

INTRODUZIONE

Il panorama imprenditoriale italiano è composto da circa 4 milioni di imprese e per il 95% sono di piccole e medie dimensioni (Pmi), risulta chiaro, quindi, quanto queste siano importanti per il sistema produttivo nazionale e quanto sia necessario sostenere la loro crescita in un ambiente sempre più globale e competitivo.

Crescere significa investire risorse ingenti e per finanziarsi gli imprenditori hanno due possibilità: ricercare nuovi azionisti che apportino capitale di rischio oppure richiedere finanziamenti agli istituti di credito.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, però, le banche chiedono molte più garanzie, insostenibili per le Pmi e le *startup*. Ecco che assume un ruolo fondamentale la raccolta di capitale di rischio che, grazie alla diffusione di strumenti tecnologici e dell'elevata digitalizzazione, consente di avvicinare una platea di investitori disposti a credere in un progetto e finanziarlo.

Il presente elaborato, suddiviso in tre parti, intende analizzare due delle tipologie che rappresentano un'alternativa alla finanza classica, quali l'*equity crowdfunding* e la quotazione sul segmento di Borsa Italiana AIM.

Il primo capitolo è dedicato all'introduzione dell'argomento del *crowdfunding*, definendo quali sono i modelli principali e la normativa che li riguardano. Vi è un approfondimento della disciplina italiana circa l'*equity crowdfunding*, in quanto si tratta della forma di finanziamento che è stata oggetto di una regolamentazione più organica. Il secondo capitolo si concentra, invece, sulla descrizione del mercato AIM Italia, la sua diffusione e i requisiti che l'imprese devono rispettare per poter essere ammesse a quotazione. Si presenta anche il listino delle imprese attualmente quotate e il novero di quelle che sono state scelte per l'analisi della *FinTech*.

Nel terzo e ultimo capitolo, infine, si analizzano le scelte in materia di raccolta fondi dalla folla confrontandole con il risultato dell'ammissione a quotazione delle due *startup* oggetto di studio: CleanBnB e CrowdFundMe.

CAPITOLO I

IL CROWDFUNDING IN ITALIA

1.1 Definizione e sviluppo

Il termine *crowdfunding*, letteralmente, viene tradotto come il finanziamento della folla. Sostanzialmente si tratta di una raccolta fondi (*funding*) di tipo collettivo che consente ai fondatori di iniziative a scopo di lucro, artistiche e culturali di finanziare i loro sforzi attingendo a contributi relativamente piccoli da un numero relativamente elevato di persone (*crowd*) che utilizzano Internet, senza intermediari finanziari *standard*¹.

Viene spesso associato ad una pratica nuova, moderna, ma le origini sono molto antiche, infatti non è diverso da una tradizionale colletta. L'utilizzo di tale termine viene, però, fatto risalire alla piattaforma *Fundavlog*², che aveva come obiettivo incubare progetti ed eventi legati al *videoblog*, prevedendo la possibilità di raccogliere donazioni *online*. Il tentativo fallì, ma il termine e la pratica del *crowdfunding* si consolidarono nel 2008 e 2009 con l'avvento delle piattaforme statunitensi Indiegogo e Kickstarter, le quali presentavano un componente innovativo: la ricompensa ottenuta da chi contribuisce ai progetti non era in denaro, bensì materiale o di tipo esperienziale.

L'interesse nei confronti di tale fenomeno è aumentato notevolmente in seguito alla nascita di questi due portali, facendolo diventare un mercato proficuo.³ Il mezzo informatico è stato l'elemento che ne ha favorito una così forte crescita: grazie ai *social network* le campagne di raccolta fondi hanno acquisito maggiore visibilità dando origine a veri e propri effetti virali.

La *community* è l'altro elemento decisivo affinché l'iniziativa abbia successo: non è necessario che vi sia un'ampia platea di interlocutori che si concentra su un singolo progetto, ma sono i molteplici e ristretti gruppi di affinità che danno fiducia a progetti embrionali specifici, non considerati adeguatamente dai grandi investitori.⁴

¹ MOLLICK E., "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, 2014 Vol. 29, No. 1, pp. 1-16.

² Piattaforma di Micheal Sullivan creata nel 2006

³ VASSALLO W., "Crowdfunding nell'Era della Conoscenza", *Tools Management*, FrancoAngeli, 2014, p.48

⁴ LERRO A. M., "Equity crowdfunding", Gruppo 24 Ore, Milano, 2013, p. 15

L'elaborato tende a concentrarsi sul *crowdfunding* a sostegno delle imprese, per cui il vantaggio che ne consegue è l'apertura verso un sistema di finanziamento innovativo che si basa sulla valutazione di qualità del *business plan* e democratico perché gode di una democratizzazione partecipata secondo la quale la folla investe solo nel momento in cui la comunicazione è chiara e l'idea è fattibile, etica e condivisa.⁵

Inoltre, può essere considerato un interessante strumento per le Pmi che non riescono ad accedere ai finanziamenti del sistema bancario, dato che gli istituti di credito sono riluttanti a supportare idee innovative senza garanzie reali, e anche una valida alternativa al mercato dei *Venture Capitalists* italiani⁶, i quali tendono a sostenere l'imprenditore in una fase successiva a quella di avvio, cioè quando si può già conoscere la capacità di realizzare un *capital gain* significativo al momento del disinvestimento.

1.2 Modelli di Crowdfunding

Gli studi in ambito di *crowdfunding*, essendo in larga misura di origine statunitense, tendono a seguire un metodo casistico. Tale procedimento di analisi consente di individuare quattro modelli di *crowdfunding*, distinguendoli sulla base del settore di cui si occupano: *lending-based*, *donation-based*, *reward-based*, *equity-based*.⁷

Il *lending-based crowdfunding* può essere definito come l'evoluzione del microcredito, ossia l'erogazione di finanziamenti di importo piccolissimo, a cui non corrisponde garanzia, ma che possono fruttare interessi e sono ripagabili nel lungo periodo. Questa forma di raccolta è un valido strumento operativo perché la piattaforma intermediaria del prestito ha la possibilità di ripartire il rischio di inadempimento del soggetto finanziato su più progetti in modo da ridurlo e al finanziatore viene offerto un tasso di interesse generalmente più alto rispetto a quello del mercato.

Con il suddetto metodo vengono finanziati progetti di varia natura: artistici, musicali, ma soprattutto imprenditoriali, in quanto sembra che i finanziatori siano maggiormente propensi a contribuire al successo delle attività imprenditoriali. Inoltre, siccome si tratta

⁵ VASSALLO W., "Crowdfunding nell'Era della Conoscenza", op. cit., p. 51 e 54

⁶ MAGNANI A., "Equity crowdfunding, come funziona in 5 punti", *Il Sole 24 Ore*, 5 gennaio 2018

⁷ LERRO M. A., "Equity Crowdfunding", op. cit., p. 23.

di intermediazione creditizia, l'attività di *lending crowdfunding* viene assoggettata alla normativa sul credito e alla vigilanza della Banca d'Italia.

Il *donation-based crowdfunding*, come le donazioni, è il modello che viene utilizzato per le iniziative sociali e di beneficenza. Solitamente i fondi che vengono raccolti per il singolo progetto da finanziare sono piuttosto esigui e quando vi è lo scopo di beneficenza si predilige la formula *take it all*: non si pone un limite minimo di investimento, ma ogni importo raccolto viene destinato al progetto.

Se si tratta di donazioni di modesto valore o con finalità sociali non vengono assoggettate ad imposta e non è necessario che siano formalizzate tramite atto pubblico.

Il modello di *reward-based crowdfunding* consiste nel partecipare al finanziamento di un progetto, ricevendo in cambio un riconoscimento.

I finanziatori, seppur in assenza di ritorni economici, ottengono delle utilità e si sentono parte di un progetto di *business*. Basti pensare ai candidati alla Casa Bianca che, durante le campagne elettorali, elargiscono *status* onorifici o menzioni pubbliche ai loro *supporters* sulla base di quanto donato.

Il premio che viene attribuito ai finanziatori è di natura non monetaria quando corrisponde ad una ricompensa immateriale, come un ringraziamento sul sito *web*, oppure quando viene configurato come preordine, la promessa di vendita di un bene futuro realizzato con i capitali raccolti.

Il premio potrebbe anche avere natura finanziaria nel caso in cui venga offerta all'investitore una quota dei ricavi o degli utili, disponibile a certe condizioni e per un certo periodo di tempo. Quest'ultima tipologia viene definita *royalty-based crowdfunding* ed è assimilabile all'associazione in partecipazione, in cui gli associati partecipano alle perdite per l'intero conferimento e agli utili nella misura concordata, per cui la disciplina a cui viene assoggettata è la stessa con le criticità che ne conseguono.⁸

L'ultimo modello è l'*equity-based crowdfunding*, il quale si basa sul reperimento di capitale di rischio per le iniziative imprenditoriali utilizzando l'Internet. Si tratta del

⁸ LERRO M. A., "*Equity Crowdfunding*", op. cit., da p. 24 a p. 33

metodo di raccolta fondi che presenta i maggiori importi di finanziamento per tali progetti, infatti, consente una partecipazione anche solo morale al successo di una *business idea*.

Tuttavia, vi sono comunque delle criticità: la folla può investire anche piccole somme di denaro per cui diventa problematico per le imprese garantire alle centinaia o addirittura migliaia di soci il pieno esercizio dei propri diritti, infatti, le società quotate in Borsa possono usufruire di divisioni che si occupano di curare le relazioni con le diverse tipologie di investitori. Sarebbe, dunque, più agevole proporre per la campagna di *crowdfunding* la sottoscrizione di quote o azioni con diritti limitati, creando categorie di soci differenti.

La seconda problematica è riconducibile alla credibilità: solamente negli ultimi anni si sta assistendo alla creazione di una normativa completa che rassicuri l'investitore dalle possibili frodi: con una regolamentazione certa l'investitore non professionale è maggiormente protetto e può dare fiducia.⁹

1.3 Quadro normativo dell'*equity crowdfunding* in Italia

L'*equity crowdfunding* costituisce un nuovo strumento per il finanziamento dal basso di *startup* e imprese innovative e, come tale, nel momento in cui gli investitori ottengono partecipazioni azionarie come remunerazione del denaro investito, è necessario che il progetto imprenditoriale rispetti i regolamenti in materia di trasparenza informativa, protezione degli investitori e *report* finanziari.

1.3.1 Decreto Sviluppo bis

Il primo passo della regolamentazione è stato il D.L. 179/2012, detto "Decreto Sviluppo bis", convertito nella Legge 221/2012 che ha introdotto in Italia l'*equity crowdfunding* con l'intento di favorire la nascita e lo sviluppo di *startup* innovative raccogliendo capitale di rischio attraverso Internet¹⁰.

⁹ LERRO M. A., "*Equity Crowdfunding*", op. cit., da p. 33 a p. 35

¹⁰ Politecnico di Milano – Osservatorio CrowdFunding 2017, 2° Report italiano sul CrowdInvesting, p. 13

La normativa ha introdotto nel Testo Unico della Finanza (TUF – D.Lgs. n. 58 del 24/02/1998) i commi 5-*novies* e 5-*decies*, gli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* e modificato l'art. 190 precisando diversi punti:

1. Quali possono essere le piattaforme adibite alla raccolta di capitali;
2. La definizione di *startup* innovativa;
3. Come devono svolgersi le offerte di sottoscrizione del capitale, ossia le Offerte Pubbliche Iniziali (I.P.O.);
4. Le sanzioni in cui incorrono gli intermediari e le piattaforme.

I portali Internet a cui è concesso pubblicare campagne di *equity crowdfunding* devono essere gestiti da imprese di investimento o banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, che abbiano dato comunicazione alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) dello svolgimento di tale attività.

Possono effettuare la raccolta anche soggetti che presentino determinati requisiti e siano iscritti in un apposito elenco tenuto dalla Consob, con il presupposto che trasmettano gli ordini di sottoscrizione e compravendita degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale solo a banche e imprese di investimento.

Le imprese che potevano proporre campagne di *equity crowdfunding* dovevano essere qualificate come *startup* innovative e offrire titoli partecipativi di capitale, ovvero¹¹:

- non devono essere costituite da più di 2 anni e devono svolgere attività d'impresa;
- la sede principale degli affari e degli interessi deve essere in Italia;
- il totale del valore della produzione annua a partire dal secondo anno di attività non deve superare i 5 milioni di euro;
- non deve aver distribuito o distribuire utili;
- deve avere come oggetto sociale lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non è stata costituita in seguito a scissione, fusione o cessione di azienda o un ramo di azienda;

¹¹ startup.registroimprese.it/isin/static/startup/index.html

- le spese in ricerca e sviluppo devono essere maggiori o uguali al 15% del maggiore fra il valore e il costo della produzione dell'impresa stessa; oppure almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori deve aver conseguito un dottorato di ricerca, altrimenti almeno due terzi della forza lavoro deve aver conseguito una laurea magistrale; oppure l'impresa deve essere titolare o avere in licenza una privativa in materia di invenzioni industriali, di biotecnologia, semiconduttori o scoperte di nuove varietà vegetali.

La raccolta di fondi non deve comunque superare i 5 milioni di euro.

1.3.2 *Regolamento Consob*

Il Decreto Sviluppo *bis* ha, inoltre, demandato alla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa il compito di definire le modalità operative, le quali sono state, poi, raccolte nel Regolamento n. 18592 del 2013¹², in cui si delineano alcuni principi rilevanti, come:

- i requisiti patrimoniali e di onorabilità dei soggetti che detengono il controllo e gestiscono i portali autorizzati nella sezione speciale del registro;
- i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo delle piattaforme;
- il processo di autorizzazione per l'iscrizione e le regole di condotta, con i relativi provvedimenti sanzionatori e cautelari;
- l'informativa minima da fornire ai potenziali investitori, soprattutto sui possibili rischi di perdita dell'intero capitale investito, di illiquidità e di divieto di distribuzione degli utili;
- il requisito che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori professionali, ossia da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo o incubatori di *startup* innovative, in modo da garantire ai piccoli investitori un minimo segnale sulla qualità dell'emittente;
- l'obbligo per le emittenti di prevedere nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire agli investitori una *wayout* (possibilità di cedere le quote

¹² www.consob.it/web/area-pubblica/equity-crowdfunding-normativa-nazionale-secondaria