



**DISEC**

Centro di Ricerca "Dinamica dei Sistemi  
Economici Complessi"

# **IL CROWDFUNDING: PER IL FINANZIAMENTO DI CRESCITA E INNOVAZIONE AZIENDALE**

**PROF. RAFFAELE GALANO**

**Direttore Centro Ricerca DISEC, Link Campus University  
Professore di Risk Management Banche-Intermediari Finanziari  
e Sistemi di Rating, Link Campus University**

**IL CROWDFUNDING  
OPERATIVITÀ E PROSPETTIVE DI SVILUPPO  
Roma, CNA Nazionale, 24 Gennaio 2018**

Buongiorno a tutti.

Prima di entrare nel merito del tema di cui mi occuperò, mi sia consentito di esprimere al Presidente della CNA Daniele Vaccarino e al Dottor Mario Pagani i miei ringraziamenti per aver condiviso con la Link Campus University e il Centro di Ricerca della stessa, DISEC, da me diretto, questa iniziativa e per l'ospitalità in questa stupenda sala.

Grazie agli amici e ai colleghi che hanno accolto l'invito a portare il loro autorevole contributo. Grazie a tutti voi per la numerosa presenza.

\* \* \* \*

Uno degli effetti più visibili e dalle conseguenze più profonde della negativa congiuntura economica, è stato la restrizione del credito e con essa un taglio drammatico delle fonti di finanziamento, in particolare per le PMI.

In tale contesto si è resa necessaria la ricerca di forme alternative di finanziamento tra cui di particolare interesse il *crowdfunding*.

Il *crowdfunding* non è un fenomeno nuovo, tuttavia la particolare congiuntura economica, l'impulso tecnologico e la connotazione sociale, gli hanno conferito un profilo proprio e ne hanno favorito il consolidamento nella società contemporanea.

#### **DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE DEL CROWDFUNDING**

Possiamo definire il *crowdfunding* come l'apporto di modeste quantità di denaro da parte di un elevato numero di soggetti, che possono essere persone fisiche o imprese, al finanziamento di un progetto, via internet.

Il *crowdfunding* raggruppa fenomeni molto diversi tra loro che condividono essenzialmente tre caratteristiche:

- 1) la pluralità dei soggetti che lo colloca nell'ambito dell'economia partecipativa;
- 2) il finanziamento si sviluppa al margine del sistema bancario tradizionale, per cui ci troviamo di fronte a un'attività di finanziamento collettivo;
- 3) la partecipazione in massa degli investitori è stata possibile grazie allo sviluppo delle nuove tecnologie dell'informazione.

## GLI ATTORI

Come si rileva dalla definizione di *crowdfunding*, la struttura relazionale minima dello stesso, comune alle diverse tipologie di cui si dirà in seguito, implica la partecipazione di tre soggetti:

- a) Il promotore del progetto, ossia la persona fisica o giuridica che sollecita il finanziamento per la realizzazione del progetto. A tale fine utilizza la piattaforma internet come vetrina di presentazione.
- b) I finanziatori, ossia i soggetti interessati al progetto secondo diversa indole in funzione della natura del *crowdfunding*. Si tratta solitamente di persone fisiche ma non sono escluse le persone giuridiche. Gli apportanti, a seconda delle modalità del *crowdfunding*, possono essere donatori, creditori, acquirenti a debito di unità del prodotto oppure soci.
- c) Il gestore della piattaforma può essere un semplice prestatore di servizi che si limita a creare l'ambiente affinché i promotori e apportanti possano interagire tra loro. In altri termini, essere lo strumento di collegamento tra il promotore del progetto e i soggetti allo stesso interessati, offrendo una serie di servizi tra cui il monitoraggio dell'andamento dell'offerta. Il costo solitamente è una percentuale sulle transazioni realizzate e giunte a buon fine (57%) a cui alcune volte si aggiunge una quota fissa modesta.

Le relazioni possono essere dirette tra i soggetti coinvolti, oppure, il gestore può assumere una posizione più attiva: gestire la raccolta delle risorse finalizzate al prestito, garantendone la devoluzione.

I contratti sottostanti possono essere contratti di donazione, di finanziamento, di compravendita con pagamento anticipato, di partecipazione societaria.

## TIPOLOGIE DI CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* descrive un ampio e variegato insieme di schemi di finanziamento collettivo di progetti di natura molto diversi tra loro, raggruppabili in due tipologie: ***crowdfunding non finanziario*** e ***crowdfunding finanziario***.

### ***Crowdfunding non finanziario***

Tale tipologia non prevede ricompensa per gli investitori, oppure una ricompensa simbolica.

All'interno della stessa possiamo distinguere due modalità: donazione e ricompensa.

La prima ***donation based crowdfunding***, è finalizzata a facilitare la raccolta di fondi per progetti sociali. Si basa su donazioni in denaro, per appoggiare progetti specifici promossi da organizzazioni senza fini di lucro (ONG), associazioni o individui.

La seconda, ***reward-based crowdfunding***, prevede la contribuzione al finanziamento di uno specifico progetto mediante apporto in denaro, di quantità variabile, ricevendo in cambio una ricompensa di carattere non finanziario.

All'interno di questa tipologia possiamo distinguere due modalità, a seconda della relazione tra gli apporti e il valore della ricompensa. In un caso, il finanziatore vede premiato il suo contributo al progetto con una ricompensa simbolica, per esempio un biglietto omaggio per un posto in prima fila alla proiezione di una pellicola alla cui realizzazione ha contribuito; nell'altro, l'apporto al progetto corrisponde al prezzo del prodotto o del servizio che il finanziatore anticipa. In questo caso la relazione tra il finanziatore e il promotore assume la forma di un contratto di compravendita dove l'apportante anticipa il pagamento del prezzo convenuto per consentire al promotore i fondi necessari per realizzare il progetto.

### **Crowdfunding finanziario**

Il *crowdfunding* finanziario, a sua volta, si differenzia da quello non finanziario in quanto gli investitori si attendono una ricompensa in denaro che, a seconda dei casi e, in funzione della tipologia di *crowdfunding*, può essere un interesse sul finanziamento, oppure una partecipazione nel capitale d'impresa.

Anche questa categoria si articola in due modalità: ***lending o debt based crowdfunding*** (o anche ***invoice crowdfunding***) e ***equity crowdfunding***.

- Il ***lending crowdfunding***, è una modalità di finanziamento di massa che si costruisce su operazioni di prestito tra l'insieme (la massa) degli utenti e i promotori del progetto che cercano finanziamenti. Gli investitori possono prestare denaro a persone fisiche o imprese a fronte di un interesse e del rimborso del capitale.

Questa categoria di *crowdfunding* prevede diversi formati, a seconda della funzione disimpegnata dall'intermediario (gestore della piattaforma) e le condizioni economiche del prestito. Per un verso, il *lending crowdfunding* può articolarsi di modo che il gestore della piattaforma operi come un autentico intermediario, che raccoglie le apportazioni dei finanziatori, garantendo al tempo stesso la devoluzione del prestito. In tale contesto la piattaforma seleziona il prestito, assegna un *rating* e lo distribuisce tra una molteplicità di investitori già acquisiti per ripartire il rischio (modello diffuso), oppure lo presenta alla folla di internet la quale può decidere se finanziare o meno il progetto (modello diretto).

All'istruire il finanziamento secondo questa modalità, sorgono importanti conseguenze regolamentari, in quanto verrebbero emulate funzioni proprie di istituzioni finanziarie soggette a stretta supervisione.

Diversamente, tale modalità di prestito collettivo può strutturarsi con una semplice piattaforma tesa a favorire l'interazione diretta tra finanziatori e proponente, nel cui caso la funzione dell'intermediario è semplicemente quella di offrire agli utenti l'accesso e l'uso dell'ambiente elettronico per lo scambio di informazioni, la identificazione di interessi comuni, la negoziazione e la conclusione delle transazioni.

Nella sostanza, il finanziatore presta il denaro direttamente al proponente, con l'ausilio della piattaforma. Così operando si è ben lungi dai tradizionali mercati regolamentati e, di conseguenza, si minimizza la funzione della supervisione.

Nell'ambito del *lending crowdfunding* possono svilupparsi diversi modelli operativi in funzione delle condizioni economiche del prestito e delle motivazioni dei partecipanti.

Le operazioni di prestito possono svolgersi in condizioni simili a quelle di mercato, stabilendo un interesse sulla base dell'analisi del rischio connesso all'operazione e alla fattibilità del progetto, oppure orientarsi verso modelli di *social lending*, dove il finanziamento non implica il pagamento d'interessi e dove la motivazione dei finanziatori è quella di appoggiare progetti in paesi in via di sviluppo. In questi casi l'attività si incrocia con la microfinanza.

Dal punto di vista della regolamentazione, le attività di cui si tratta si possono collocare nel quadro degli intermediari finanziari, dei gestori di microcredito e degli istituti di pagamento.

La Banca d'Italia ha pubblicato nel 2016 le disposizioni in materia di raccolta del risparmio dedicando una sezione al *social lending* che definisce come uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto.

La Banca d'Italia chiarisce che l'operatività dei gestori dei portali *on-line* che svolgono attività di *social lending* è consentita nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate a particolari categorie di soggetti (banche, mediazione creditizia, prestazioni di servizi di pagamento). La stessa inquadra le piattaforme sotto il cappello degli istituti di pagamento (ex art. 114), con l'obbligo di rispettare una serie di disposizioni quali il capitale minimo, il patrimonio di vigilanza, la struttura organizzativa, i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli amministratori e dei sindaci.

I vantaggi per il finanziatore consistono nel rimediare un tasso più alto rispetto ai valori di mercato, mentre per il richiedente il vantaggio consiste nell'opportunità di accesso a finanziamenti che normalmente non verrebbero concessi dai canali tradizionali.

Di rilievo anche la componente fiscale in particolare per quanto concerne le detrazioni.

- L' ***equity crowdfunding***, assente, in origine, si è diffuso a partire dal 2008, complice la crisi e le conseguenti restrizioni creditizie che hanno spinto tutti i paesi verso la ricerca di forme alternative di finanziamento, tra cui il *crowdfunding*.

L'*equity crowdfunding* consiste nel finanziare in massa progetti mediante la partecipazione al capitale dell'impresa. L'apportante si converte in socio o azionista della società promotrice del progetto con il diritto alla partecipazione agli utili.

Il crowdfunding si converte così in una autentica alternativa per il finanziamento delle imprese: una vera rivoluzione nel corporate finance, con numerosi benefici collaterali.

Al tempo stesso, le implicazioni giuridiche che derivano da questa forma di finanziamento sono numerose.

Per un verso, nella misura che invade la sfera altamente regolamentata delle operazioni di raccolta di pubblico risparmio nei mercati finanziari, si apre il dibattito circa l'opportunità e la necessità di assoggettare l'attività della piattaforma di *crowdfunding* al quadro regolamentare e di supervisione finanziaria e in quale misura.

La sorprendente crescita del numero delle piattaforme e dell'ammontare dei finanziamenti ha imposto carattere di urgenza alla regolamentazione del *crowdfunding* entro due limiti: per un verso non affogare il fenomeno con una regolamentazione eccessiva, per l'altro assicurare la protezione dei diritti dei partecipanti e degli interessi in gioco.

La prima regolamentazione legislativa del *crowdfunding* è contenuta nel *Jobs Act* adottato nel 2012 negli USA con il fine di alleggerire il peso regolamentare del crowdfunding, senza penalizzare la protezione degli interessi e dei diritti degli investitori.

L'Italia, con il Decreto Sviluppo bis del 2012, è stato il primo paese in Europa a dotarsi di una regolamentazione dell'*equity crowdfunding*, i cui punti salienti sono:

- la raccolta deve essere effettuata attraverso portali internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate, nonché da soggetti autorizzati sulla base di determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla Consob;
- le campagne devono essere promosse da imprese che si qualificano come *start-up* (vincolo successivamente rimosso estendendo l'operatività alle PMI);
- l'ammontare dell'offerta non deve superare i 5 milioni.

Con il Regolamento Consob 2013, si richiede, accanto ai requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori dei portali autorizzati iscritti nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob, che una quota di almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti (ridotta con il nuovo regolamento Consob al 3%, in determinate condizioni) sia sottoscritta da investitori professionali.

Prevede, inoltre, per gli emittenti l'obbligo di inserire nei propri statuti clausole di *wayout*, non solo nel caso in cui viene ceduto a terzi il controllo dell'azienda, ma anche in presenza di fatti nuovi intervenuti durante il periodo di offerta.

Il decollo dell'*equity crowdfunding* in Italia è stato inferiore alle aspettative a causa di norme ritenute restrittive da parte degli operatori. Non così a partire dal 2015, a seguito della revisione da parte della Consob delle norme relative alla "vendita" di quote *on-line*.

Significativa ai fini della crescita, l'estensione dell'*equity crowdfunding*, con la finanziaria del 2017, a tutte le PMI e non solamente alle *start-up* e PMI innovative, come era in origine.

La revisione della soglia minima d'investimento oltre la quale il gestore autorizzato doveva trasmettere l'ordine a una banca o a una impresa di investimento per la valutazione di adeguatezza secondo la disciplina MIFID contribuisce significativamente a snellire l'operazione, favorendone la crescita.

A fine 2017, i portali autorizzati in Italia erano 19 (nessuna variazione rispetto al 2016, anche se con alcuni nuovi arrivi e alcuni ritiri) e le campagne di raccolta 109, di cui 36 chiuse con successo.

## **PIATTAFORME DI CROWDFUNDING**

Le piattaforme possono raccogliere progetti di aree diverse, nel cui caso vengono definite generaliste, oppure specializzate in una tipologia specifica o in progetti di particolari settori, nel cui caso vengono definite tematiche.

Il progetto da finanziare viene presentato non solo attraverso schede, con i numeri del progetto, ma anche e, soprattutto, attraverso immagini, video, presentazioni che descrivono l'azienda, l'idea del *business*, le persone che la compongono, oltre naturalmente il progetto e l'investimento richiesto.

Occorre valutare la validità delle *start-up* o PMI dove si vuole investire.

Ci si rivolge a un portale autorizzato dalla Consob. Il regolamento Consob del 2013 sulla raccolta di capitale di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portale *on-line* disciplina sia l'iscrizione dei portali nell'apposito registro tenuto dalla stessa, sia le offerte lanciate attraverso questi portali.

Il registro contiene una sezione ordinaria in cui sono iscritti i gestori dei portali autorizzati dalla Consob a seguito della verifica dei requisiti richiesti dal T.U.F. e dallo stesso regolamento Consob del 2013 e una sezione speciale in cui sono annotate le banche e le imprese d'investimento autorizzate.

Occorre riempire un questionario di idoneità e procedere con l'investimento.

## **REGOLE PER I GESTORI**

- Requisiti di onorabilità e di competenza dei soci e degli amministratori.
- Regole di condotta: diligenza, correttezza e trasparenza e gestione dei conflitti d'interesse.
- Obblighi informativi: antiriciclaggio, privacy dei dati sensibili, tutela degli investitori.
- Disciplina più leggera rispetto agli intermediari finanziari tradizionali, in quanto non possono detenere somme di denaro né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sul portale, ma li devono trasmettere a banche e SIM che provvedono a perfezionare la sottoscrizione.
- Proibita la consulenza finanziaria nei confronti degli investitori.

Il portale deve avere una sezione di *investor education* riservata agli investitori *retail* (diversi da banche, SIM, assicurazioni, ecc.). Per accedere alla sezione del portale dove è possibile aderire alle offerte, gli

investitori devono compilare un questionario *on-line* da cui risulta che hanno preso visione delle informazioni messe a disposizione, che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento e che sono in grado di sostenere economicamente l'investimento.

Se l'investitore *retail* non supera il percorso gli verrà negato l'accesso alle offerte presenti sul mercato.

In caso di violazione delle norme, la Consob può disporre la sospensione cautelare dell'attività del portale fino a quattro mesi, o la radiazione dal registro.

### **DISCIPLINA DELL'OFFERTA**

Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo come avviene per le normali offerte azionarie, ma solo una più semplice scheda informativa ridotta secondo il modello Consob e pubblicata sul portale.

L'ammontare dell'offerta non può superare i cinque milioni e deve avere a oggetto quote o azioni (non obbligazioni).

Le offerte possono essere "tutto o niente" oppure scindibili, per cui vanno a buon fine indipendentemente dalle somme raccolte. Una quota minima deve essere sottoscritta da investitori professionali, la cui funzione è essenzialmente di garanzia per i piccoli investitori che investono nel progetto.

### **INVESTOR PROTECTION**

Gli investitori *retail* hanno il diritto di revoca entro sette giorni dall'adesione o sette giorni dalla data di nuove informazioni. Tale diritto può essere esercitato anche in caso di cambiamenti significativi della situazione dell'emittente o delle condizioni dell'offerta.

Il gestore del portale deve verificare che:

- l'emittente abbia previsto nello statuto il diritto di recesso;
- nonché il diritto di co-vendita nel caso in cui i soci di controllo trasferiscono il controllo a terzi.

Le piattaforme, inoltre, a tutela dell'investitore, sono tenute ad aderire a un sistema di indennizzi o a stipulare un'assicurazione.

La diffusione del progetto avviene non solo attraverso la piattaforma che funge da vetrina, ma anche attraverso i contatti *on-line* dei promotori (Facebook, LinkedIn, Twitter). Il marketing, in effetti, non lo fa la piattaforma ma i promotori del progetto.

## **MODELLI GIURIDICI PER IL CROWDFUNDING**

La crescita esponenziale del *crowdfunding* ha sollevato interrogativi circa la prevenzione delle frodi, la mitigazione dei rischi, la valutazione dei progetti, la necessità di minimizzare i conflitti d'interesse, la protezione dei diritti degli apportanti.

I principali rischi e criticità del *crowdfunding* riguardano:

- rischio di perdita del capitale: alto tasso di mortalità delle *start-up*, settori spesso molto innovativi; imprenditori molte volte privi di esperienza;
- rischio di illiquidità : mancanza di un mercato secondario.

Per rispondere a questi problemi è necessario che le piattaforme esigano un elevato livello di informazioni sul progetto, ivi compreso la capacità creditizia.

Una seconda tipologia di rischi per l'investitore si riferisce alla piattaforma e comprende diverse fattispecie: mancato funzionamento della piattaforma (momentaneo o per sempre); attacco cibernetico; captazione fraudolenta dei finanziamenti per cui né gli investitori, né i promotori vedono soddisfatte le loro aspettative.

## **RAGIONI DELLA CRESCITA**

Per meglio comprendere le ragioni che hanno favorito l'esplosione del *crowdfunding* negli ultimi anni bisogna far riferimento alla crisi del 2008, che ha influito in forma significativa tanto sulla domanda quanto sull'offerta di finanziamento.

Dal punto di vista della domanda di finanziamento, l'intensa regolamentazione imposta al settore bancario, rafforzando sensibilmente le esigenze di capitali e di liquidità, ha provocato forti restrizioni nell'accesso al credito bancario, spingendo le imprese e i privati a cercare nuove alternative.

Dal punto di vista degli investitori, il *crowdfunding* ha offerto una nuova opportunità d'investimento, con rendimenti elevati, in un contesto caratterizzato da bassi tassi d'interesse.

Il fattore comunque più importante che ha determinato la crescita dell'industria è da ricercarsi nel progresso della tecnologia che ha consentito il dialogo diretto tra promotori e investitori, riducendo i costi grazie anche all'assenza di reti commerciali ampie, tipiche di un mondo bancario tradizionale e di grandi infrastrutture, come quelle proprie dei mercati finanziari, che ha permesso di ridurre i costi della transazione.

D'altra parte, potendo contare su di un gran numero di investitori potenziali, la probabilità di incontrare una controparte aumenta significativamente.

Tanto per i promotori, quanto per gli investitori, l'incrocio tra domanda e offerta si produce in tempi brevi, senza intermediari, con una operatività semplice e con la possibilità di accedere in qualsiasi momento o luogo.

I promotori possono essere reticenti a utilizzare questo canale per l'elevata mole d'informazione sul progetto diffusa al pubblico, tanto prima che dopo il finanziamento.

\* \* \* \*

Concludendo, l'*equity crowdfunding* e il *crowdfunding* in generale sono strumenti alternativi per finanziare i progetti di sviluppo. Il centro di ricerca DISEC può aiutare le imprese a coglierne le opportunità tramite la progettazione e la gestione delle campagne di *crowdfunding*: studio di fattibilità e pianificazione della strategia; consulenza alle *start-up* e PMI su investimenti all'interno delle piattaforme; assistenza per progettare ed eseguire campagne su piattaforme internazionali.