha raccolto dati interessanti anche riguardo all'importo minimo di investimento deciso per le varie campagne pubblicate: in 9 campagne è stato fissato un valore inferiore a 100 euro, in 7 casi l'importo minimo è stato superiore ai 1.000 euro, mentre il 27,1% del campione ha fissato una soglia di offerta compresa tra i 401 e i 500 euro.

Grafico 4.4.2 Quota minima di finanziamento offerta dagli investitori sulle piattaforme.



Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 32.

file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

²³⁸ Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 31.

file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Un ulteriore argomento di analisi è la durata delle campagne. Non è facile individuare tendenze significative, riguardo un periodo medio della loro durata e un intervallo indicativo di tempo entro il quale stabilire il raggiungimento dell'obiettivo di raccolta (ovviamente con riferimento a campagne omogenee). Alcune piattaforme, sulla base di alcune ricerche²³⁹ che evidenziano che l'andamento della raccolta, durante i primi giorni post-pubblicazione, è fondamentale per la determinazione del successo del progetto, hanno deciso di promuovere, in maniera privata e autonoma, delle operazioni di "marketing preventivo", anteriormente alla pubblicazione ufficiale dei progetti; questa attività è indirizzata ad un pubblico definito di potenziali finanziatori, in modo tale da diffondere informazioni e raccogliere feedback, preparando in anticipo un gruppo di sottoscrittori, che risulteranno essere già parzialmente coinvolti nei progetti al momento della pubblicazione ufficiale. Questo tipo di intervento si è reso necessario e viene sempre più implementato dai portali, soprattutto in relazione al fatto che, al momento dell'indagine, 7 campagne su 48 censite non sono state in grado di raggiungere una percentuale di adesioni nemmeno pari all'1% del target. Sono casi che riflettono un mercato non ancora sviluppato e una conoscenza dello strumento superficiale e non dettagliata, nonché una campagna di comunicazione e marketing probabilmente incompleta e non incisiva.

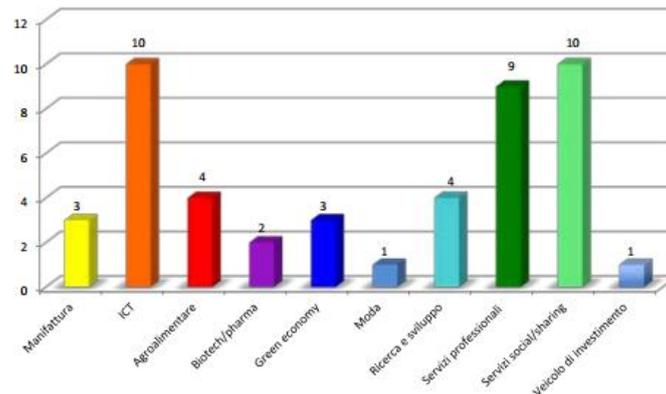
Le imprese protagoniste del sondaggio, sulle 48 campagne pubblicate nei portali, sono in tutto 47, di cui 45 start up innovative, 1 PMI innovativa e 1 Società Veicolo che investe prevalentemente in start up e PMI innovative²⁴⁰. Sulla base delle informazioni

²³⁹ Ethan Mollick, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", Journal of Business Venturing. Pubblicato da Elsevier Inc., 13 agosto 2013. Pagg. 1-16; si veda il dettaglio sulla *duration* a pagina 8. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298##; <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=555064031119104000087091066117012096018036019060022069010066112091125090029069005088027107042044056060004121001109111017004110107084089093088002099067121099024121005089080047021106094023000010012087126105097069070073097094099111092100022074123122026000&EXT=pdf>.

²⁴⁰ Si tratta della società veicolo Club Italia Investimenti 2 SpA (CII2). Questa società si pone come obiettivo l'agevolazione dell'accesso al capitale da parte delle start up; CII2 acquisisce parte dell'impresa nascente, generalmente una partecipazione compresa tra il 10% e il 15%, per seguirne successivamente lo sviluppo attraverso la preparazione di un *business model* credibile e l'affiancamento nella ricerca dei capitali di *seed*. "CII2 si appoggia al portale SiamoSoci per offrire visibilità alle start up sin dalla nascita ed offrire trasparenza di informazione". Per questa tipologia di attori del mercato vige la normativa dettata dal Decreto "Investment Compact" del 2015, che autorizza la raccolta mediante l'utilizzo del Crowdfunding. <http://www.cii2.com/club/cii2/>.

pubbliche riguardanti le offerte e dei codici Ateco²⁴¹ registrati, è possibile mettere in evidenza i macrosettori di riferimento del campione indagato. I settori più rappresentati sono quello dell'ICT, dei servizi implementati e connessi alle attività di *social networking* e *sharing*, dei servizi professionali.

Grafico 4.4.3 Le aree di business di riferimento delle imprese che hanno fatto ricorso all'Equity Crowdfunding su piattaforme autorizzate.

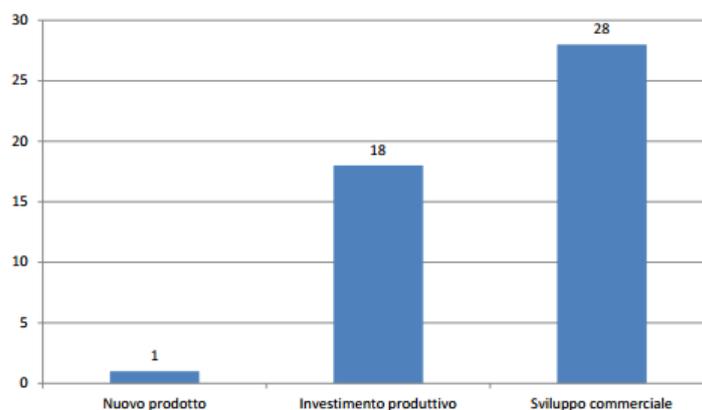


Fonte: Osservatorio Crowdfunding, "1° Report italiano sul Crowdfunding", School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 36.
file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Nella maggior parte dei casi, all'interno dei settori indicati, le campagne ricercavano capitale per finanziare lo sviluppo dell'azienda dal punto di vista commerciale; una seconda tipologia di investimento, emersa dai business plan di 18 campagne, riguarda il finanziamento di un investimento legato alla produttività, o al potenziamento infrastrutturale e di conoscenze immateriali dell'azienda.

²⁴¹ Il codice Ateco identifica una attività economica entro un macrosettore con un certo grado di dettaglio all'interno di particolari articolazioni e sottocategorie dei settori stessi. Il codice Ateco è anche necessario per l'apertura di una nuova partita IVA. Attraverso l'utilizzo dei codici Ateco le attività economiche vengono classificate in modo standardizzato ai fini statistici, fiscali e contributivi, così da semplificare la gestione delle informazioni da parte di pubbliche amministrazioni e istituzioni. <https://codiceateco.it/codice-ateco>.

Grafico 4.4.4 Obiettivi di investimento delle imprese che hanno fatto ricorso alla raccolta di capitale attraverso Equity Crowdfunding.



Fonte: Osservatorio Crowdfunding, “1° Report italiano sul Crowdfunding”, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 38.

file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Alla realizzazione delle campagne hanno partecipato 384 sottoscrittori persone fisiche e 50 sottoscrittori persone giuridiche; il riferimento riguarda le campagne andate a buon fine ed in particolare, 14 di esse. Il campione è stato ottenuto dall’Osservatorio grazie alla collaborazione dei portali e degli imprenditori delle campagne censite, sebbene non tutti abbiano contribuito alla divulgazione dei dati richiesti.

Per tutte le campagne concluse con successo “l’importo medio della sottoscrizione effettuata è pari a 9.000 euro”²⁴²; l’importo versato dagli investitori (persone fisiche), nel 43% dei casi, è stato inferiore a 500 euro. Questo dato è significativo non tanto in termini di capitale, poiché, come suddetto, per la gran parte dei progetti che coinvolgono una raccolta di tipo equity, l’ammontare dell’investimento è compreso tra i 400 euro e i 500 euro (inoltre ogni sottoscrizione compresa tra i 100 euro e i 500 euro, ha un peso sul target richiesto per il progetto che va dallo 0,5% al 2%); quanto piuttosto in termini di approccio al fenomeno: pare che l’Equity Crowdfunding stia muovendo i primi passi anche all’interno di quella “folla” di piccoli investitori, che in realtà non sono altro che risparmiatori, con una conoscenza finanziaria standard e una propensione al rischio media, desiderosi di mettersi in gioco con piccole somme nel mercato finanziario, scegliendo una fetta alternativa di esso.

²⁴² Fonte: Osservatorio Crowdfunding, “1° Report italiano sul Crowdfunding”, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pag. 41.

file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdfunding2016%20(1).pdf.

Nei casi in cui gli importi sottoscritti assumono valori più elevati, compaiono anche investitori persone giuridiche, gli investitori professionali e gli investitori privati appartenenti alla categoria dei *business angel*²⁴³, che utilizzano il Crowdfunding come ulteriore strumento per lo *scouting*²⁴⁴ e l'*origination* (ovvero la fase di emissione di strumenti finanziari nel mercato primario da parte di clienti di banche di investimento a cui ne è affidata la gestione) dei propri investimenti nelle start up. Tra le persone giuridiche che hanno contribuito, mediante la sottoscrizione di quote, alla realizzazione delle 14 campagne censite, compaiono banche e assicurazioni, incubatori certificati e investitori professionali in fondi chiusi²⁴⁵ di venture capital e private equity (questa categoria di investitori è necessaria ai sensi del Regolamento Consob²⁴⁶), società di consulenza (categoria più numerosa di investitori persone giuridiche), holding finanziarie e società immobiliari. Anche aziende che operano in settori più prettamente produttivi, come ad esempio imprese appartenenti al settore della manifattura, sembrano partecipare in maniera sempre più rilevante agli investimenti in start up e PMI innovative, sia per diversificare i loro portafogli, sia perché magari sono interessate al prodotto, al servizio, ad una particolare tecnologia, direttamente o indirettamente utile anche al loro proprio business.

²⁴³ Si tratta di singoli soggetti, altrimenti detti investitori (privati) informali, che finanziano l'avvio di un'attività ad alto rischio e ad alto potenziale di sviluppo. Questi soggetti, di norma acquisiscono quote di imprese nascenti attingendo risorse dal proprio patrimonio e apportando alle start up anche *know how* e una rete di relazioni. L'intervento di un *business angel* in un investimento può essere mosso anche da ragioni non puramente guidate dalla logica del profitto; talvolta si parla della loro attività come di "mecenatismo moderno". http://www.economyup.it/glossario/4272_business-angel---definizione.htm.

²⁴⁴ Svolgere un'attività di *business scouting* significa occuparsi della valutazione delle idee imprenditoriali, raccogliendo un certo numero di progetti, valutandone la fattibilità e selezionando quelli meritevoli di essere realizzati. L'attività di *scouting* viene svolta trasversalmente rispetto ai settori e alla tipologia delle imprese, contribuendo al rafforzamento del tessuto imprenditoriale e industriale di un sistema economico.

²⁴⁵ I fondi chiusi sono dei fondi comuni di investimento con un numero fisso di quote di partecipazione per le quali è previsto il diritto di rimborso dei partecipanti solo per date predeterminate. Le quote sono scambiabili sul mercato, ma per via delle loro caratteristiche intrinseche, le oscillazioni del loro valore non intaccano il patrimonio del fondo. I fondi chiusi normalmente prevedono una scadenza di lungo periodo, di solito 10-15 anni, il che li porta ad intervenire spesso nel capitale di rischio delle imprese, sia per favorirne lo sviluppo, sia per risanarle (attraverso l'utilizzo di manovre di *turnaround* come nel caso di fondi di *private equity*), sia per investire nelle fasi di start up di nuove imprese.

<http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondi-chiusi-128.htm>.

²⁴⁶ Regolamento Consob n°18592, Parte III "*Disciplina dell'Offerta tramite Portali*"; articolo 24 "*Condizioni relative alle offerte sul portale*", comma 2.

http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393; <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.

Nel Report infine viene riportata una riflessione in merito al tema della valutazione delle quote offerte in sottoscrizione rispetto alle dimensioni del Crowdfunding italiano, all'interno di un contesto europeo spesso molto più avanzato. Quello che viene sottolineato è che vi è ancora la tendenza di trattare questi valori come fossero flussi di cassa, utilizzando le stesse operazioni e i medesimi processi di matematica finanziaria, validi per le “*metodologie tipiche dell'industria del venture capital*”: in poche parole, per associare alle quote sottoscritte in una campagna di Equity Crowdfunding il loro valore per l'investitore, viene utilizzato il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici previsti in ogni business plan. Sebbene non sia sbagliato fare riferimento a questo tipo di calcolo, bisogna considerare che le piattaforme non dispongono degli stessi strumenti di *governance* e di controllo propri degli investitori professionali, che compiono operazioni accurate e profonde di *due diligence* sui progetti di business in cui investono, al fine di “*assicurarsi la tutela dell'investimento e la possibilità di incidere in maniera determinante nelle scelte aziendali*”; forse una valutazione più attenta e prudente delle imprese emittenti, insieme ad un supporto mirato alla formazione e al monitoraggio svolti dalle piattaforme, potrebbe spingere nuovi soggetti/utenti ad investire e convincere, anche a partire dalle primissime fasi di sviluppo di un progetto, una platea più ampia rispetto alle categorie “*family, friends and fools*” che normalmente costituiscono i primissimi finanziatori di una nuova iniziativa imprenditoriale²⁴⁷.

²⁴⁷ Fonte: Osservatorio Crowdfunding, “1° Report italiano sul Crowdinvesting”, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016. Pagg. 45-46.
file:///C:/Users/PC/Downloads/reportcrowdinvesting2016%20(1).pdf.

Capitolo 5. Il Crowdfunding per la PMI innovativa locale: un progetto di riqualificazione energetica immobiliare tramite raccolta di Equity Crowdfunding.

Le tematiche che vengono presentate e analizzate di seguito in questo capitolo sono frutto di un'iniziativa di collaborazione nata tra l'Università Ca' Foscari di Venezia con l'azienda EDILVI SpA, che ha assegnato la cura della realizzazione di una proposta progettuale da presentare alle piattaforme attive nella promozione di campagne di Equity Crowdfunding. Si tratta di un'iniziativa mai intrapresa da questa azienda, la quale ritiene che possa costituire un'opportunità notevole di accrescimento per il business aziendale e una altrettanto importante fonte di innovazione, in quanto si tratterebbe di utilizzare per la prima volta uno strumento ancora sconosciuto alla maggior parte degli operatori e dei concorrenti nel settore a livello locale.

Il lavoro presentato è frutto di un tirocinio svolto all'interno dell'azienda per un periodo complessivo di due mesi; durante questo periodo, sono state raccolte informazioni e dati necessari per la stesura di un documento che presentasse un'analisi precisa e sufficientemente sintetica delle tematiche cruciali riguardanti il progetto. Sulla base di quanto prodotto l'azienda può redigere la bozza di un progetto, anche con l'eventuale supporto delle piattaforme stesse; inoltre l'azienda potrà utilizzare il contenuto dell'elaborato per preparare una campagna di comunicazione adeguatamente strutturata, che costituirà la vera interfaccia tra l'azienda e i finanziatori, una volta stipulato l'accordo con una piattaforma.

Nel sito dell'azienda, nella pagina relativa alle *news*, è possibile trovare una presentazione del progetto, rielaborata dall'azienda, che si ispira alla ricerca svolta durante il periodo di collaborazione. In questa sede il principale scopo è quello di fornire un resoconto dell'attività svolta in senso lato, non quello di sponsorizzare il progetto dell'azienda in questione.

Il nome del progetto, CROWD21, rimanda alla conferenza internazionale organizzata dalla Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici denominata “*COP21*”, tenutasi a Parigi dal 30 novembre al 12 dicembre 2015, per discutere un nuovo accordo riguardo la riduzione delle emissioni di anidride carbonica, in modo tale da rallentare il riscaldamento globale²⁴⁸. Il tema della conferenza è

²⁴⁸ <http://www.cop21.gouv.fr/en/>;

fortemente sentito dall'azienda che da oltre trent'anni si occupa della riqualificazione immobiliare, dal punto di vista dell'efficienza energetica e della sostenibilità ambientale. La politica aziendale persegue l'obiettivo di fornire ai clienti un prodotto e un servizio, oltre che di qualità, ecologicamente caratterizzato, impegnandosi nella ricerca e nello studio di tecniche e impianti innovativi per lo svolgimento della sua attività, nell'utilizzo di materiali ecocompatibili per la realizzazione dei suoi prodotti, e nel competere in maniera altrettanto innovativa e coerente nel mercato locale.

Lo spiccato orientamento locale, la delicatezza e rilevanza del tema a cui fa riferimento il business (in particolare nella sua dimensione sociale) e la classificazione dell'azienda come PMI Innovativa, hanno permesso all'azienda di creare una rete dinamica ed estesa quanto basta per conoscere e tentare un approccio con lo strumento del Crowdfunding, il quale ben si adatta alle esigenze di finanziamento che un'azienda come la EDILVI SpA potrebbe avere per svilupparsi attraverso progetti pilota innovativi. CROWD21 è infatti una campagna pilota di Crowdfunding, che vorrebbe essere lanciata nel tentativo di raccogliere i fondi necessari per acquistare immobili residenziali dismessi, sottoposti a procedura fallimentare o a procedure di concordato preventivo, messi in vendita nel mercato delle aste immobiliari, ristrutturarli, riqualificandoli energeticamente, e venderli ad un prezzo più competitivo, ottenendo profitto sia dalla vendita sia dalla quota interessi risparmiata sul finanziamento, rispetto ad una stessa operazione effettuata tramite il canale bancario tradizionale. L'azienda in particolare considerava l'offerta di strumenti finanziari partecipativi equiparati ad azioni, per un valore soglia minimo di 300.000€, relative ad un patrimonio destinato ed indipendente da investire nel mercato immobiliare.

Gli aspetti salienti che sono stati indagati al fine della realizzazione del progetto, nonché quelli che sui quali dovrà basarsi la strategia di comunicazione, possono essere riassunti in questi punti:

- Il perché della scelta dell'Equity Crowdfunding come fonte dei fondi.
- I motivi alla base della scelta del mercato delle aste per l'acquisto degli immobili.
- La riqualificazione energetica.
- Le agevolazioni fiscali.
- Lo stato del mercato immobiliare in Italia.
- L'ipotesi di pianificazione e l'evoluzione del progetto.

Ogni aspetto viene analizzato di seguito e raccoglie anche l'opinione del titolare dell'azienda, intervistato durante il periodo di collaborazione.

5.1 La scelta dello strumento dell'Equity Crowdfunding.

L'Equity Crowdfunding negli ultimi tre anni ha conosciuto uno sviluppo significativo. Nel 2015, quasi un quinto delle piattaforme italiane ha dichiarato di occuparsi di progetti da finanziare tramite Equity Crowdfunding. Si tratta di un segnale positivo di cambiamento, perché la formula ha conosciuto una crescita significativa; tuttavia la dimensione del fenomeno resta limitata, sia a livello di progetti pubblicati, sia finanziati, sia a livello di settore relativo ai progetti lanciati (si tratta infatti di progetti legati quasi esclusivamente al settore tecnologico high-tech promossi da imprese di medie dimensioni). Le resistenze che il progetto in questione potrebbe incontrare riguardano in primo luogo il fatto che si tratta di uno strumento nuovo e poco conosciuto. Il Report "Crowdfunding in Italia" del 2015, pubblicato dall'Università Cattolica del Sacro Cuore²⁴⁹, citato nel precedente capitolo, offre un'analisi del mercato italiano interessante dal punto di vista di questo progetto soprattutto per quello che riguarda le aspettative dichiarate dalle piattaforme intervistate sullo sviluppo futuro e sulle aree di interesse alle quali vorrebbero dare più spazio. Dal Report emerge che

²⁴⁹ "Il Crowdfunding in Italia" Crowdfunding report 2015; ricerca condotta dall'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano e coordinata dalla professoressa Ivana Pais, con il contributo di TIM in qualità di sponsr del progetto ed il supporto tecnico di Starteed. <https://withyouwedo.telecomitalia.com/>; <https://starteed.com/>; <http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/>.

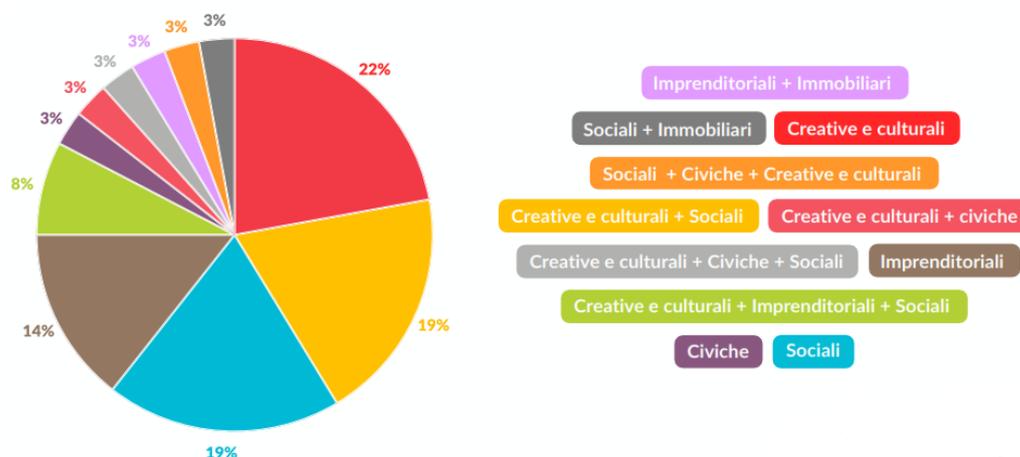
l'interesse generale rispetto al Crowdfunding è aumentato rispetto al 2014²⁵⁰ del 67%; ciò che manca è però la corrispondenza di una adeguata capacità progettuale: il tasso medio di successo dei progetti è mediamente del 30%, rispetto al 37% del 2014. Il tasso di successo dei progetti basati sulla raccolta di tipo Equity è allineato alla media ed è pari al 33%. Il valore complessivo della raccolta, avvenuta tramite le piattaforme intervistate nel 2015, è pari a 56,8 milioni di euro, rispetto ai 30,6 milioni di euro dell'anno precedente; a questa crescita notevole però le piattaforme Equity hanno contribuito solamente per il 3%.

Normalmente, le cifre necessarie per finanziare una campagna di Equity Crowdfunding sono superiori, o notevolmente superiori, a quelle richieste per altre tipologie di progetti; il fatto che comunque questo strumento incida per una percentuale così bassa sul valore complessivo della raccolta, è un altro sintomo del *mismatch* tra le idee e i progetti, ma ancora di più tra i progetti e la platea di finanziatori che ancora non sembrano completamente fiduciosi e disponibili ad un impegno sicuramente economico, ma anche partecipativo.

Relativamente alla tipologia di campagne, solamente il 20% è di tipo imprenditoriale; in percentuale minore vengono pubblicate anche campagne civiche, immobiliari e politiche, ma di rado da piattaforme che si occupano di Equity Crowdfunding. Il segnale positivo però è che la previsione per i prossimi anni, offerta dalle piattaforme stesse, è quella di lasciare più spazio alle campagne imprenditoriali, privilegiando i settori civico e immobiliare; in quest'ottica l'azienda ha ritenuto l'Equity Crowdfunding un'occasione interessante per perseguire i suoi obiettivi di sviluppo, forte della fiducia personale nello strumento e nelle sue capacità redistributive e associative.

²⁵⁰ Ivana Pais e Daniela Castrataro "Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding"; promosso dalla Italian Crowdfunding Network (ICN); 2013-2014.
<http://www.felicitapubblica.it/wp-content/uploads/2016/01/Piattaforme-crowdfunding.pdf>.
<http://withyouwedo.telecomitalia.com/download/Press/Le%20anime%20del%20crowdfunding.pdf>.

Grafico 5.1.1 Distribuzione delle piattaforme per tipologia di campagne prevalentemente pubblicate finora .



Fonte: “Il Crowdfunding in Italia” Crowdfunding report 2015; pag. 53.
<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com/>.

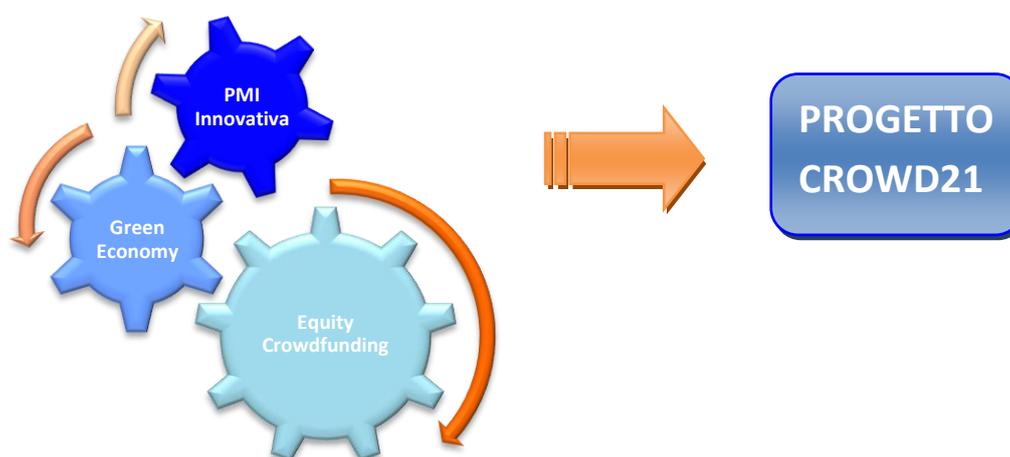
La riflessione aziendale si è soffermata anche sul fatto che si tratta di un’occasione di sviluppo del mercato immobiliare in senso più ampio: l’azienda lavora a stretto contatto con gli altri attori della filiera produttiva, data la realtà locale in cui svolge la sua attività, creando una rete vera e propria di contatti e relazioni, una folla in cui il beneficio di un soggetto spesso corrisponde al beneficio di molti. Ecco dunque che la platea di investitori si apre anche a chi, pur diffidente, può trarre beneficio, in termini ad esempio di lavoro o di contatti, dalla realizzazione del progetto. La scelta di utilizzare l’Equity risponde sia ad esigenze partecipative, di coinvolgimento diretto nel progetto da parte di chi dimostra interesse e fiducia, sia consente all’impresa di fornire risultati immediati²⁵¹.

Un altro punto di forza, nonché leva innovativa, che l’azienda utilizza all’interno del progetto in questione è il suo brevetto e marchio Casa Smart Plus, che grazie a

²⁵¹ Si veda per un approfondimento il “Crowdfunding Industry Report” 2015 redatto da Massolution, nel quale è presente una sezione apposita dedicata al *Real Estate Crowdfunding*, nella quale si afferma che il Crowdfunding immobiliare è emerso come una delle categorie più attive e dinamiche del settore ed ha registrato una crescita esplosiva. In molti hanno rivolto l’attenzione sui nuovi modelli on-line per l’accesso a questo tipo di *asset class*. Nel Report vengono analizzate la dimensione, la composizione, le tendenze e le prospettive del Crowdfunding immobiliare a livello globale, esaminando il suo ruolo nel portafoglio degli investimenti e analizzando come il “crowd” stia fortemente esprimendo la propria volontà di investire attraverso nuove forme di accesso on-line. Inoltre, il rapporto analizza in dettaglio le attività di *Real Estate Crowdfunding* attraverso le sue sottoclassi – commerciale, industriale, ospitalità, infrastrutture e residenziale.
<http://www.crowdfundingbuzz.it/crowdfunding-report-2015-massolution/>.

tecnologie all'avanguardia e di alto livello, permette l'abbattimento delle emissioni e consente all'immobile di rendersi autosufficiente, in linea con quanto previsto dalla Direttiva Europea 2010/31/UE "sulla prestazione energetica nell'edilizia"²⁵².

La realizzazione di edifici NZEB (*Nearly Zero Energy Building*) prevede che il fabbisogno energetico sia allineato con la classe energetica A+²⁵³ e che sia coperto in maniera significativa da fonti rinnovabili; inoltre, costituirà lo standard obbligatorio per tutti i nuovi immobili pubblici, o ad uso pubblico, dal 2019 e per tutti quelli privati dal 2021. I vantaggi apportati dall'utilizzo di questo brevetto tecnologico per le costruzioni riguardano in primis il rispetto ambientale, con l'obiettivo di contribuire alla diminuzione di emissioni di CO₂, in coerenza con la strategia approvata dal programma europeo Horizon 2020²⁵⁴, e secondariamente il risparmio economico privato, grazie alla riduzione dei costi di consumo energetico.



Rispetto alla volontà di un'azienda, appartenente al panorama locale della PMI innovativa, di proporre un progetto in grado di valorizzare il suo potenziale interno, ma anche di offrire risultati ad ampio raggio esternamente ad essa, attraverso l'utilizzo dell'Equity Crowdfunding come canale di finanziamento alternativo, sono state individuate alcune piattaforme di Equity Crowdfunding specializzate, che hanno l'obiettivo di presentare progetti nell'ambito della sostenibilità ambientale e delle tecnologie *green*.

²⁵² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010L0031&from=IT>.

²⁵³ <http://www.ideegreen.it/le-classi-energetiche-degli-edifici-231.html>;
<https://it.wikipedia.org/wiki/CasaClima>.

²⁵⁴ <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/>;
<http://www.horizon2020news.it/argomenti/programma-horizon-2020>.

In particolare:

- **Fundera.** Questa piattaforma, formatasi come una Srl, ha ottenuto l'iscrizione al registro dei Gestori di Portali di Equity Crowdfunding, con delibera Consob n°19012, il 10 settembre 2014. È dedicata esclusivamente al settore *cleantech* e della *Green Economy* e più nel dettaglio alle energie rinnovabili, all'agroalimentare, alla bioedilizia, alla mobilità sostenibile, alla chimica verde, all'efficienza energetica, alle biotecnologie, alla gestione e trattamento dei rifiuti, ai servizi ambientali²⁵⁵.
- **Ecomill.** È una piattaforma che promuove investimenti in progetti e start up innovative nei settori delle fonti di energia rinnovabili a generazione distribuita, efficienze energetiche, reti energetiche, mobilità sostenibile, biotecnologie, servizi ambientali, e presenta anche progetti appartenenti al terzo settore e di riqualificazione del territorio, perseguendo obiettivi di sostenibilità, innovazione e aggregazione sociale. Ecomill, registrata come Srl, ha ottenuto l'autorizzazione Consob ad operare come piattaforma di Equity Crowdfunding nel luglio 2015, dopo l'iscrizione nel registro dei Gestori con delibera n°19059 del 29 ottobre 2014²⁵⁶.
- **Muum Lab.** È il primo portale del sub Italia ad essere stato iscritto nel registro Consob il 6 agosto 2014 (Muum Lab Srl). La piattaforma si occupa della raccolta fondi online di tipo Equity, per il finanziamento di progetti e start up innovative nell'ambito dei settori dell'energia, dell'agroindustria, dell'ICT e del *real estate*, prediligendo, in fase di selezione, le iniziative che presentano anche una certa vocazione sociale e con un team di lavoro competente nel settore di appartenenza del progetto e nella gestione di impresa²⁵⁷. Muum Lab è inoltre cofinanziata dall'Unione Europea attraverso il programma *Smart & Start*, programma del Ministero per lo Sviluppo Economico gestito dall'Agenzia Nazionale per l'Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d'Impresa) e prevede delle agevolazioni alle imprese di tipo PMI impegnate su innovazione,

²⁵⁵ <http://www.fundera.it/>.

²⁵⁶ <http://www.ecomill.it/>.

²⁵⁷ <https://www.muumlabs.com/>.

uso di tecnologie digitali e valorizzazione della ricerca nelle regioni meridionali italiane²⁵⁸.

5.2 Il mercato delle aste per l'acquisto degli immobili.

Il mercato delle aste immobiliari nell'ultimo quinquennio ha conosciuto un trend di crescita significativo, soprattutto sul fronte degli immobili residenziali. Solo da gennaio a settembre 2016 sono stati effettuati più di 98 mila tentativi di vendita giudiziaria ed, in due casi su tre, hanno trattato abitazioni residenziali: le vendite infatti hanno riguardato nel 63,3% dei casi edifici a scopo abitativo, (in linea con il dato di trend pluriennale, in cui le abitazioni rappresentano abbastanza stabilmente il 64% degli immobili complessivi messi all'asta); le procedure che hanno coinvolto immobili destinati all'uso commerciale sono state il 9,6% dei casi, quelle relative ad immobili industriali sono state il 5,1%, mentre altre categorie immobiliari hanno costituito una percentuale dei casi inferiore al 4%. Il 44,2% delle procedure si è svolto nel nord Italia, distribuite tra nord ovest (30,65%) e nord est (13,54%); il Veneto ha archiviato 7.808 tentativi di vendita forzata, più del triplo rispetto al 2011. Il tasso di crescita del mercato italiano delle aste immobiliari è pari al 95,2% rispetto al 2011²⁵⁹.

Un mercato dinamico e ricco di opportunità che la crisi economica, dovuta allo scoppio della bolla speculativa nel settore immobiliare, ha reso attraente e accessibile per molte tipologie di investitori. Come suddetto, la regione di riferimento per l'azienda non fa eccezione e a questo proposito il panorama, pur mantenendo una connotazione locale, di interesse del progetto CROWD21 copre, oltre alla provincia di Treviso, anche quelle di Venezia, Padova e Belluno.

Ribes Spa²⁶⁰, società che si occupa di fornire consulenze e soluzioni informative tra le altre riguardo analisi immobiliari, visure camerali, e valutazione, gestione e recupero crediti, ha pubblicato un'indagine statistica sull'andamento del mercato delle aste immobiliari in Italia, elaborando dati raccolti tra il maggio 2014 e il maggio 2016. Da questa indagine emerge che gli immobili residenziali sono quelli che con maggior facilità raggiungono l'esito definitivo dell'asta. Uno dei motivi principali è sicuramente legato al prezzo: in media l'acquisto avviene ad un livello di prezzo inferiore al valore

²⁵⁸ <http://www.smartstart.invitalia.it/site/smart/home.html>.

²⁵⁹ <http://asteagic.it/2016/10/aste-immobiliari-raddoppiate-in-cinque-anni-due-vendite-su-tre-riguardano-immobili-residenziali/>; <http://www.opicons.com/home/analisi-di-mercato/>.

²⁶⁰ Per maggiori informazioni si consulti il sito della società www.ribes.it.

di mercato, di una percentuale compresa tra il 20% e il 40%; un notevole vantaggio di risparmio che consente di aumentare il margine di guadagno e la quantità di risorse da destinare ad interventi *post* acquisto (nel contesto del progetto CROWD21, la plusvalenza residua è necessaria per effettuare gli interventi di adattamento e restauro energeticamente efficienti e di riqualificazione energetica).

La percentuale media di realizzo ha invece registrato una riduzione marcata del 10% circa dal 2014 al 2016, nonostante si sia verificata una velocizzazione delle aste per effetto della nuova legge 119/2016 che ha convertito con modificazioni il decreto legge 59/2016 recante “*Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione*”²⁶¹.

La legge, con particolare riferimento alle aste giudiziarie, prevede che il tribunale di riferimento possa disporre al massimo di tre esperimenti di vendita dell’immobile, ognuno con un ribasso di 1/4 rispetto al precedente prezzo. Se l’asta dovesse andare deserta, il magistrato potrà disporre di una quarta asta facoltativa, riducendo il prezzo dell’immobile fino al 50%, mirando ad una svendita dell’immobile, il tutto in un arco temporale di 6 mesi. Questa normativa ha efficacia retroattiva e si applica anche ai pignoramenti immobiliari antecedenti la riforma e tuttora in corso²⁶². Il fattore che probabilmente rallenta il mercato è la scarsa liquidità disponibile, necessaria per completare la procedura: infatti per partecipare alle aste, è necessario il deposito, presso il tribunale, di una cauzione proporzionale (10%) al valore dell’immobile; spesso non è facile procurarsi la cifra da cauzionare in tempistiche brevi (frequentemente di 30 o 45 giorni).

Il progetto CROWD21 permetterebbe all’azienda di raccogliere capitale subito disponibile per partecipare alle aste con offerte competitive, e per eventualmente seguire l’iter dei vari esperimenti aggiudicandosi l’immobile “in svendita”.

Dall’analisi di Ribes possono essere dedotte indicazioni precise utili alla valutazione di un’operazione di acquisto di immobili destinati all’asta giudiziaria. Ciò che l’azienda dovrà considerare attentamente per effettuare un’operazione vantaggiosa, dal punto di vista economico e dell’opportunità di raggiungere l’obiettivo di successo

²⁶¹ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/07/2/16G00128/sg>.

²⁶² <http://it.blastingnews.com/cronaca/2016/05/pignoramenti-immobili-e-aste-giudiziarie-retroscena-ed-effetti-del-dl-n-59-2016-00908023.html>;
http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2016-07-14/conversione-legge-decreto-banche-nuovi-istituti-e-principali-novita-materia-esecutiva-e-concorsuale-151604.php?refresh_ce=1.

del progetto, sono la consistenza del patrimonio immobiliare del debitore, in modo tale da individuare quali sono i beni con maggiore possibilità di ottenere un esito positivo in asta; la presenza eventuale di oneri e aggravii sugli immobili che possano incidere negativamente sulle potenzialità di realizzo del bene; l'indicazione del valore di mercato aggiornato e relativo all'area di riferimento, oltre che alle caratteristiche strutturali proprie, degli immobili; la stima del valore potenziale di realizzo e della durata del procedimento recupero²⁶³.

Un'ultima osservazione riguarda il Decreto Legge n°18 del 14 febbraio 2016, *“Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio”*²⁶⁴ che prevede l'esenzione dell'imposta di registro per chi acquista immobili sottoposti a procedure di asta giudiziaria, fissando una tassa fissa di 200€ per ogni asta all'interno di un procedimento composto di tre esperimenti, invece del 9% calcolato sul valore della base d'asta immobiliare. L'agevolazione per l'acquisto di un bene con una riduzione d'imposta dovuta a 600€, (200€ per 3 tentativi), rivolto ad ogni potenziale acquirente/investitore, ha costituito uno strumento di rivitalizzazione importante per il settore. Si tratta di un ulteriore vantaggio di costo, derivante da un beneficio fiscale, al fronte del quale viene richiesto all'acquirente di rivendere l'immobile acquistato entro 24 mesi dalla data di pagamento dell'imposta, pena una sanzione amministrativa. La sfida di CROWD21 è dunque quella di acquisire la proprietà di immobili idonei ad essere riqualificati, riposizionati sul mercato e rivenduti entro 2 anni, in modo tale da poter usufruire di tutti i benefici a disposizione e ricavare il risultato che i finanziatori del progetto si aspettano.

²⁶³<http://www.aicsweb.it/documenti/Ricerca%20Statistica%20Ribes%20Aste%20Immobiliari.pdf>.

²⁶⁴ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/2/15/16G00025/sg>;
<http://www.professionegiustizia.it/notizie/notizia.php?id=937>;
<http://www.altalex.com/documents/news/2016/04/29/agevolazioni-per-acquisti-immobiliari-giudiziari-ecco-le-novita>.

5.3 La riqualificazione energetica.

Il *core business* dell'azienda è costituito proprio dalle attività di riqualificazione energetica per realizzare edifici ecosostenibili; l'analisi dello stato dell'arte e la diagnostica energetica, consentono l'esecuzione degli interventi di riqualificazione, attraverso azioni di ottimizzazione di efficienza energetica sull'involucro, sugli impianti, sulla gestione energetica. Nel 2011 l'azienda sviluppa al suo interno la Divisione E.S.Co. (*Energy Service Company*), che offre consulenze e servizi energetici certificati, rispetto alla norma UNI CEI 11352:2014 per le società che operano nel settore terziario energetico e per le quali la norma definisce i requisiti minimi organizzativi, diagnostici, progettuali, gestionali e anche economici e finanziari²⁶⁵.

La Divisione svolge attività di progettazione, sviluppo e attuazione di servizi integrati, in modo tale da garantire una gestione energetica efficiente: tutte le operazioni sono finalizzate al risparmio energetico e mirano all'impiego razionale dell'energia, all'uso di fonti rinnovabili e alla conservazione del patrimonio immobiliare e ambientale, perseguendo l'obiettivo di sviluppo sostenibile del territorio, coerentemente con la normativa nazionale e la regolamentazione europea. La capacità di accrescere il *know-how* aziendale di settore ha permesso ad E.S.Co. di ampliare, negli anni, la propria offerta, garantendo un ventaglio di conoscenze e competenze a 360 gradi, in modo tale da affiancare il cliente in tutte le attività che afferiscono al comparto dell'efficienza energetica, specialmente in relazione a:

- gli studi ingegneristici di fattibilità tecnico-economica di progetti di riqualificazione e di interventi per l'adozione di soluzioni tecnologiche specifiche altamente efficienti (impianti co-generativi ad alto rendimento, fotovoltaico in modalità SEU, impianti a biomassa, eccetera).
- la fornitura di prodotti e servizi energetici certificati, ad esempio gli impianti gestiti mediante EPC (acronimo di "*Engineering, Procurement, Construction*", ossia le tre fasi principali per la realizzazione di un qualsiasi progetto edile/energetico di una certa entità; sono fasi complesse, molto delicate, che richiedono esperienza e un'ottima conoscenza del settore; per questo vengono spesso considerate come una vera e propria realtà aziendale che nel caso di EDILVI SpA è assegnata alla Divisione); oppure servizi di assistenza basati sui

²⁶⁵ <http://www.tuv.it/it-it/attivita/audit-certificazioni-di-sistema/uni-cei-11352-2010-societa-servizi-energetici>; https://it.wikipedia.org/wiki/UNI_CEI_11352.

contratti di “Servizio Energia”; o ancora l’analisi e il successivo rilascio di Attestati di Prestazione Energetica; l’analisi dei contratti di fornitura energetica e le diagnosi energetiche in ambito civile e industriale.

- la monetizzazione degli interventi di efficientamento, mediante l’ottenimento di incentivi (tra i quali i Certificati Bianchi²⁶⁶, il Conto Termico, le detrazioni fiscali per il risparmio energetico, eccetera)²⁶⁷.

A sostegno di quanto detto, riguardo l’importanza che la Divisione E.S.Co. ricopre all’interno dell’azienda, vengono riportati di seguito alcuni dati forniti da ENEA, l’Agenzia Nazionale per le nuove tecnologie, l’energia e lo sviluppo economico sostenibile, “ente di diritto pubblico finalizzato alla ricerca e all’innovazione tecnologica, nonché alla prestazione di servizi avanzati alle imprese, alla pubblica amministrazione e ai cittadini nei settori dell’energia, dell’ambiente e dello sviluppo economico sostenibile” (legge 221/2015)²⁶⁸, sull’andamento del mercato immobiliare osservato dal punto di vista dell’efficienza energetica.

In particolare, nel “Rapporto Annuale sull’Efficienza Energetica del 2015”²⁶⁹, redatto in collaborazione con Confindustria e con il Ministero dello Sviluppo Economico, viene indagata l’offerta di prodotti e servizi per l’efficienza energetica, con l’obiettivo di descrivere la struttura del mercato nazionale e dell’imprenditoria operativa nel settore. I dati che interessano in questa sede, riguardano il fatturato del settore; i gruppi di servizi e attività svolti dalle imprese, sia che si tratti di aziende, sia di divisioni ESCo interne alle aziende, sia di imprese ESCo per così dire pure; e, nel caso delle ESCo (divisioni e imprese), in quali settori vi è maggiore domanda.

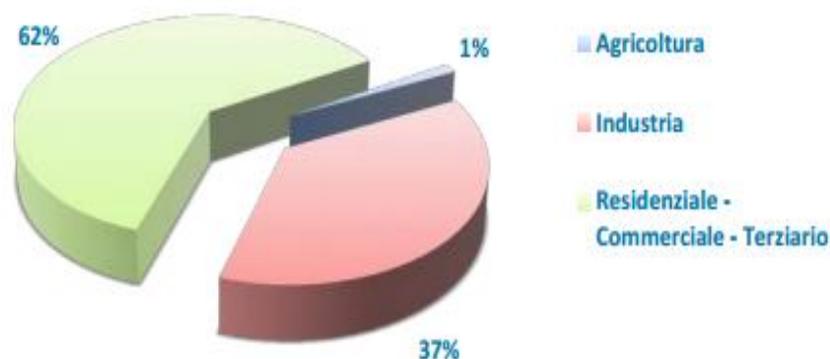
²⁶⁶ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2008/07/03/008G0137/sg>.

²⁶⁷ Per un maggior approfondimento tecnico si consulti il sito aziendale <http://www.escoedilvi.it/> alla sezione “SERVIZI” e “TECNOLOGIE”.

²⁶⁸ <http://www.enea.it/>; http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2015/03/16/news/il_legno_si_conferma_campione_della_bioedilizia-109822657/.

²⁶⁹ <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

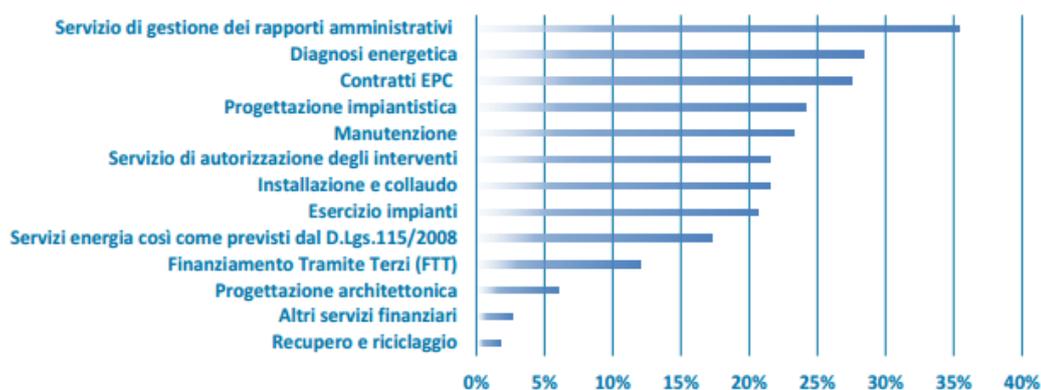
Grafico 5.3.1 Fatturato del mercato diviso per settore. Dati 2015.



Fonte: il Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica è stato curato dall'Unità Tecnica Efficienza Energetica dell'ENEA sulla base delle informazioni e dei dati disponibili al 30 aprile 2015, "RAEE: Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica", 2015; pagg. 134-150. <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

Come si evince dal Grafico 5.2.1, la fetta di fatturato più consistente, pari al 61,7%, proviene da operazioni di efficientamento all'interno del settore residenziale, commerciale e terziario. Non si tratta di operazioni solamente di produzione di migliorie fisiche e materiali agli edifici, ma anche di consulenza, assistenza e supporto tecnico. I servizi più frequentemente forniti riguardano la gestione dei rapporti amministrativi con gli Enti del settore, per l'ottenimento di qualifiche, titoli ed incentivi (35,3% delle aziende hanno evidenziato la necessità di essere affiancate per pratiche di questo tipo); la diagnosi energetica (28,4%); gli EPC (27,6%).

Grafico 5.3.2 Tipologie di servizi di efficientamento energetico.

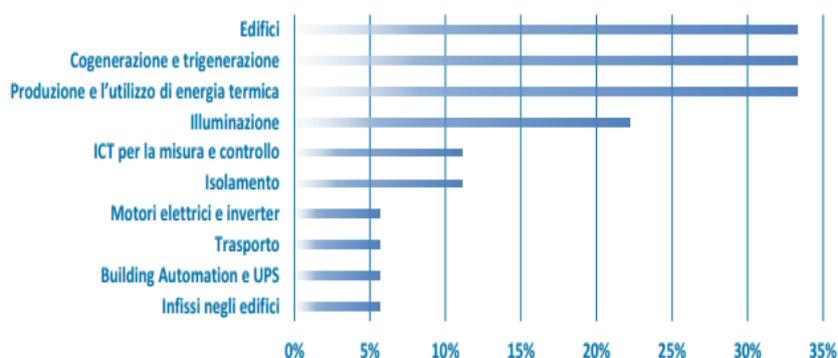


Fonte: il Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica è stato curato dall'Unità Tecnica Efficienza Energetica dell'ENEA sulla base delle informazioni e dei dati disponibili al 30 aprile 2015, "RAEE: Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica", 2015; pagg. 134-150. <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

All'interno delle diverse aree del settore dell'efficienze energetica, le divisioni di tipo ESCo sviluppano maggiormente le attività e le tecnologie per la produzione e l'utilizzo di energia termica, i sistemi di cogenerazione e trigenerazione e gli edifici (anche attraverso pratiche di bioedilizia).

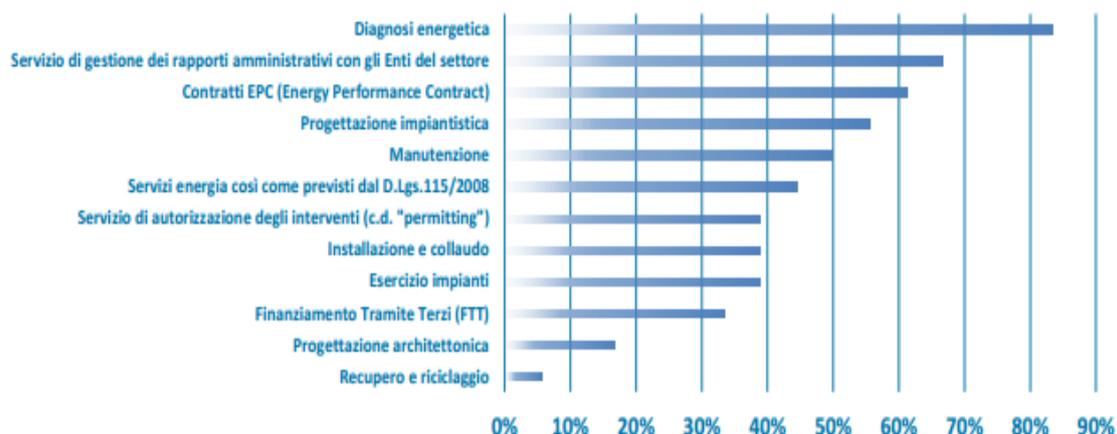
Per quanto riguarda le attività vere e proprie, quella di cui si occupa maggiormente la gran parte delle ESCo è la diagnosi energetica, che è il servizio principe dell'offerta di questa tipologia di business. Anche per le ESCo i settori trainanti del fatturato sono quelli residenziale, commerciale e terziario, da cui proviene circa il 76,7% del fatturato complessivo; il restante, salvo una fetta trascurabile derivante dal settore agricolo, giunge dal settore industriale (23,2%).

Grafico 5.3.3 Distribuzione delle divisioni ESCo per area principale di intervento. Dati 2015.



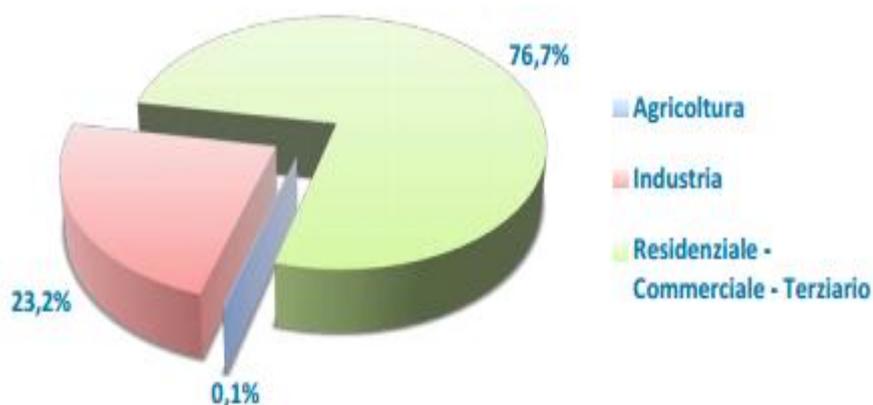
Fonte: il Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica è stato curato dall'Unità Tecnica Efficienza Energetica dell'ENEA sulla base delle informazioni e dei dati disponibili al 30 aprile 2015, "RAEE: Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica", 2015; pagg. 134-150. <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

Grafico 5.3.4 Tipologie di attività principali svolte dalle divisioni ESCo. Dati 2015.



Fonte: il Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica è stato curato dall'Unità Tecnica Efficienza Energetica dell'ENEA sulla base delle informazioni e dei dati disponibili al 30 aprile 2015, "RAEE: Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica", 2015; pagg. 134-150. <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

Grafico 5.3.5 Fatturato delle divisioni ESCo diviso per settore di appartenenza dei clienti nell'ambito del settore dei servizi energetici. Dati 2015.



Fonte: il Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica è stato curato dall'Unità Tecnica Efficienza Energetica dell'ENEA sulla base delle informazioni e dei dati disponibili al 30 aprile 2015, "RAEE: Rapporto Annuale sull'Efficienza Energetica", 2015; pagg. 134-150. <http://www.enea.it/it/pubblicazioni/pdf-volumi/raee-2015.pdf>.

Inoltre, come già accennato in precedenza, EDILVI SpA possiede il brevetto "Casa Smart Plus", ottenuto grazie alla capacità dell'azienda di realizzare edifici a energia quasi zero, definiti nella Direttiva Europea 2010/31/UE come edifici " *ad altissima prestazione energetica, [...] aventi un fabbisogno molto basso o quasi nullo che dovrebbe essere coperta in misura molto significativa da energia da fonti rinnovabili, compresa l'energia da fonti rinnovabili prodotta in loco o nelle*

*vicinanze*²⁷⁰. Il brevetto consente di progettare edifici in grado di massimizzare l'efficienza degli scambi energetici tra edificio e ambiente naturale circostante, ricavandone anche un notevole risparmio economico (mediamente oltre il 20% già dal primo anno).

5.4 Le agevolazioni fiscali per il risparmio energetico.

Per quanto riguarda il tema dell'energia, questo paragrafo si rifà alle informazioni comunicate dall'Agenzia delle Entrate italiana relativamente alla Legge di Stabilità del 2016 (i dati sono aggiornati a marzo 2016), nel Rapporto sulle Agevolazioni Fiscali per il Risparmio Energetico²⁷¹.

Lo studio relativo alle tematiche sensibili per il progetto CROWD21 ha avuto luogo durante il primo semestre del 2016, motivo per cui il riferimento normativo per l'analisi dei benefici fiscali è appunto la Legge di Stabilità del 2016. È consigliabile dunque all'azienda, l'aggiornamento dei dati riportati sul sito, con riferimento alla nuova legge di Stabilità del 2017, qualora dovessero avvenire modificazioni nel contesto del progetto; analogamente ai lettori di questo elaborato si ricorda che i dati riportati sono aggiornati al 2016.

L'agevolazione fiscale consiste in detrazioni dall'Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche, o dall'Imposta sul Reddito delle Società ed è riconosciuta quando vengono eseguiti interventi che aumentano il livello di efficienza energetica degli immobili esistenti; in particolare nei casi in cui le spese sostenute riguardano: la riduzione del fabbisogno energetico per il riscaldamento, il miglioramento termico dell'edificio, l'installazione di pannelli solari, la sostituzione degli impianti di climatizzazione invernale. Le detrazioni vanno ripartite in dieci rate annuali di pari importo; nell'ambito del progetto sono riconosciute in misura del 65% delle spese sostenute fino al 31 dicembre 2016, sia per interventi su singole unità immobiliari, sia su parti comuni di edifici condominiali. Inoltre per le spese sostenute dal 1 gennaio 2015 al 31 dicembre 2016, l'agevolazione è prevista anche per l'acquisto e la posa in

²⁷⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32010L0031&from=IT>; si vedano in particolare gli articoli 2 e 9.

²⁷¹ Legge n°208 del 28 dicembre 2015; pubblicata nella Gazzetta Ufficiale il 30 dicembre 2015 e conosciuta come Legge di Stabilità del 2016. Si veda in particolare l'articolo 1.
<http://www.altalex.com/documents/leggi/2015/10/15/legge-di-stabilita-2016>;
http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Agenzia/Agenzia+comunica/Prodotti+editoriali/Guide+Fiscali/Agenzia+informa/pdf+guide+agenzia+informa/Guida_Agevolazioni_Risparmio_energetico.pdf.

opera delle schermature solari e degli impianti di climatizzazione alimentati da biomasse combustibili²⁷².

La condizione necessaria per beneficiare della detrazione è che gli interventi siano eseguiti su unità immobiliari, edifici o parti di essi, esistenti (bisogna infatti fornire documentazione adeguata, che provi l'esistenza dell'immobile) qualunque sia la loro categoria catastale. Non sono dunque agevolabili le spese effettuate su immobili in corso di costruzione, mentre sono agevolabili le spese per la ristrutturazione, in termini energetici, di immobili al grezzo.

Tutti i contribuenti residenti e non residenti, anche se titolari di reddito d'impresa, possono usufruire della detrazione se possiedono, a qualsiasi titolo, l'immobile oggetto di intervento.

Tabella 5.4.1. Detrazione massima ottenibile per tipologia di intervento effettuato.

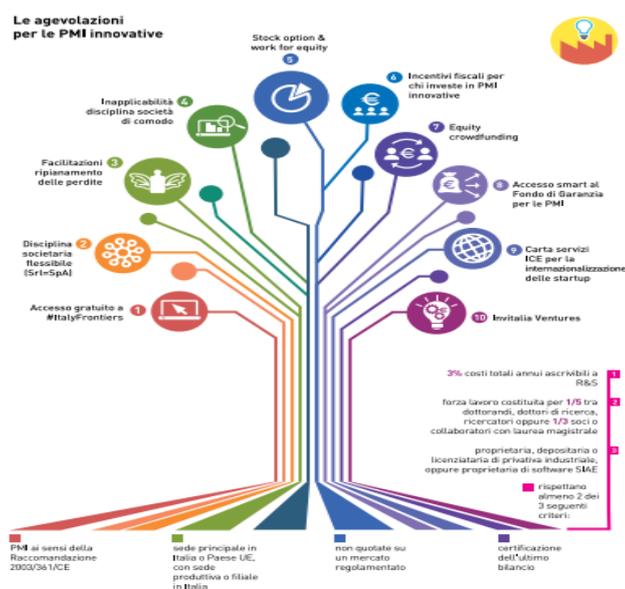
TIPO DI INTERVENTO	DETRAZIONE MASSIMA
Riqualificazione energetica edifici esistenti.	100.000€
Involucro edifici compresi gli infissi, su edifici esistenti.	60.000€
Installazione pannelli solari	60.000€
Sostituzione degli impianti climatizzanti invernali	30.000€
Acquisto e posa in opera delle schermature solari	60.000€
Acquisto e posa in opera di impianti di climatizzazione dotati di generatori alimentati da biomasse combustibili	30.000€

A partire dal 2012, il Governo italiano ha cercato di favorire la nascita e la crescita delle imprese innovative, specialmente quelle ad alto valore tecnologico, attraverso una normativa organica *ad hoc*. Ovviamente, trattandosi di un settore enormemente vario e dinamico, dopo la stesura del già citato Decreto Legge

²⁷² Agenzia delle Entrate, "Guida alle Agevolazioni Fiscali per il Risparmio Energetico", marzo 2016; pagg. 4-17. http://www.agenziaentrate.gov.it/wps/file/Nsilib/Nsi/Agenzia/Agenzia+comunica/Prodotti+editoriali/Guide+Fiscali/Agenzia+informa/pdf+guide+agenzia+informa/Guida_Agevolazioni_Risparmio_energetico.pdf.

179/2012²⁷³, noto anche come “*Decreto Crescita 2.0*”, convertito dalla Legge 221/2012, vi sono stati molteplici passaggi di potenziamento attraverso ulteriori e successivi interventi normativi, che hanno ampliato e migliorato l’offerta di strumenti agevolativi e le misure di sostegno previste dal “*Decreto Crescita 2.0*”. Inoltre, altre misure non riconducibili direttamente al Decreto hanno contribuito a potenziare il quadro normativo a sostegno dell’imprenditorialità innovativa.

Il Decreto Legge 3/2015²⁷⁴ o “*Investment Compact*” è il riferimento normativo più interessante in relazione a questo progetto; infatti a tutte le PMI innovative, cioè che operano nel campo dell’innovazione tecnologica (a prescindere dalla loro data di costituzione, livello di maturazione e oggetto sociale), sono state estese molte misure previste per le start up innovative, come evidenziato dalla figura estrapolata dalla “*Guida alle Agevolazioni per le Start up e le PMI Innovative*” pubblicata dal Ministero delle Sviluppo Economico²⁷⁵.



Sono previsti degli incentivi fiscali in favore di chi investe nel capitale sociale delle PMI innovative: nel caso in cui l’investitore sia una persona fisica, le agevolazioni si traducono in una detrazione Irpef del 19% dell’investimento, fino ad un massimo di 95.000 euro annui, per contributi fino a 500.000 euro, mentre se l’investitore è una persona giuridica il beneficio è pari ad una detrazione Ires del 20%, con un tetto

²⁷³ http://www.economyup.it/upload/images/03_2016/160316113012.pdf.

²⁷⁴ <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2015/03/25/15A02336/sg>.

²⁷⁵ Ministero dello Sviluppo Economico Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le PMI in collaborazione con Invitalia, Agenzia Nazionale per l’Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d’Impresa S.p.A., “*Guida alle Agevolazioni per le Start up e le PMI Innovative*”, 2015. file:///C:/Users/PC/Downloads/19006920EasitalyGUIDA_AG.pdf.

massimo di 99.000 euro all'anno, per investimenti fino a 1,8 milioni di euro; gli incentivi sono validi sia che l'investimento venga effettuato in modo diretto, sia indiretto, tramite OICR e altre istituzioni che investono prevalentemente in start up e PMI innovative; inoltre il beneficio fiscale è maggiore nel caso in cui l'investimento riguardi lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico: la detrazione Irpef infatti è pari al 25% e la deduzione dall'imponibile Ires è pari al 27%.

Il Decreto Legge “*Investment Compact*” ha rafforzato anche la disciplina dell'Equity Crowdfunding, introdotto dalla Consob nel 2013 mediante specifico Regolamento; tre sono le novità più importanti che sono state introdotte: la possibilità di utilizzare questo strumento è aperta anche alle PMI e non è più prerogativa esclusiva delle sole start up; così anche per gli OICR e le società di capitali che investono prevalentemente in start up e PMI innovative; questa evoluzione è particolarmente rilevante perché consente la diversificazione del portafoglio degli investimenti, con conseguente riduzione del rischio per tutti gli investitori. La terza novità riguarda la “*dematerializzazione del trasferimento delle quote di start up innovative e PMI innovative, [...] con conseguente riduzione degli oneri, in un'ottica di fluidificazione del mercato secondario*”²⁷⁶. L'Equity Crowdfunding è diventato dunque uno strumento più facile da utilizzare, che agevola la fruibilità delle procedure di raccolta dei capitali, riduce i costi e allarga la platea dei soggetti che possono apportare il loro contributo per finanziare i progetti di impresa innovativi.

Infine, viene riconosciuto l'accesso semplificato al Fondo Garanzia per le PMI²⁷⁷, istituito presso il Ministero dello Sviluppo Economico, la cui finalità è quella di favorire l'accesso, appunto, alle fonti finanziarie, ovvero ai prestiti, mediante la concessione di una garanzia pubblica, che si affianca e spesso si sostituisce, alle garanzie reali portate dalle imprese. La garanzia viene offerta gratuitamente e copre fino all'80% del credito erogato da istituzioni bancarie alle start up e alle PMI innovative, fino ad un importo massimo di 2,5 milioni di euro per ogni impresa. Grazie al Fondo ogni impresa può concretamente ottenere dei finanziamenti senza la prestazione ulteriori garanzie reali, come le polizze assicurative o le fidejussioni, sugli importi garantiti dal Fondo (l'offerta del quale è comunque una garanzia e non un contributo in denaro).

²⁷⁶http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Slide_PMI_innovative_sito_02_05_2016.pdf; slide 11.

²⁷⁷ <http://www.fondidigaranzia.it/impres.html>.

5.5 Lo stato del mercato immobiliare in Italia.

L'analisi condotta ai fini del progetto CROWD21, relativamente alla situazione del mercato italiano degli immobili destinati all'uso abitativo, si rifà agli studi congiunturali effettuati dalla Banca d'Italia, che a partire dal 2009, pubblica trimestralmente un rapporto che riporta i risultati di un'indagine di mercato che coinvolge un campione rappresentativo degli agenti immobiliari presenti sul territorio italiano. Collaborano alla stesura del “*Supplemento al Bollettino Statistico*” anche Tecnoborsa, l'Organizzazione del Sistema delle Camere di Commercio per lo Sviluppo e la Regolazione dell'Economia Immobiliare²⁷⁸, e l'Agenzia delle Entrate.

I dati riportati fanno riferimento al sondaggio di aprile 2016, n°25, condotto durante il primo trimestre dello stesso anno e pubblicato in data 20 maggio 2016; ad esso hanno partecipato 1004 agenzie immobiliari, operanti nel settore della mediazione su beni di terzi, fornendo informazioni sull'andamento delle compravendite e delle locazioni e sulle quotazioni del trimestre, e opinioni sulle prospettive a breve termine. La Banca D'Italia riporta: “*Nel primo trimestre del 2016 è proseguito il miglioramento del mercato immobiliare. La percentuale di operatori che hanno venduto almeno un'abitazione è cresciuta, in connessione con le più favorevoli condizioni della domanda. La quota di chi segnala un calo dei prezzi di vendita si è ancora ridotta e, sulla base delle attese rilevate dall'indagine, continuerebbe a contrarsi anche nel secondo trimestre dell'anno. Si conferma l'ottimismo degli agenti sull'evoluzione a breve termine del proprio mercato locale e sulle prospettive del mercato nazionale nel prossimo biennio*”. Secondo l'indagine, il 44,8% degli operatori hanno percepito un calo dei prezzi di vendita rispetto al 59,3% dello stesso trimestre del 2015; il miglioramento riflette principalmente gli andamenti riscontrati nelle aree urbane italiane ed in particolare del Nord Est, dove l'incidenza dei giudizi di diminuzione dei prezzi si è collocata al 27,6%.

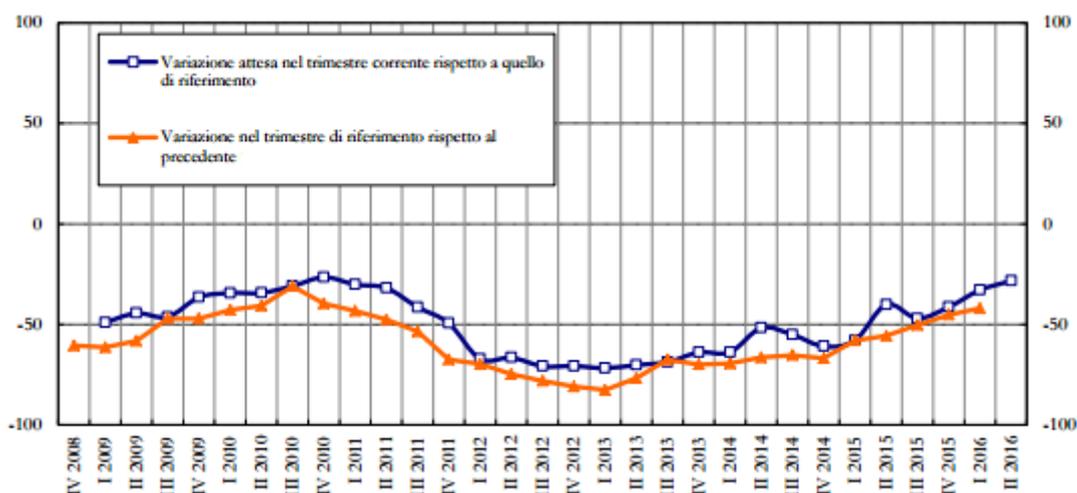
²⁷⁸ <http://www.tecnoborsa.it/>.

Tavola 5.5.1 Giudizi sui prezzi di vendita. Dati percentuali forniti dalle agenzie nel primo trimestre 2016.

	Andamento rispetto al periodo precedente		
	in diminuzione	stabile	in aumento
Ripartizione geografica			
Nord Ovest.....	45,5	51,0	3,5
di cui: aree urbane	43,9	52,2	3,9
aree non urbane.....	47,1	49,9	3,0
Nord Est	40,3	57,5	2,2
di cui: aree urbane	27,6	68,6	3,8
aree non urbane.....	43,9	54,4	1,8
Centro	45,1	51,1	3,8
di cui: aree urbane	39,3	57,6	3,0
aree non urbane.....	50,0	45,6	4,4
Sud e Isole.....	49,2	50,0	0,8
di cui: aree urbane	42,1	57,9	0,0
aree non urbane.....	51,0	48,0	0,9
Popolazione residente			
Aree urbane (>250 mila abitanti)	40,0	56,8	3,3
Aree non urbane (≤250 mila abitanti).....	47,5	49,9	2,5
Aree metropolitane (>500 mila abitanti)	42,0	54,6	3,4
Aree non metropolitane (≤500 mila abitanti).....	45,8	51,6	2,6
Totale	44,8	52,4	2,8
<i>per memoria:</i>			
Quarto trimestre 2015	46,4	52,3	1,2
Terzo trimestre 2015.....	51,5	47,3	1,2
Secondo trimestre 2015.....	56,4	42,7	0,8
Primo trimestre 2015.....	59,3	39,4	1,3

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016", n°25. 20 maggio 2016. Pag. 16. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_25_16.pdf.

Grafico 5.5.1 Giudizi sulle variazioni dei prezzi (saldo tra le quote di agenzie che esprimono rispettivamente aumento o diminuzione nel mercato in cui opera l'agenzia).



Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016", n°25. 20 maggio 2016. Pag. 13. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_25_16.pdf.

Il 79,9% degli agenti ha dichiarato di aver venduto almeno un'abitazione nel periodo di riferimento delle tre mensilità, confermando un trend di miglioramento della domanda che va avanti dal gennaio 2015; uno dei motivi segnalati sembra essere la minor difficoltà dei potenziali acquirenti di reperire le risorse finanziarie da destinare all'acquisto di un'abitazione, prevalentemente attraverso operazioni di mutuo ipotecario. Gli operatori hanno inoltre dichiarato di aver svolto attività di intermediazione prevalentemente per immobili di metrature superiori ad 80mq e fino a 140mq, abitabili e parzialmente da ristrutturare. Nel Nord Est cresce anche l'attenzione rispetto alle ristrutturazioni in chiave energetica, circa un quarto delle abitazioni acquistate sono classificate in classe A, B o C²⁷⁹.

Riguardo alle trattative e ai tempi di vendita, il margine medio di sconto sui prezzi di vendita rispetto alle richieste iniziali del venditore è leggermente sceso, al 13,8%; anche il tempo medio intercorso tra l'affidamento del mandato e la vendita dell'immobile si è ridotto a 8,6 mesi, rispetto ai 9,8 mesi dello stesso trimestre dell'anno precedente. La riduzione è dovuta soprattutto per effetto di una riduzione dei tempi medi di compravendita nel Nord Italia.

²⁷⁹ Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; *"Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Gennaio 2016"*, n°11. 19 febbraio 2016. Pag. 18 e 19.
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_11_16.pdf.

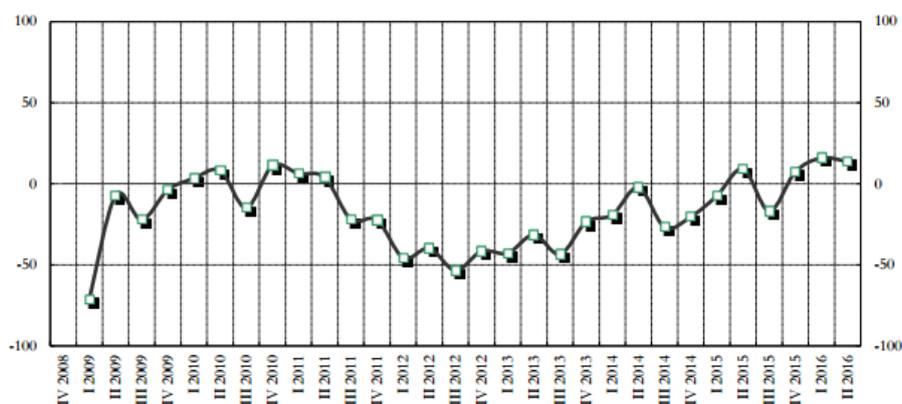
Tavola 5.5.2 Tempi di vendita in mesi. Dati espressi in valore percentuale riferiti al primo trimestre del 2016.

	Tempo tra affidamento dell'incarico e vendita (mesi)
Ripartizione geografica	
Nord Ovest	8,4
di cui: aree urbane	7,3
aree non urbane	9,4
Nord Est	8,8
di cui: aree urbane	8,3
aree non urbane	9,0
Centro	8,8
di cui: aree urbane	7,7
aree non urbane	9,6
Sud e Isole	8,6
di cui: aree urbane	6,7
aree non urbane	9,2
Popolazione residente	
Aree urbane (>250 mila abitanti)	7,5
Aree non urbane (≤250 mila abitanti).....	9,3
Aree metropolitane (>500 mila abitanti)	7,3
Aree non metropolitane (≤500 mila abitanti).....	9,1
Totale	8,6
<i>per memoria:</i>	
Quarto trimestre 2015	9,1
Terzo trimestre 2015.....	9,4
Secondo trimestre 2015.....	9,4
Primo trimestre 2015	9,8

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016", n°25. 20 maggio 2016. Pag. 21. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_25_16.pdf.

Gli agenti immobiliari hanno fornito aspettative favorevoli sulle tendenze del proprio mercato nel breve periodo: il saldo fra attese di miglioramento e di peggioramento nel trimestre in corso, e quello tra chi si attende un aumento di nuovi incarichi a vendere e chi ne prospetta una riduzione si mantengono positivi.

Grafico 5.5.2 Condizioni del mercato in cui operano le agenzie. Saldo tra le quote di agenzie che esprimono rispettivamente giudizi favorevoli o sfavorevoli sul mercato. Dati espressi in percentuale.



Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016", n°25. 20 maggio 2016. Pag. 13. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_25_16.pdf.

La quota di operatori che prevede una flessione dei prezzi nel trimestre in corso ha continuato a diminuire raggiungendo il 31,8%, a fronte del rialzo nei giudizi di stabilità; tale andamento è particolarmente accentuato nelle aree non urbane e nelle regioni del Nord Est e del Centro. Il saldo relativo alle attese di miglioramento e peggioramento sull'evoluzione del mercato nazionale, prospettiche per il secondo trimestre del 2016, è positivo, così come nel medio termine il miglioramento evidenzia l'ottimismo degli agenti.

Tavola 5.5.3 Attese relative al mercato immobiliare in Italia. Dati in percentuale; trimestre di riferimento: gennaio-marzo 2016; trimestre in corso: aprile-giugno 2016.

	Attese per il trimestre in corso rispetto a quello di riferimento			Attese nei prossimi due anni rispetto al trimestre di riferimento		
	peggiore	uguale	migliore	peggiore	uguale	migliore
Ripartizione geografica						
Nord Ovest	11,0	74,6	14,4	12,7	36,9	50,5
di cui: aree urbane	11,7	73,4	14,9	14,4	35,0	50,6
aree non urbane	10,3	75,8	14,0	11,2	38,5	50,4
Nord Est	8,2	72,3	19,5	8,2	36,2	55,6
di cui: aree urbane	8,4	75,2	16,5	8,6	36,6	54,8
aree non urbane	8,2	71,4	20,4	8,1	36,0	55,9
Centro	9,5	69,9	20,6	8,6	34,3	57,1
di cui: aree urbane	7,9	71,9	20,1	8,8	37,2	54,0
aree non urbane	10,9	68,1	21,0	8,5	31,7	59,8
Sud e Isole	6,4	71,6	22,0	7,2	24,9	67,9
di cui: aree urbane	5,0	72,2	22,8	4,2	18,2	77,5
aree non urbane	6,9	71,4	21,7	8,1	27,0	64,9
Popolazione residente						
Aree urbane (>250 mila abitanti)	9,4	73,0	17,6	10,8	34,2	55,0
Aree non urbane (≤250 mila abitanti).....	9,2	72,0	18,8	9,1	34,0	56,9
Aree metropolitane (>500 mila abitanti)	10,3	72,6	17,1	12,1	34,5	53,3
Aree non metropolitane (≤500 mila abitanti).....	8,8	72,3	18,9	8,8	33,8	57,4
Totale	9,2	72,4	18,4	9,8	34,0	56,2
<i>per memoria:</i>						
Quarto trimestre 2015	10,9	70,1	19,0	10,5	33,6	55,9
Terzo trimestre 2015.....	16,3	67,5	16,2	12,1	34,9	53,1
Secondo trimestre 2015.....	27,9	64,1	8,0	20,9	35,9	43,1
Primo trimestre 2015	16,4	69,9	13,7	16,2	33,3	50,6

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; "Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Aprile 2016", n°25. 20 maggio 2016. Pag. 25. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/sondaggio-abitazioni/2016-sondaggio-abitazioni/suppl_25_16.pdf.

5.6 L'ipotesi di pianificazione e l'evoluzione del progetto.

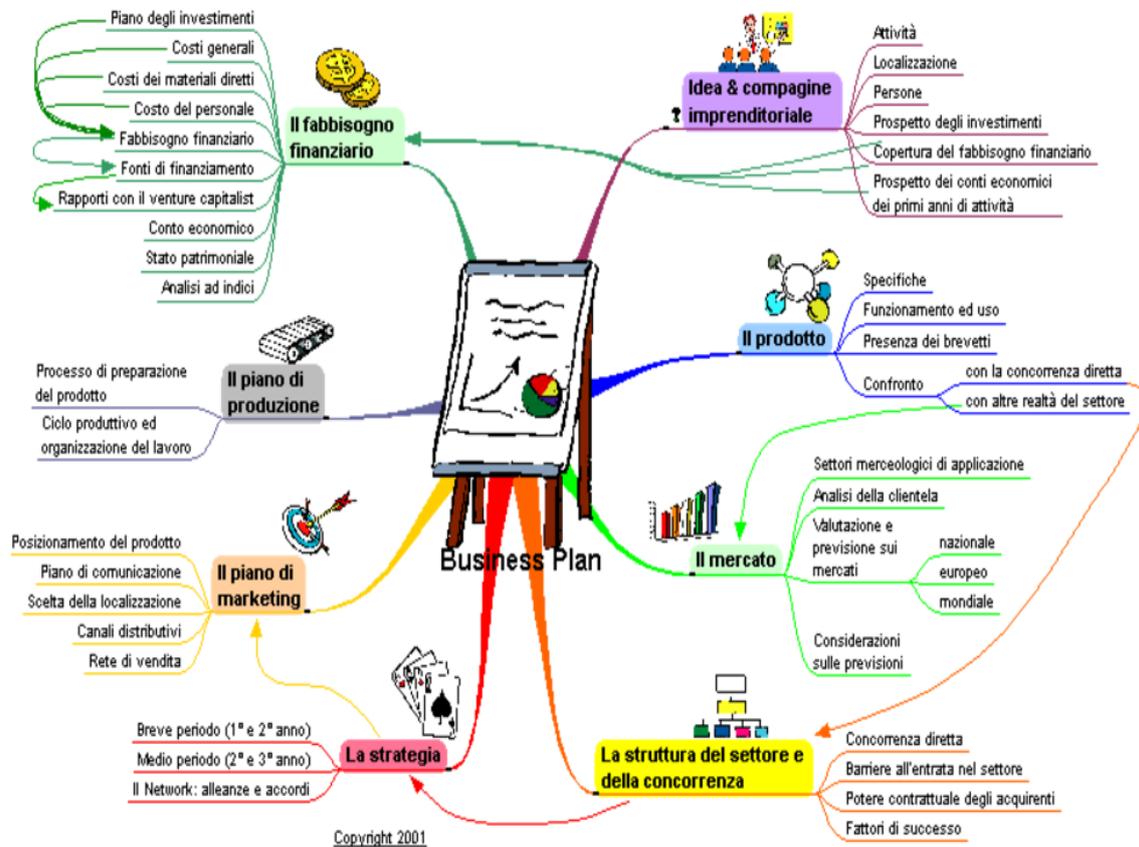
L'analisi svolta fino a questo punto funge da contesto per lo svolgimento delle varie fasi del progetto che prevedono la selezione di un immobile, destinato ad uso residenziale, acquistabile tramite offerta ad un'asta indetta da uno dei tribunali delle province di Treviso, Venezia, Padova e Belluno; la sua ristrutturazione ove l'immobile sia completo solo delle opere strutturali, e la sua riqualificazione energetica, attraverso l'utilizzo dei brevetti dell'azienda in conformità a tutte le norme nazionali in tema di sostenibilità ambientale; la valutazione dell'immobile ultimato e la definizione di un prezzo competitivo, a fronte dei benefici fiscali previsti per legge e delle opportunità di risparmio derivanti dalla qualità dell'edificio; la vendita e la redistribuzione degli utili agli azionisti/finanziatori del progetto.

La pianificazione è stata condotta in maniera tale da permettere la visualizzazione del progetto quanto più possibile nel suo complesso. L'obiettivo era quello di fornire uno schema chiaro di tutte le attività coinvolte nelle varie fasi del progetto e delle aree di interesse inerenti ad esse.

Questo schema funge da studio preventivo alla stesura del Business Plan, che costituisce il vero e proprio biglietto da visita dell'azienda nei confronti delle piattaforme; il Business Plan è necessario per l'esecuzione dell'analisi di fattibilità del progetto da parte delle piattaforme che intendano considerare l'idea imprenditoriale ai fini della pubblicazione, sia dal punto di vista tecnico-operativo, sia economico-finanziario; inoltre costituisce il documento più dettagliato e utile ad un potenziale finanziatore, interessato oltre alla validità del progetto, anche alla sua redditività, al piano di rientro dell'investimento, ad eventuali garanzie che possono essere fornite, eccetera. Infine, ma non meno importante, questo documento svolge per l'azienda una funzione di guida a supporto del progetto e anche uno strumento di controllo, monitoraggio e apporto di eventuali correzioni.

Un buon Business Plan dovrebbe essere redatto in maniera completa, sviluppando in modo organico tutti gli aspetti delle attività da svolgersi; comprensibile, con commenti che chiarifichino e confortino le scelte individuate; credibile, assicurando la possibilità di valutare il grado di rischio nel finanziamento all'impresa; e coerente, con l'individuazione dei fattori che allineano le scelte individuate con l'attività di impresa. Premesso ciò, lo strumento utilizzato in previsione della stesura del Business Plan è una mappa mentale, ossia una forma di rappresentazione grafica in grado di realizzare attraverso meccanismi associativi, integrativi e di ricombinazione dinamica, la formulazione di un progetto e la definizione di una strategia per svilupparlo.

Il modello di mappa utilizzato è riportato nella figura sottostante. In azienda è stata utilizzata una riproduzione cartacea condivisa, utile come supporto visivo e di confronto per tutti i soggetti coinvolti nella realizzazione del progetto.



Fonte: http://www.scatolepensanti.it/mindmanager/mindmanager_download/galmap/gall01.htm.

Di seguito viene riportata una sintesi delle osservazioni e dei risultati ottenuti dal completamento della mappa, utilizzata, come una sorta di traccia, per un colloquio con il titolare di EDILVI Spa. Hanno partecipato all'intervista e quindi ad un primo completamento della mappa anche tutti i dipendenti aziendali che avranno un ruolo nel progetto, qualora venisse realizzato.

La schematizzazione seguente riporta le risposte elaborate dal titolare.

IDEA & COMPAGINE SOCIALE

- ➔ Attività principale: riqualificazione energetica degli immobili.
- ➔ Localizzazione: Comune di Treviso.
- ➔ Persone coinvolte: titolare dell'azienda; responsabile dell'ufficio amministrativo, cinque risorse del personale tecnico specifico, una risorsa del personale addetta alla contabilità; affiancamento da parte del personale di una ditta associata ad EDILVI SpA per la messa in atto del cantiere e delle opere in numero di quattro.
- ➔ Copertura del fabbisogno finanziario: garantito dal capitale sociale dell'azienda. Richiesta di capitale per il progetto: target 300.000 euro.
- ➔ Investimento: 300.000 euro complessivi per la realizzazione di un'abitazione a zero impatto energetico.

IL FABBISOGNO FINANZIARIO

- ➔ Costi diretti: costi di acquisto e istruttoria; costo della piattaforma; del costi del personale; costi dei materiali; costi di gestione dei rischi e degli imprevisti.
- ➔ Costi indiretti: costi di manodopera; costi di comunicazione e pubblicità;
- ➔ Fabbisogno finanziario: 300.000 euro da raccogliere mediante sottoscrizione di strumenti partecipativi assimilabili ad azioni.
- ➔ Fonti di finanziamento: Equity Crowdfunding; limite minimo della quota di partecipazione previsto di 500 euro. Eventuale autofinanziamento iniziale dell'azienda per il 15% dell'importo target.

IL PRODOTTO

- ➔ Uso: realizzazione di un immobile ad uso residenziale pronto ad accogliere degli inquilini.
- ➔ Specifica: abitazione ecocompatibile ed ecosostenibile ad energia quasi zero, riqualificata completamente dal punto di vista energetico.
- ➔ Brevetti: utilizzo del brevetto Casa Smart Plus di proprietà dell'azienda.

- ➔ Interventi: sulla struttura e l'involucro; sull'impiantistica elettrica, idraulica e di riscaldamento interna ed esterna; sull'architettura; sui serramenti; sulle forniture di elettrodomestici.

IL PIANO DI PRODUZIONE

- ➔ *Deadline*: per la raccolta fondi l'azienda vorrebbe disporre dello spazio sulla piattaforma per almeno 60 giorni; più probabilmente la piattaforma che pubblicherà il progetto propenderà per una *deadline* più breve (il dato medio relativo alle piattaforme Equity-based è di 40 giorni al massimo).
- ➔ *Durata*: minima del ciclo produttivo compresa la vendita 24 mesi in considerazione dei tempi medi di vendita del prodotto finito nel territorio.
- ➔ *Avvio e svolgimento*: una volta raggiunto il finanziamento target il progetto può essere avviato; il monitoraggio delle aste in essere verrà condotto simultaneamente alla raccolta fondi; lo sviluppo del progetto è gestito internamente all'azienda in ogni sua fase operativa, questo consente una certa dinamicità nella produzione dell'immobile finito.

IL MERCATO

- ➔ *Analisi di mercato*: in quanto PMI locale, il mercato di riferimento per testare questo progetto è la regione veneto; vi sono leggeri segnali di ripresa nel mercato immobiliare, ma soprattutto vi sono crescenti interessi riguardo gli investimenti che permetterebbero una sua più dinamica ripresa.
- ➔ *Settori coinvolti*: edile; energetico; meccanico di impiantistica e costruzioni; elettronico di consumo.
- ➔ *Valutazione sui mercati*: la possibilità di ampliare il raggio di azione dell'azienda mediante la replicazione di progetti simili a questo è sicuramente un'opportunità notevole, dato il suo profilo innovativo; la prospettiva di accedere ad un mercato più ampio è concreta, ma avverrà probabilmente in modo molto graduale verso aree geograficamente limitrofe a quelle di interesse per il progetto. EDILVI SpA punta ad essere riconosciuta come esempio per altre realtà imprenditoriali e di sviluppare con esse nuove partnership, o accordi di affiancamento integrato.

- ➔ Previsioni: l'azienda si aspetta uno scenario stabile per quanto riguarda i prezzi degli immobili; mentre è prevista con una certa sicurezza la crescita di attenzione rispetto agli interventi di riqualificazione energetica degli edifici soprattutto dal punto di vista dell'utilizzo di fonti rinnovabili di energia.

LA STRUTTURA DEL SETTORE E DELLA CONCORRENZA

- ➔ Concorrenza diretta: attualmente la concorrenza diretta appare particolarmente debole; i motivi sono riconducibili alla crisi del settore edilizio che ha impattato in maniera pesante sulle piccole imprese artigiane locali che fino ad un decennio fa costituivano i principali concorrenti dell'azienda. Cresce invece rapidamente la concorrenza nel settore energetico, soprattutto per quello che riguarda l'impiantistica esterna (come ad esempio i pannelli fotovoltaici). I concorrenti più aggressivi sono imprese di dimensioni medio grandi che però non appartengono al territorio locale.
- ➔ Barriere all'entrata: ovviamente la barriera all'entrata più rilevante è costituita dalla potenziale diffidenza nei confronti dello strumento con cui si intende realizzare il progetto. L'Equity Crowdfunding infatti è un modello di finanziamento ancora sconosciuto ai più per cui l'azienda dovrà puntare ad utilizzare la sua immagine e la sua reputazione come filtro per trasmettere la fiducia anche nei confronti della tipologia di strumento di finanziamento.
- ➔ Fattori di successo: la leva che l'azienda vuole utilizzare è legata ai fattori di risparmio derivanti dall'acquisto dell'immobile realizzato attraverso questo progetto. Si tratta di un risparmio concreto dal punto di vista finanziario, per quanto riguarda l'investimento iniziale, economico poiché permette una riduzione dei costi delle utenze permanente e anche fiscale. Vi è poi l'accento sulla sensibilità nei confronti del tema ambientale.

IL PIANO DI MARKETING

- ➔ Posizionamento: il target ideali di clienti sono le giovani famiglie e le giovani coppie; il prodotto che l'azienda prevede di offrire loro è una dimora moderna, attuale, altamente personalizzabile e sostenibile; l'immobile presenta uno standard qualitativo elevato, ma coerente con il prezzo di vendita poiché si è

provveduto a reperire l'investimento in maniera alternativa, caratterizzabile attraverso gli stessi attributi del prodotto.

- ➔ Piano di comunicazione: l'azienda ha avviato una campagna di pre-marketing sulla *home page* del proprio sito aziendale; i prossimi passaggi saranno la realizzazione di un breve video esplicativo e di una videointervista al titolare dell'azienda da pubblicare sul sito aziendale e sulle rispettive pagine Facebook e Twitter.
- ➔ Canali distributivi: il sito aziendale contiene un portale dedicato alle offerte immobiliari; per questo progetto è prevista un'ulteriore apposita estensione nel quale sponsorizzare il progetto CROWD21 e monitorarne lo sviluppo, durante la fase di raccolta e successivamente fino alla realizzazione.
- ➔ Rete di vendita: EDILVI SpA è l'unico referente per i committenti.

LA STRATEGIA

- ➔ Breve periodo (1° e 2° anno): la realizzazione del progetto prevede una durata di 24 mesi complessivi; i tempi sono volutamente lunghi in considerazione del fatto che l'immobile acquistato potrebbe essere composto di più unità abitative, o potrebbe essere reso tale durante la ristrutturazione. Un altro motivo è che qualora il progetto venisse realizzato con successo entro i tempi stabiliti, o vi fossero reali motivi per prevedere tale successo (ad esempio potrebbero manifestarsi interessi da parte di potenziali acquirenti dell'immobile prima del suo completamento) la stessa compagine sociale potrebbe esprimere la volontà di finanziare un ulteriore ciclo produttivo contemporaneamente a quello in atto; verrebbero a crearsi delle sinergie che porterebbero ad un ulteriore vantaggio di costo.
- ➔ Medio periodo (2° e 3° anno): scaduto il termine del secondo anno, verrà demandato agli azionisti un parere sul futuro del progetto. Gli scenari possibili potrebbero prevedere la conclusione del ciclo produttivo e la liquidazione delle quote di partecipazione; il prosieguo dell'attività e la sua replicazione; e la creazione di un nuovo progetto indipendente.



→ Network: come già evidenziato nel medio lungo termine l'azienda mira ad ampliare la sua rete di contatti e a rafforzare la sua immagine soprattutto con l'obiettivo di poter trovare nuovi sbocchi oltre il mercato locale; realizzare delle partnership con business complementari permetterebbe ad EDILVI SpA di sviluppare ulteriormente le proprie capacità interne e di rendere più visibili i profili specifici del suo *core business* mantenendo sempre l'elemento di confronto reciproco con altre realtà aziendali.

Riflessioni conclusive.

Il Crowdfunding è uno strumento ricco di potenzialità per coloro i quali vogliono contribuire, attraverso la collaborazione, alla creazione di opportunità di crescita, di innovazione, di cambiamento che possano implementare il benessere di una collettività. I dati analizzati hanno evidenziato come il nostro Paese stia tentando un approccio serio e profondo nei confronti di un fenomeno che in altri contesti sta guidando, in maniera significativa, la crescita e il rafforzamento dei tessuti industriali; le start up in Italia aumentano la loro presenza, nei vari settori produttivi, in maniera significativa ogni anno, accomunate dalla necessità di capitale per il superamento della fase di *early stage* e il posizionamento nel mercato di riferimento. Gli investitori, professionali, ma soprattutto individuali, cominciano a dimostrare interesse per il Crowdfunding, in particolare rispetto al modello Equity-based, che attrae ad oggi fonti di finanziamento tradizionalmente non destinate alla circolazione, nello specifico, i risparmi. Nonostante la scarsa, spesso quasi assente, propensione al rischio, atteggiamento prevalente nel nostro Paese, la ricerca di una qualche forma di rendimento ha permesso alle forme e ai modelli di Crowdfunding di crescere lentamente e di auto-referenziarsi in un certo senso, rappresentando un'opzione di investimento potenzialmente redditizia anche per piccole somme, rispetto alle istituzioni classiche che offrono in questo momento storico investimenti a rendimento zero, o quasi zero.

Le recenti riforme normative in merito, hanno inoltre definito in maniera univoca e qualificato lo strumento dell'Equity Crowdfunding agli occhi del mercato, degli investitori e delle aziende già posizionate; la nuova legislazione inoltre ha ampliato la possibilità di accesso all'utilizzo dello strumento ad una platea di realtà imprenditoriali di nuova generazione che rappresentano il futuro del sistema economico italiano e la leva per il sostegno al suo sviluppo, anche dai punti di vista dell'allineamento e dei livelli concorrenziali rispetto agli altri stati membri dell'Unione Europea.

Molte campagne di raccolta tramite Crowdfunding, con particolare riferimento al modello Equity-based, si sono focalizzate su tematiche sensibili per una certa *community*, su problematiche la cui soluzione può essere percepita come un aumento del benessere di una collettività, anche al di là degli aspetti economici e finanziari. L'acquisto di una partecipazione in un'impresa, anche se "simbolica", viene considerata

oltre che come una possibilità di ottenere dei rendimenti aggiuntivi, anche per la sua accezione etica rispetto al business principale cui l'azienda si dedica.

In quest'ottica ha una rilevanza strategica il tema della sostenibilità ambientale alla base del progetto CROWD21, il quale si pone, appunto, il duplice obiettivo di assicurare un profitto agli investitori, in seguito alla vendita degli immobili riqualificati; ma, soprattutto, di garantire la tutela del territorio, apportando dei miglioramenti delle condizioni di vita della comunità locale. Lo strumento dell'Equity Crowdfunding è stato scelto perché ritenuto in grado di rendere visibilità al progetto, per le sue caratteristiche innovative coerenti con il profilo dell'azienda promotrice, per la sua convenienza, stando a quanto evidenziato dai dati, rispetto ai tassi di crescita del fenomeno e di successo dei progetti nell'ultimo quinquennio, e per la fiducia dell'azienda stessa rispetto alla possibilità di entrare a far parte di un nuovo paradigma di crescita all'interno di un settore critico, come quello immobiliare, grazie all'utilizzo di uno strumento per il quale (forse) l'ostacolo principale da superare è la diffidenza degli individui, relativamente alla forza della collaborazione.

Due delle piattaforme, menzionate al Capitolo V, hanno preso in carico l'analisi e la verifica del progetto proposto dall'azienda; la speranza è quella di perfezionare il prototipo progettuale con l'aiuto e il supporto di un gestore specializzato; grazie all'analisi effettuata è stato possibile descrivere il contesto di inserimento dell'eventuale progetto, nonché un potenziale scenario prospettico. L'accompagnamento, da parte di una piattaforma, nella fase di promozione della proposta sarà fondamentale, specialmente per quello che riguarda la comunicazione, e, a mio parere, determinante per la realizzazione e il successo di questo progetto.

Bibliografia

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea, "*Directive 2007/64/EC of the European Parliament and of the Council on payment services in the internal market*"; nota anche come "*Direttiva Europea sui Servizi di Pagamento*", 2007.

Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano "*Il Crowdfunding in Italia. Un completo report, una mappatura delle piattaforme italiane e un'analisi dei trend emergenti*" Crowdfunding report 2015; ricerca condotta e coordinata dalla professoressa Pais Ivana, con il contributo di TIM in qualità di sponsor del progetto ed il supporto tecnico di Starteed.

Divisione tutela del Consumatore (Ufficio Relazioni con il Pubblico), Regolamento Consob n°18592, "*Regolamento sulla raccolta dei capitali di rischio tramite portali on-line*". Adottato con delibera n°18592 del 26 giugno 2013.

Agenzia delle Entrate, "*Guida alle Agevolazioni Fiscali per il Risparmio Energetico*", marzo 2016.

Akamai Technologies Inc, Report "*State of the Internet*", 2016.

Greenspan Alan, "*The Challenge of Central Banking in a Democratic Society*" discorso presso l'American Enterprise Institute, 1996.

Laudonio Aldo, "*La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*", Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale, giugno 2014.

Bollettinari Alessandro, "*Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*", Il Nuovo Diritto delle Società 2 (NDS)/2013.

Lerro Alessandro Maria, "*Lesson from Italy's Dive into Equity Crowdfunding*", aprile 2016; contenuto online per www.equities.com.

Ravanetti Alessandro, "*New Rules for Equity Crowdfunding in Italia*", marzo 2016; contenuto online per Crowd Valley News.

Darmanin Anna Maria, Presidente *dell'Internal Market Observatory*, Calvino Nadia, *Deputy Director General* del Direttorato Generale (DG) *Internal Market and Services*, interventi presso "*Crowdfunding: untapping its potential, reducing the risks*" Commissione Europea, Bruxelles, 3 giugno 2013.

Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Indagini Campionarie; “Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia. Gennaio 2016”, n°11. 19 febbraio 2016.

Obama Barak, “*Remark by the President at JOBS Act Bill Signing*”, Office of the Press Secretary, 5 aprile 2012.

Buczynski Beth, “*Sharing is Good: How to Save Money, Time and Resources Through Collaborative Consumption*”, New Society, 2013.

Zhang Brian, Collins Liam, Baeck Peter, “*Understanding Alternative Finance – the UK Alternative Finance Industry Report*”, Nesta and the University of Cambridge, 2014.

Zhang Brian, Baeck Peter, Ziegler Tania, Bone Jonathan & Garvey Kieran, “*Pushing Boundaries. The 2015 UK alternative finance industry report*”, Nesta and the University of Cambridge, febbraio 2016.

Bedino Claudio, Co-founder of @Starteed and @OvalMoney—Passionate about #Crowdfunding #Fintech and #DisruptiveFinance, “*Il Crowdfunding in Italia: tutti I numeri e le piattaforme. Una fotografia di quanto raccolto sulle piattaforme italiane al 2016 con qualche previsione per il 2017*”. Dati aggiornati a gennaio 2017. Pubblicato il 23 gennaio 2017.

Commissione Europea, Comunicato Stampa del 27 marzo 2014, “*La Commissione presenta il suo piano per soddisfare le esigenze di finanziamento a lungo termine dell’economia europea*”, Bruxelles, 2014.

Crowdfunding Buzz, “*Consob propone (finalmente) modifiche sostanziali al Regolamento dell’Equity Crowdfunding. Consob ha rilasciato la proposta di modifica al regolamento dell’Equity Crowdfunding recependo in buona parte le richieste emerse nel corso della consultazione pubblica*”; pubblicato su www.crowdfundingbuzz.it il 3 dicembre 2015.

Castrataro Daniela, Presidente di Italia Crowdfunding Network, in Prefazione a “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*” G. Giappichelli Editore, Torino. 2013.

Giudici Dario, co-fondatore e CEO di SiamoSoci, intervista “*L’esperienza di Siamo Soci*” a cura di Castrataro Daniela, Wright Tim, Bähr Imke, Frinolli Carlo in “*Crowdfuture. The Future of Crowdfunding*”. Gennaio 2013.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legge del 18 ottobre 2012, n°179, “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*”, deliberazione adottata nella riunione del 4 ottobre 2012.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legge del 22 giugno 2012, n°83, “*Misure urgenti per la crescita del Paese*”, deliberazione adottata nella riunione del 15 giugno 2012.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legge del 28 giugno 2013, n°76, “*Primi interventi urgenti per la promozione dell'occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul valore aggiunto (IVA) e altre misure finanziarie urgenti*”, deliberazione adottata nella riunione del 26 giugno 2013.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n°11, “*Attuazione della Direttiva 2007/64/CE*”, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, pubblicato in Gazzetta ufficiale il 13 febbraio 2010.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legislativo del 6 settembre 2011, n°159, “*Codice delle leggi antimafia e delle misure di prevenzione, nonché nuove disposizioni in materia di documentazione antimafia, a norma degli articoli 1 e 2 della legge 13 agosto 2010, n. 136*”, deliberazione adottata nella riunione del 3 agosto 2011.

Consiglio dei Ministri, Decreto legislativo del 1 settembre 1993, n°385, “*Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*”, deliberazione adottata nella riunione del 27 agosto 1993.

Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, Decreto Legislativo del 11 novembre 1998, n°469, “*Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale delle SIM, delle società di gestione del risparmio e delle SICAV e fissazione delle soglie rilevanti*”.

Consiglio dei Ministri, Decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n°58, “*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*”, deliberazione adottata nella riunione del 20 febbraio 1998.

Consiglio dei Ministri, Decreto Legislativo del 17 gennaio 2003, n°6, “*Riforma organica della disciplina delle società di capitale e società cooperative in attuazione della Legge Delega n°366 del 3 ottobre 2001*”. Capitolo 11, “*Della Società a Responsabilità Limitata*”, deliberazione adottata nella riunione del 30 settembre 2002.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea, Direttiva 2003/71/CE nota anche come “*Prospectus Directive*”.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea, Direttiva 2004/109/CE; nota come “*Direttiva sulla Trasparenza per gli Emittenti di Valori Mobiliari*”.

Parlamento Europeo e Consiglio dell'Unione Europea, Direttiva 2004/39/CE, nota anche come “*Prima Direttiva MiFID*” (*Markets in Financial Instruments Directive*).

Tapscott Don e D. Williams Anthony, “*Wikinomics: How Mass Collaboration Changes Everything*”, Portfolio, dicembre 2006.

Ofek Eli & Richardson Matthew, “*DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*,” Journal of Finance, American Finance Association, 2003; in National Bureau of Economic Research, 2001.

Mollick Ethan, “The dynamics of crowdfunding: An exploratory study”, Journal of Business Venturing. Pubblicato da Elsevier Inc., 13 agosto 2013.

Euronews, “*Il Commissario UE Michel Barnier: superare la crisi e aiutare consumatori e PMI con un mercato unico*” intervista online del 25 ottobre 2013.

Allegreni Fabio, “*Equity Crowdfunding in Italia: il 2016 anno della svolta? I risultati per ora non sono stati eclatanti, ma sta per entrare in vigore il nuovo regolamento Consob. Basterà? Forse, ma piattaforme, startup e governo hanno ancora molto da fare*”, Crowdfundingbuzz, sezione Equity Crowdfunding & Investors, 5 gennaio 2016.

Capriglione Francesco, “*Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*”, CEDAM Editore, Edizione III, 2012.

Kleemann Frank, Voß Gunter, Rieder Kerstin, “*Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing*”, Science, Technology & Innovation Studies, North America, luglio 2008.

Hardin Garrett James, “*The Tragedy of the Commons*”; Science, 13 dicembre 1968; American Association for the Advancement of Science.

Gilder George, “*Telecoms Explosion*”, Wall Street Journal, 19 febbraio 2001.

Ahlers Gerrit K.C., Cumming Douglas, Günther Christina, Schweizer Denis, “*Signaling in Equity Crowdfunding*”. Working Paper Series, 2013.

Loraschi Gian Carlo, “*La parabola della globalizzazione*”, Ideazione; rivista di cultura politica; edizione novembre-dicembre 2005: “*Ripensare l'Europa*”.

Giudici Giancarlo, Piva Evila e Rossi Lamastra Cristina, in qualità di direttori dell'Osservatorio Crowdfunding, con l'aiuto di La Bella Alessandro, Nosedo Edoardo e Viganò Stefano; hanno collaborato all'analisi di tematiche specifiche Maio Lorenzo e

Sironi Maurizio, Osservatorio Crowdfunding, “1° Report italiano sul Crowdfunding”, School of Management del Politecnico di Milano; giugno 2016.

Paglietti Gianmarco, “Una piattaforma per il rilascio di finanziamenti alle imprese: Borsa del Credito”, Consorzio Camerale per il credito e la finanza. Appunti n°61 ottobre 2015.

Di Gaspare Giuseppe, “Teoria e critica della globalizzazione finanziaria”, Wolters Kluwer Italia S.r.l. (2011).

Le Bon Gustave, “Psychologie des foules”, Edition Felix Alcan 1895.

HIS, Global Insight per NVCA, National Venture Capital Association of USA. Report del 2011.

Capelli Ilaria, “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”; V Convegno annuale dell’Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale”; 21-22 febbraio 2014.

Mr Barnier Michel, intervento presso “Crowdfunding: untapping its potential, reducing the risks”, Commissaire Europeen; Bruxelles, 3 giugno 2013.

Pais Ivana e Castrataro Daniela “Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding”; promosso dalla Italian Crowdfunding Network (ICN); 2013-2014.

Howe Jeff, “The Rise of Crowdsourcing”, Wired Online Magazine, 2006 .

Hemer Joachim, “A Snapshot on Crowdfunding”, Working Paper. Fraunhofer ISI; 2011.

Cassidy John, “Dot.con: The Greatest Story Ever Sold”, Harper Collins Publishers, 2002.

Harris Jonathan, “A Statue for America: The First 100 Years of the Statue of Liberty”, Four Wind Press, New York, 1985.

McKee Jordan, Analyst, jmckee@yankeegroup.com “Redefining Virtual Currency”, Yankee Group, maggio 2013.

Kelly Kevin, “New Rules for the New Economy”, Viking Penguin, 1998.

De Buysere Kristof, Gajda Oliver, Kleverlaan Ronald, Marom Dan, Klaes Matthias, “A Framework for European Crowdfunding”, 2012.

Camera dei Deputati e Senato della Repubblica Italiana, Legge 221/2012, conosciuta come “Decreto Crescita 2.0”; “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179, recante ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”; pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 17 dicembre 2012.

Camera dei Deputati e Senato della Repubblica Italiana, *Legge n°208 del 28 dicembre 2015*; pubblicata nella Gazzetta Ufficiale il 30 dicembre 2015 e conosciuta come “*Legge di Stabilità del 2016*” entrata in vigore il 1 gennaio 2016.

Gansky Lisa, “*The Mesh: Why the Future of Business is Sharing*” Portfolio/Penguin Books; 2010.

Mainieri Marta, “*Collaboriamo! Come i social media ci aiutano a lavorare e a vivere bene in tempo di crisi*”, Hoepli, febbraio 2013.

Mainieri Marta, “*Collaboriamo! Come i social media ci aiutano a lavorare e a vivere bene in tempo di crisi*”, Hoepli, febbraio 2013.

Massolution Group, “*Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms*”, Aprile 2013.

Di Lucchio Maurizio, “*Borsa del Credito: Analisi di bilancio e consulenza. Le banche pagano la commissione*”, Corriere della Sera sezione Finanza; 3 febbraio 2014.

Pinto Maurizio, “*L’equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal “Decreto Crescita*”, Opinioni, Diritto dei mercati finanziari, in “*Le Società*”, Assago, 2013.

Mendoza Castro, “*Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni - Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*”, Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, COM(2014) 172; (2014/C 451/11).

Ministero dello Sviluppo Economico Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le PMI in collaborazione con Invitalia, Agenzia Nazionale per l’Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d’Impresa S.p.A., “*Guida alle Agevolazioni per le Start up e le PMI Innovative*”, 2015.

NESTA, “*Banking on Each Other*”, 2013.

Hinz Oliver, Eckert Jurgen, Skiera Berndt, “*Drivers of the long tail phenomenon: an empirical analysis*”, Journal of Management Information Systems, Vol. 27 Issue 4, 2011.

Alvisi Paolo, “*Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*”, Rivista di Diritto Bancario, marzo 2014.

Sfameni Paolo e Giannelli andrea, “*Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*” Egea Editore, collana “*I Manuali*”, 2013.

Belleflamme Paul, Lambert Thomas, Schwienbacher Armin, “*Crowdfunding: Tapping the right crowd*”, Journal of Business Venturing, 2013.

Graham Paul, “*I first heard the phrase 'Web 2.0' in the name of the Web 2.0 conference in 2004*”; pubblicazione online, novembre 2005. www.paulgraham.com.

Botsman Rachel, Rogers Roo, “*What’s Mine Is Yours. The Rise Of Collaborative Consumption*” HarperCollinsPublishers, settembre 2010.

Botsman Rachel, Rogers Roo, “*What’s Mine Is Yours. The Rise Of Collaborative Consumption*” HarperCollinsPublishers, settembre 2010.

Consob, “*Regolamento CONSOB 11971, Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo n°58 del 24 febbraio 1998 concernente la disciplina degli emittenti*”, adottato con delibera del 14 maggio 1999.

Casaleggio Associati, Report n°10 “*E-Commerce in Italia. 2016*”, aprile 2016.

RetailMeNot - Centre for Retail Research, “*Online Retailing in Europe, the US and Canada 2015-2016. A Research Report for RetailMeNot Inc.*”, Centre for Retail Research Limited, Nottingham, gennaio 2015.

Human Highway ricerca per PayPal promossa con il Consorzio netcomm, “*NetRetail: il ruolo del digitale negli acquisti degli italiani*”, Report n°1 del 2016, marzo 2016.

Wardrop Robert, Zhang Bryan, Rau Raghavendra and Gray Mia , “*Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*”, University of Cambridge and EY, Wardour Drury House wardour.co.uk, febbraio 2015.

Wardrop Robert, Zhang Bryan, Ziegler Tania, Lui Alexis, Burton John, James Alexander, Garvey Kieran, “*Sustaining Momentum. The 2nd European Alternative Finance Industry Report*”. University of Cambridge in partnership con KPMG e CME GROUP FOUNDATION; settembre 2016.

Calugi Roberto, Morelli Valentina e Paglietti Gianmarco, “*I mini-bond. Istruzioni per l’uso*”. Per Borsa Italiana, 7 novembre 2014.

Caratozzolo Roberto, “*La disciplina italiana dell’equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*”. Rivista trimestrale di diritto dell’economia, rassegna di dottrina e giurisprudenza, numero 4 del 2013.

Bradford Steven C., “*Crowdfunding and the Federal Security Law*” ,in Columbia Business Law Review, University of Nebraska –Lincoln, 2012.

Munroe Tapan, “*Dot-com to Dot-bomb: Understanding the Dot-Com Boom, Bust and Resurgence*”, Moraga Press 2004.

O'Reilly Tim, "*Web 2.0: Compact definition*", O'Reilly Media, 1 ottobre 2005; traduzione da: <http://www.oreilly.com/radar/web2report.csp>.

O'Reilly Tim, "*What Is Web 2.0*", O'Reilly Network, conferenza del 30 settembre 2005; in www.oreilly.com/conferences/.

Piattelli Umberto, "*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*" G. Giapichelli Editore, Torino. 2013.

Maccari Valerio, "*Crowdfunding: il finanziamento arriva da internet*", La Repubblica, 2013.

Vita Bookazine #12, "*Smartika: il web che finanzia i tuoi progetti*". 18 giugno 2013.

Benkler Yochai, "*Coase's Penguin, or, Linux and the Nature of the Firm*"; Yale Law Journal, 12 marzo 2002.

Benkler Yochai, "*The Wealth of Networks: How Social Production Transforms Markets and Freedom*", Yale University Press, 3 aprile 2006.

Sitografia

<http://archive.wired.com>;
<http://blog.crowdfuture.net>;
<http://crowdfundingreport.telecomitalia.com>;
<http://digitalcommons.unl.edu>;
<http://ec.europa.eu>;
<http://eur-lex.europa.eu>;
<http://eurocrowd.org> (video);
<http://it.euronews.com>;
<http://perso.uclouvain.be>;
<http://pminnovative.registroimprese.it>;
<http://rachelbotsman.com>;
<http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>;
<http://rivistaodc.eu>;
<http://withyouwedo.telecomitalia.com>;
<http://www.crowdfunding.nl>;
<https://blog.starteed.com>;
<https://papers.ssrn.com>;
<https://pdfs.semanticscholar.org>;
<https://poseidon01.ssrn.com>;
<https://siamosoci.com>;
<https://socialmediaweek.org>;
www.abi.it;
www.affaritaliani.it;
www.agcom.it;
www.agenziaentrate.gov.it;
www.aicsweb.it;
www.akamai.com;
www.altalex.com;
www.altalex.com;
www.audiweb.it;
www.bancaditalia.it;
www.bancaditalia.it;
www.bankpedia.com;
www.borsadelcredito.it;
www.cii2.com;
www.commoon.it;
www.consob.it;
www.consorziocreditoefinanza.it;

www.corriere.it;
www.crowdfundingbuzz.it;
www.crowdfundingbuzz.it;
www.crowdfundingframework.eu;
www.crowdfundme.it/;
www.crowdfuture.net;
www.crowdinvest.com;
www.crowdsourcing.org;
www.diritto24.ilsole24ore.com;
www.dirittobancario.it;
www.dirittoprivatoinrete.it;
www.discovery.com;
www.dt.mef.gov.it;
www.ecodibergamo.it;
www.ecomill.it;
www.ecommerceforum.it;
www.economia.rai.it;
www.economist.com;
www.economyup.it;
www.economyup.it;
www.economyup.it;
www.eesc.europa.eu;
www.enea.it;
www.eppela.com;
www.equities.com;
www.escoedilvi.it;
www.eticanews.it;
www.europarl.europa.eu;
www.fasi.biz/it;
www.federalreserve.gov;
www.felicitapubblica.it;
www.fondazioneoic.eu;
www.fondidigaranzia.it;
www.forbes.com;
www.fundera.it;
www.funditaly.it/;
www.fundraisingschool.it;
www.gazzettaufficiale.it;
www.gazzettaufficiale.it;
www.globalpress.eu;

www.horizon2020news.it;
www.humanhighway.it;
www.ideazione.com;
www.ideegreen.it;
www.ilsole24ore.com;
www.investopedia.com;
www.iodono.com;
www.ipsoa.it;
www.istat.it;
www.italiancrowdfunding.org;
www.jbs.cam.ac.uk;
www.jstor.org;
www.labsus.org;
www.massolutions.com;
www.moneycrashers.com;
www.muumlab.it;
www.nber.org;
www.nesta.org;
www.notariato.it;
www.opicons.com;
www.oreilly.com;
www.osservatori.net;
www.osservatoriocrowdinvesting.it;
www.pmi.it;
www.prefettura.it;
www.prestiamoci.it/;
www.produzionidalbasso.com;
www.professionegiustizia.it;
www.repubblica.it;
www.researchgate.net;
www.retailmenot.com;
www.ribes.it;
www.rikrea.it;
www.scatolepensanti.it;
www.sec.gov/;
www.slideshare.net;
www.smartika.it;
www.smartstart.invitalia.it;
www.ssrn.com;
www.starsup.it;

www.starteed.com;
www.sviluppoeconomico.gov.it;
www.tecnoborsa.it;
www.thismarketerslife.it;
www.trendonline.com;
www.tuv.it;
www.unicaseed.it;
www.vita.it;
www.whitehouse.gov;
www.wikipedia.org;
www.windbusinessfactor.it;
www.wired.it;
www.yalelawjournal.org;
www2.deloitte.com

Ringraziamenti.

Un ringraziamento particolare va alla Professoressa Lorian Pelizzon, per l'aiuto, il supporto e la pazienza dedicatami nella stesura di questo lavoro; soprattutto la ringrazio per l'ispirazione che mi ha trasmesso e che mi ha fatta approcciare a questo fenomeno con un interesse davvero vivace tale da considerarlo una concreta opportunità perseguire e magari realizzare il mio obiettivo professionale futuro.

Ringrazio moltissimo anche il Professor Paolo Carlucci, per la sua disponibilità, per l'interesse che ha dimostrato nei confronti della mia tesi e per il lavoro che svolge quotidianamente con studenti e professionisti, di diffusione di conoscenze ed esperienze relative ai nuovi paradigmi finanziari, e di supporto tecnico e informativo per la realizzazione e la crescita di un nuovo tessuto imprenditoriale.

Ringrazio i miei genitori Walter e Silvia, mia sorella Linda e tutta la mia famiglia, che mi hanno supportata, ma soprattutto spronata e talvolta criticata non lasciando spazio al dubbio di non poter arrivare alla fine di questo percorso. Li ringrazio per la discrezione e la comprensione nel lasciarmi scegliere, sbagliare e correggermi; per gli esempi che mi hanno offerto e per la libertà di scegliere se seguirli.

Ringrazio la Dottoressa Chiara Costa per la fiducia e la stima, pienamente corrisposte, che ripone nei miei confronti e per la condivisione di quei pensieri ed esperienze alle quali da sola non mi sarei affacciata. La ringrazio per il suo altruismo.

Ringrazio gli amici e i colleghi che mi sono stati vicino festeggiando i miei successi e trovando il modo di festeggiare anche i miei fallimenti. Li ringrazio per tutti i consigli, per l'appoggio e la disponibilità, per l'affetto che mi trasmettono. Li ringrazio per la loro volontà e per l'impegno che mettono nell'affrontare la loro vita, fonti costanti di spunti e di motivazione personale. Tra loro ringrazio anche gli amici che ho conosciuto all'estero e che con me hanno condiviso esperienze meravigliose e di grande valore formativo.

Ringrazio anche Te che hai vissuto questi due anni al mio fianco.