

a cura di
Claudio Cacciamani
Alessandra Fiorelli

IL CROWDFUNDING

FrancoAngeli



Univ. Parmense degli Industriali



**UNIVERSITÀ
DI PARMA**

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

a cura di
Claudio Cacciamani
Alessandra Fiorelli

IL CROWDFUNDING

FrancoAngeli

Copyright © 2017 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

*A G.V.
e ai suoi indovinelli...*

INDICE

Presentazione , di <i>Alberto Figna</i>	pag.	9
Prefazione , di <i>Cesare Azzali</i>	»	11
Introduzione , di <i>Claudio Cacciamani</i>	»	15
1. Problematiche giuridiche e regolamentari del <i>crowdfunding</i> , di <i>Alessandra Fiorelli</i>	»	19
1.1. Introduzione	»	19
1.2. I diversi modelli di <i>crowdfunding</i>	»	20
1.3. Un approfondimento. L' <i>Equity-based crowdfunding</i>	»	25
1.4. La normativa italiana. Introduzione	»	26
1.5. Le piattaforme <i>web</i>	»	27
1.6. Il ruolo della CONSOB nell' <i>Equity-based crowdfunding</i>	»	30
1.7. Le <i>start up</i> innovative	»	33
1.8. Considerazioni finali	»	36
2. Il <i>crowdfunding</i> e gli intermediari finanziari , di <i>Ursula Ciaravolo</i>	»	43
2.1. Nozione e introduzione	»	43
2.2. Il quadro regolamentare europeo e nazionale	»	43
2.3. Gli attori e le riserve di attività. I partecipanti alla piattaforma	»	44
2.4. Gli intermediari finanziari autorizzati	»	45
2.5. Criteri di valutazione	»	45
2.6. Un esempio di <i>business model</i>	»	46

3. Crowdfunding: mercati e beneficiari , di <i> Davide Zaottini</i>	pag.	48
4. Tavola Rotonda Interventi di <i> Paolo Balice, Fabio Bandirali e Vittorio Code- luppi</i>	»	57
Conclusioni , di <i> Claudio Cacciamani</i>	»	64
Gli autori	»	67

PRESENTAZIONE

di *Alberto Figna*

Se la ricerca di capitali da sempre costituisce uno degli elementi essenziali per lo svolgimento dell'attività di impresa, negli ultimi anni è noto come ciò sia diventato, in qualche caso, essenzialmente impossibile. La causa principale è senza dubbio la crisi economica e finanziaria, che ormai da un decennio ha sconvolto l'economia mondiale. D'altro canto, non si può trascurare, ancora una volta, la peculiarità del sistema creditizio e finanziario nazionale.

In primo luogo, l'applicazione acritica di modelli di rating da parte delle banche induce sempre più a rifiutare le richieste di affidamento di piccole e medie imprese e di start up, a causa della loro mancata strutturazione e della loro incapacità di fornire un track record che possa testimoniare la qualità della loro gestione e la bontà dei loro risultati. Ne deriva un credit crunch ancora in atto, con conseguenze estremamente negative per il sistema produttivo ed economico.

Secondariamente, ma solo in ordine di esposizione, le banche italiane sono alle prese, da una parte, con un ammontare di crediti inesigibili che rendono impossibile nuove erogazioni come in passato, dall'altra, con un fabbisogno di capitale proprio che a oggi non risulta ancora pienamente colmato con certezza.

In questo quadro, è dovere delle associazioni imprenditoriali portare l'attenzione su nuovi strumenti che possano agevolare l'accesso alle fonti di finanziamento delle imprese. Tra queste, il *crowdfunding* risulta quella più diffusa all'estero sia per le piccole e medie aziende sia per le start up, soprattutto innovative. D'altro canto, lo strumento inizia a muovere i primi passi anche a livello nazionale.

Il Convegno tenutosi il 13 maggio 2015 presso l'Unione Parmense degli Industriali in collaborazione con il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma ha voluto approfondire il tema non tanto

e non solo sul piano giuridico ed economico, quanto, soprattutto, della fruibilità dello strumento da parte delle imprese. Questo spiega come agli interventi teorico-tecnici sia succeduta una tavola rotonda che potesse fornire ulteriori indicazioni, maggiormente applicative, alle aziende.

Perché qualsiasi strumento innovativo abbia diffusione è necessario che sia conosciuto e apprezzato in tutte le sue componenti. I contributi contenuti nel presente saggio mirano a una “conoscenza pragmatica” del *crowdfunding*, una sorta di “toolbox” che possa fornire strumenti di crescita finanziaria alle imprese non solo parmigiane, ma anche nazionali.

L’ambizione dell’Unione Parmense degli Industriali è quella di porsi quale vero e proprio Laboratorio di sperimentazione sul *crowdfunding*, a servizio della comunità economica non solo locale, ma anche nazionale.

PREFAZIONE

di *Cesare Azzali*

Il mondo delle imprese guarda con attenzione alla nuova disciplina, ancora in evoluzione, del *crowdfunding*, una modalità di finanziamento collettivo di attività imprenditoriali innovative che ha fatto ingresso solo da pochi anni nel nostro ordinamento giuridico.

Si tratta di uno strumento potenzialmente molto interessante per il nostro tessuto produttivo, soprattutto se consideriamo le perduranti difficoltà di accesso al credito bancario tradizionale da parte delle imprese in generale e, a maggior ragione, da parte dei nuovi progetti imprenditoriali.

Guardando, però, alle rilevazioni disponibili, questo strumento risulta ancora oggi utilizzato in modo largamente insufficiente, soprattutto se si confrontano i dati nazionali con quelli degli altri Paesi con economie avanzate, a partire naturalmente dagli Stati Uniti, dove il *crowdfunding* ha la sua massima diffusione.

Per quanto riguarda l'Italia, diversi sono, a nostro avviso, i motivi che ne frenano un impiego più massiccio.

In primo luogo, ragioni di carattere “culturale”, identificabili non solo nella scarsa propensione, tipicamente italiana, agli investimenti in capitale di rischio, ma anche nella (se vogliamo anche comprensibile) diffidenza nei confronti di uno strumento che, per le sue modalità operative, rappresenta un'assoluta novità nel nostro panorama normativo.

Non è di certo questa la sede per un'analisi approfondita delle cause che, nel corso degli anni, hanno determinato tali atteggiamenti, ma certamente, in una valutazione complessiva del problema, crediamo di poter dire che la loro incidenza sia da considerare decisamente rilevante.

Ci sono, però, altri aspetti che dobbiamo tenere nella dovuta considerazione se vogliamo avere un quadro completo della situazione.

Il riferimento è alla complessità dell'impianto normativo, che ha rappresentato, a partire dalla sua entrata in vigore, come ancora oggi, nonostante

alcuni importanti interventi correttivi e migliorativi sul Regolamento Consob che disciplina l'*Equity crowdfunding*, un ostacolo all'utilizzo e alla diffusione di questo istituto.

Più in particolare, va sottolineata la scelta del legislatore di prevedere una soglia percentuale del 5% dell'investimento riservata a banche e investitori istituzionali¹.

È vero che a tali soggetti sono state recentemente aggiunte nuove figure di "investitori professionali", come definiti dalla MiFID o identificati dalla CONSOB sulla base di determinati requisiti di attività ed esperienza, ma resta il fatto che, a nostro avviso, l'imposizione di un vincolo di tale genere rappresenta comunque un elemento frenante per il successo delle iniziative di *crowdfunding*.

Pur essendo condivisibili le ragioni che stanno alla base di tale scelta, riconducibili evidentemente alla tutela e alla maggiore garanzia dei "piccoli" investitori, essa appare comunque contraddittoria rispetto alla ratio della normativa, finalizzata proprio a sostenere progetti che, per diverse ragioni, possono risultare scarsamente interessanti per banche o investitori istituzionali e, di conseguenza, in molti casi divenire controproducente, dato l'elevato rischio di fallimento di iniziative imprenditoriali che, proprio per le loro caratteristiche innovative, difficilmente potrebbero ricorrere alle forme di credito tradizionali.

A nostro avviso, la finalità, come accennato assolutamente condivisibile, di tutela degli investitori potrebbe essere utilmente perseguita in altri modi, per esempio attraverso la previsione di un organismo "super-partes" dotato di funzioni di garante rispetto non solo alla serietà e alla sostenibilità del progetto da

¹ Il nuovo Regolamento CONSOB n. 19520/2016 non ha eliminato la previsione in oggetto. Ha, però, individuato nuove condizioni di applicazione (art. 24, comma 2) precisando che:

- ai fini del perfezionamento dell'offerta una quota del 5% degli strumenti offerti deve essere sottoscritta da investitori professionali o fondazioni bancarie, incubatori di *start up* innovative, investitori a favore dell'innovazione in possesso di requisiti quantitativi – valore del portafoglio degli strumenti – e qualitativi – requisiti di onorabilità;
- inoltre è necessario uno delle seguenti condizioni:
 - *«aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start up innovative o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro;*
 - *aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente».*

A riprova delle seguenti condizioni, il cliente professionale deve rilasciare al Gestore del Portale l'attestazione dell'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulterà, inoltre, la classificazione stessa (art. 24, comma 2-bis).

La novità sta nell'inclusione di nuovi soggetti e, quindi, nell' "accantonamento" della centralità bancaria.

finanziare, ma anche alle regole di trasparenza e correttezza delle informazioni che devono stare alla base di qualunque iniziativa di *crowdfunding*.

Per quanto riguarda tale ultimo aspetto, che costituisce a nostro parere uno dei profili di maggiore criticità dell'istituto, è assolutamente necessario che agli investitori, proprio attraverso la più completa ed efficace circolazione delle informazioni, siano garantite le condizioni ottimali per la migliore tutela dei loro diritti; essi, cioè, devono essere in grado di monitorare in modo costante e continuo la gestione del progetto, con particolare riferimento ai profili di maggiore criticità, dal controllo dei costi gestionali e amministrativi alle azioni legali e contenziose poste in essere (per esempio a difesa degli eventuali diritti di proprietà intellettuale) o a copertura dei rischi di impresa.

Un altro aspetto importante della normativa è rappresentato dall'individuazione delle tipologie di soggetti che possono avvalersi della raccolta di capitali attraverso lo strumento del *crowdfunding*.

In questo senso, se la previsione normativa originaria risultava, come era stato ampiamente evidenziato, eccessivamente restrittiva, limitando tale possibilità alle start-up o PMI innovative², va giudicata con favore la recente modifica al Regolamento Consob già richiamato, che ha ampliato il novero dei possibili soggetti "offerenti", con l'inserimento, tra gli altri, delle società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

Altrettanto favorevolmente deve essere valutata la modifica riguardante la semplificazione delle procedure necessarie per effettuare l'investimento, con l'eliminazione dell'obbligo, inizialmente previsto per gli importi superiori a determinate soglie, di transitare attraverso banche o intermediari finanziari; anche in questo caso la facilitazione appare in linea con la necessità di favorire quanto più possibile l'accesso allo strumento da parte di una platea più ampia di soggetti.

Volendo, in conclusione, tentare una valutazione generale sul *crowdfunding* nell'attuale contesto economico del nostro Paese, non si può che ribadire quanto detto in premessa, che si tratta cioè di un istituto potenzialmente

² A seguito del D.L. n. 50 del 24 aprile 2017, correttivo della Legge di Stabilità 2017 (Legge n. 232 dell'11 dicembre 2016), inoltre, il Legislatore ha esteso alle PMI tradizionali la disciplina – in tema di *Equity-Based* – originariamente prevista per le sole start up e PMI innovative. Con l'ingresso della nuova normativa, pertanto, anche le ordinarie (nel senso di "non innovative") imprese potranno essere costituite tramite il *fundraising on line*. E infatti, la Legge di Bilancio modifica la nozione delle piattaforme dedite alla raccolta *on line* (art. 50-quinques T.U.F.), ridefinendole "Portali per la raccolta di capitali per le PMI".

interessante, soprattutto se saranno eliminati gli ostacoli che ancora ne limitano l'utilizzo, in modo tale da creare un clima più favorevole agli investimenti.

Non possiamo però pensare al *crowdfunding* come alla “panacea” in grado di ridare slancio alla crescita e allo sviluppo delle start up e, in generale, delle PMI.

Esso può però risultare utile ed efficace soprattutto se inserito in un quadro generale di interventi di incentivazione e sostegno nei confronti di tutte quelle forme di finanziamento delle PMI, alternative al credito tradizionale, delle quali, ormai da tempo, continuiamo a ribadire la necessità.

INTRODUZIONE

di *Claudio Cacciamani*

Negli ultimi anni i dati sui finanziamenti bancari erogati alle imprese, in particolare se di piccole e medie dimensione e *start up*, sono estremamente negativi. Anche recentemente, le rilevazioni delle nuove erogazioni di prestiti non sembrano premianti per tale segmento di aziende.

Tale genere di imprese, che costituisce l'ossatura del sistema economico nazionale, hanno dovuto sopperire alla restrizione finanziaria di natura bancaria mediante il ricorso a canali "impropri", ma essenziali.

Il primo di questi è l'estensione del credito di fornitura richiesto ai fornitori, soprattutto se di maggiori dimensioni e capitalizzati, i quali hanno potuto sostituirsi in modo "informale" alla carenza di offerta di finanziamenti da parte delle banche. D'altro canto, ciò ha consentito a questi ultimi di potere far proseguire l'attività a uno o a più aziende clienti, spesso essenziali al processo produttivo della filiera o, anche, del distretto. Allo stesso modo, se ne abbiano la forza finanziaria, anche le aziende clienti tentano di preservare la relazione di approvvigionamento e, indirettamente, l'attività con i propri fornitori di taglia minore accordando a questi ultimi tempi e modi di pagamento spesso molto vantaggiosi per essi. Anche questo ha permesso alle piccole e medie imprese di potere sopravvivere alla crisi finanziaria che le ha attanagliate.

Il secondo canale consiste nell'ottenimento di garanzie mutualistiche e consortili che possano mitigare il rischio delle aziende nell'ottenimento di fondi bancari. Tuttavia, i sempre più stringenti vincoli patrimoniali all'attività delle banche e il costo che tali garanzie hanno per le imprese rendono questo canale in qualche caso o eccessivamente costoso o non "idoneo" al fine dell'attenuazione del rischio creditizio e del connesso assorbimento del patrimonio bancario.

La terza via è il ricorso a veri e propri "*club deal*" tra imprenditori o tra soggetti, spesso privati, che non hanno opportunità di impiego proficua alternativa della loro liquidità. In questo caso, il controllo del rischio non è

delegato, ma gestito, per quanto possibile, in proprio direttamente dai finanziatori dell'iniziativa. Tale canale sta prendendo avvio anche in Italia, seppure in casi ancora ristretti e, probabilmente, con una diffusione ancora non talmente rapida da potere soddisfare efficacemente le esigenze di fonti finanziarie delle imprese minori.

Quanto sopra esposto mette in evidenza come queste forme di finanziamento non bancario si basino, comunque, su una valutazione “*peer to peer*” tra il soggetto finanziatore e quello finanziato. La valutazione tra pari è in grado di sfruttare l'informazione “*soft*”, ma spesso essenziale per apprezzare al meglio non solo il rendimento effettivo, ma anche il rischio reale dell'iniziativa finanziata. Tale genere di informazione non sempre risulta efficacemente “catturata” dai modelli di rating, in generale, e dalle valutazioni di affidabilità, in particolare.

Alla luce di quanto esposto, anche il *crowdfunding* può essere annoverato, a pieno titolo, tra gli strumenti di finanziamento “*peer to peer*”, seppure con alcune distinzioni.

La prima è costituita dall'erogazione di fondi da soggetti privati non necessariamente “istituzionali”. In questo, di conseguenza, la valutazione del progetto può essere indotta da valutazioni non tanto e non solo economiche, ma anche psicologiche, emotive o, anche, di efficace diversificazione della propria *asset allocation* da parte dei soggetti finanziatori stessi. Ciò implica la necessità di fornire al pubblico dei potenziali finanziatori un'informazione quanto mai attenta sia alle indicazioni e ai fondamentali economici e finanziari sia agli elementi intangibili del progetto. Proprio un corretto mix delle informazioni può efficacemente convincere a finanziare l'iniziativa i soggetti interessati.

La seconda differenza risiede nella remunerazione non necessariamente economica da assicurare all'erogazione. In merito, si pensi alle operazioni di *crowdfunding* con finalità caritatevoli o sociali o, in parte, a quelle di tipo *reward*. Ancora una volta, questo richiama la necessità di connotare i progetti con elementi qualitativi che possano essere sia completi sia oggetto di efficace apprezzamento da parte dei potenziali interessati al finanziamento.

La terza differenziazione è la necessità di una finalizzazione delle erogazioni, che non sempre nelle altre forme di finanziamento “*peer to peer*” è presente. Ciò induce a una potenzialmente migliore capacità di controllare il risultato e il successo o meno dell'iniziativa finanziata. Tale valutazione potrebbe essere svolta, in via separata o contemporaneamente, sia dai sottoscrittori sia dai soggetti deputati a svolgere il ruolo di “collettori” delle risorse finanziarie raccolte.

La quarta differenza essenziale è nell'ammontare che può essere erogato a favore del progetto, tipicamente di importo limitato e proveniente da una pluralità, spesso vasta, di finanziatori. Questo costituisce sia un vantaggio, per la maggiore stabilità dei fondi, sia una difficoltà, per la necessità di radunare una vasta platea di soggetti, del *crowdfunding*. In questo vanno messe a regime esperienza e capacità di comunicazione, che possano dare la giusta luce ai progetti che si intende finanziare.

Quanto sopra sintetizzato fornisce indicazioni sulle potenzialità, ma anche sui limiti del *crowdfunding*.

Tali argomenti sono stati oggetto di un convegno, frutto di una partnership tra il Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali dell'Università di Parma e l'Unione Parmense degli Industriali. La prima parte di esso ha mirato a mettere in luce le caratteristiche e le potenzialità non solo finanziarie dello strumento, soprattutto in relazione alla varia tipologia di progetti da finanziare. Emerge come il *crowdfunding* possa essere efficacemente utilizzato sia per scopi precipui di finanziamento sia per obiettivi di marketing aziendale, di comunicazione di prodotto e servizio, di fidelizzazione della clientela. Questo induce problematiche legislative, regolamentari e aziendali che i diversi relatori hanno declinato in funzione della loro esperienza e delle rispettive competenze.

Mediante un panel mirato di *discussant*, la seconda parte del convegno ha indotto riflessioni applicative pragmatiche, focalizzando l'attenzione sulle potenzialità dello strumento non solo nel medio e lungo periodo, ma anche nel breve termine.

L'obiettivo finale del volume è fornire un'illustrazione sia teorica sia operativa del *crowdfunding*, mirando, allo stesso tempo in futuro, a raccogliere casi di successo che possano costituire una valida base non tanto statistica, quanto qualitativa per un'effettiva e rapida diffusione dello strumento.

Infine, ma non ultimo, quanto sopra accennato non si sarebbe potuto concretizzare senza la disponibilità e il contributo di idee dei relatori e dei *discussant*. Il loro coordinamento ha reso possibile un'efficace osmosi di conoscenze e competenze altrimenti impossibile.

Un ringraziamento, profondo e non rituale, in particolare, va al Professor Cesare Azzali, Direttore Generale dell'Unione Parmense degli Industriali, il quale fin dall'inizio ha promosso il tema, fungendo, tuttavia, contemporaneamente da continuo pungolo critico nell'interesse della fruibilità dello strumento da parte delle imprese e degli imprenditori.

Parimenti, altrettanta gratitudine va al dottor Antonello Cassano per la pazienza, la sollecitudine e la competenza con la quale ha collaborato nella collazione, nel coordinamento e nell'eventuale aggiornamento dei contributi degli Autori.

1. PROBLEMATICHE GIURIDICHE E REGOLAMENTARI DEL CROWDFUNDING

di *Alessandra Fiorelli*

1.1. Introduzione

Il crowdfunding rappresenta un innovativo modello di finanziamento collettivo che permette al c.d. *creator* – ideatore del progetto imprenditoriale, purtroppo sprovvisto di mezzi finanziari – di ottenere i fondi necessari alla realizzazione del prodotto finale facendo ricorso alla “folla dei sostenitori”. Si evince con chiarezza, pertanto che i due coprotagonisti sono senz’altro la folla (“*crowd*”) – nelle vesti dei singoli, e a volte anonimi, finanziatori – e il disegno imprenditoriale in fase embrionale.

Il punto di incontro fra domanda e offerta di capitale è dato dal portale *on line*, il quale assume, pertanto, a vero e proprio intermediario nella circolazione del credito.

Nel concreto, quindi, il *creator* “carica” la propria offerta su di una piattaforma tramite la quale i privati – interessati allo sviluppo del progetto – potranno sostenere la campagna con micro-finanziamenti, ricevendone una “ricompensa”¹ come contropartita.

¹ Descritto in questi termini, diverse sono le affinità del *crowdfunding* con l’istituto della promessa al pubblico di cui all’art. 1989 c.c. Infatti la disposizione stabilisce che «*colui che, rivolgendosi al pubblico, promette una prestazione a favore di chi si trova in una determinata situazione o compia una determinata azione, è vincolato dalla promessa non appena questa è resa pubblica*». Le somiglianze sono evidenti: il “promittente” assume a *creator* e il “pubblico” a *crowd*.

Detto ciò, potrebbero sorgere dei problemi per alcuni modelli di raccolta come ad esempio l’“*All or Nothing*” – che prevede l’avvio del progetto solo a raggiungimento della soglia pre-stabilita – nel momento in cui l’art. 1990 c.c. stabilisce che «*la promessa può essere revocata prima della scadenza del termine indicato dall’articolo precedente*». In tal caso, però, permettendo la norma una deroga alla disciplina, nelle condizioni generali dell’adesione potrà specificarsi la condizione sospensiva.