CFA Society Italy

Equity crowdfunding

La normativa, i trend, le valutazioni. Una ricerca empirica del mercato italiano

Indice

Autori 4

Ringraziamenti 7

Introduzione 8

1

Crowdfunding: definizione e ambiti applicativi 10

1.1 Il fenomeno del crowdfunding 11

1.2 Italiani pionieri: il contesto, elementi distintivi e quadro normativo 14

1.3 Il regolamento europeo 19

1.4 Le tipologie di crowdfunding 25

1.5 La descrizione dell'attività delle piattaforme di crowdfunding 28

1.5.1 Strategie, supporto e rapporto con l'emittente 29

1.5.2 Strategie, supporto e rapporto con l'investitore 30

1.6 Fisco più leggero per chi investe in startup e PMI innovative 33

2

Operatori, emittenti e investitori 36

2.1 Gli operatori 38

2.1.1 Business angels 38

2.1.2 Venture capital 44

2.1.3 Le piattaforme di equity crowdfunding (ECF) 47

2.2 Gli investitori delle piattaforme di ECF: chi sono e come stanno cambiando 52

2.3 Gli emittenti: chi può partecipare, chi effettivamente partecipa e perché 55

3

Equity crowdfunding, (ECF) fattori di cambiamento e trend in atto 60

3.1. Equity crowdfunding e democratizzazione degli investimenti: ne abbiamo bisogno? Perché? 61

3.2. I mercati dell'ECF a livello globale: peculiarità e trend in atto 74

3.3. Benvenuti nel new deal, ovvero la nuova frontiera dell'ECF 95

4

La valutazione dell'investimento ECF 100

4.1 L'analisi qualitativa del processo di valutazione 101

4.1.1 Il metodo scorecard (Bill Payne) 102

4.1.2 Il metodo della somma dei risk factor (Dave Berkus) 106

4.1.3 Il metodo dei venture capital 108

4.1.4 Altri metodi empirici 109

4.2 L'analisi quantitativa del processo di valutazione 111

4.2.1 Le metriche (KPI) 112

4.2.2 Valutazione sui multipli 114

4.2.3 Valutazione a DCF 115

4.2.4 Valore target: premio o sconto al fair value 116

4.2.5 L'evidenza empirica del pricing 117

4.3. LA GOVERNANCE 120

5

Evidenze empiriche 124

5.1 Le offerte ECF di successo: caratteristiche 126

5.2 Le offerte ECF non andate a buon fine: caratteristiche 130

5.3 Conclusioni 133

6

Exit e mercato secondario 136

6.1 Il Crowdlisting® 140

6.2 La quotazione sul mercato AIM Italia 150

Appendice – Elenco campagne analizzate 158

Autori

Oriana Cardani, CFA è Senior Equity Analyst in UBI Banca. Ha maturato una ventennale esperienza di analisi sui mercati finanziari in primarie istituzioni tra cui Gruppo RAS e Centrobanca nel ruolo di Sell Side Equity Analyst con particolare attenzione al mondo Tecnologia, Media e Telecomunicazioni (TMT) e al settore Lusso, sia blue chips che small caps. È attualmente parte del team di Equity Research di UBI Banca che si occupa di produrre equity research per i clienti istituzionali delle strutture di Corporate&Investment banking. È laureata in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano. È socio AIAF da dicembre 2006 ed ha acquisito il titolo di Chartered Financial Analyst (CFA) in novembre 2006.

È autrice del capitolo 1.4 "Le tipologie di crowdfunding", 1.5 "La descrizione dell'attività", 4.2 "L'analisi quantitativa del processo di valutazione" con focus su valutazione sui multipli, valutazione a DCF, valore target ed evidenza empirica del pricing ed è co-autrice del capitolo 5 "Evidenze empiriche".

Laura Oliva è CEO e cofondatore di eKuota, società fintech per il financial risk management. Siede nel board di LU-VE Group Spa, società quotata all'MTA e fa parte del Comitato rischi ed ESG.

Laureata in economia aziendale all'Università Luigi Bocconi di Milano, è esperta di tecnologie finanziarie e di gestione dei rischi finanziari per le aziende.

Ha lavorato per banche d'affari italiane ed estere (tra cui Allianz, Deutsche Bank e Caboto) con incarichi manageriali per le attività di origination e di collocamento per emissioni obbligazionarie e cartolarizzazioni. Ha organizzato e realizzato finanziamenti e private placement per i principali emittenti italiani. Scrive di mercati finanziari e risk management su riviste internazionali e blog online. È nel comitato Advocacy di CFA Society Italy.

Nel 2019 è stata nominata Woman in Fintech of the Year riconoscimento attribuitole da Ambasciata Britannica, Freshfields Bruckhaus Deringer e Borsa Italiana.

È autrice del capitolo 2 "Operatori, emittenti ed investitori", del capitolo 4.1 "L'analisi qualitativa del processo di valutazione" e del capitolo 4.2.1 "Le metriche (KPI)" ed è co-autrice del capitolo 5 "Evidenze empiriche".

Marcella Pasi, CFA dopo aver iniziato la sua carriera in Eurizon Capital Sgr è entrata nel 2010 a far parte del team Membership di Borsa Italiana Spa, all'interno dell'area Capital Markets. Attualmente è responsabile dell'onboarding di nuovi operatori sui mercati secondari e cura l'implementazione dei progetti che hanno impatti di membership per gli operatori ammessi alle negoziazioni.

È membro attivo di WIN - Women Inspired Network - di Borsa Italiana, community dedita a creare opportunità di networking, realizzare eventi e facilitare conversazioni a più livelli con l'obiettivo di promuovere l'inclusione e la cultura della diversity.

È diventata CFA Charterholder nel 2015 e da subito si è proposta come volontaria per CFA Society Italy: nel 2019 è stata eletta come Board Member dell'associazione.

È autrice del capitolo 6 "Exit e mercato secondario".

Roberta Pierantoni, avvocato esperta di diritto societario e di corporate governance di società (quotate e non), è partner dello studio legale e tributario Biscozzi Nobili Piazza di Milano con cui ha iniziato a collaborare nel 2005 al fianco del prof. Raffaele Nobili. Dal 2004 al 2015 ha collaborato con la cattedra di diritto commerciale del prof. Enrico Ginevra, prima presso l'Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo" e poi presso l'Università degli Studi di Bergamo dove nel 2008 ha vinto

un assegno di ricerca svolgendo una ricerca su "La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto: la regola della neutralizzazione delle difese preventive (c.d. *Breakthrough rule*)". Dal 2019 è docente a contratto nel Master PolisMaker del Politecnico di Milano, svolgendo lezioni in tema di disciplina giuridica delle start-up e PMI innovative, crowdfunding e private capital. È autrice di pubblicazioni in tema di corporate governance di società quotate e di finanza immobiliare ed è relatrice in seminari e convegni sulle medesime tematiche. Ha ricoperto e ricopre cariche in organi di amministrazione di società (quotate e non); attualmente è consigliere di Banca Mediolanum S.p.A., LU-VE S.p.A., Flowe S.p.A. – Società Benefit nonché membro dell'Organismo di Vigilanza di De'Longhi S.p.A.

È autrice dei capitoli 1.1 "Il fenomeno del crowdfunding", 1.2 "Italiani pionieri: il contesto, elementi distintivi e quadro normativo" e 1.3 "Il Regolamento Europeo".

Patrizia Saviolo, CFA è esperta di startup e PMI innovative. È consulente di direzione e collabora inoltre con BackToWork, piattaforma leader di equity crowdfunding.

Patrizia ha iniziato la sua carriera come finance analyst di Hewlett Packard Italia; successivamente ha lavorato per Levi Strauss Italy per la quale ha ricoperto il ruolo di Planning and Reporting Manager. Dal 1998 Patrizia, che ha un trascorso in GEA Consulenti, si occupa di consulenza di direzione, con specifico focus su temi di strategia, finanza e controllo.

Si è laureata con lode in Economia aziendale presso l'Università di Torino e fa parte dell'Alumni Club dell'IMD. È anche CFA Charterholder e volontaria in CFA Society Italy.

È autrice di svariati articoli su temi di finanza e strategia e co-autrice di due libri; in passato è stata anche autrice di pubblicazioni su seekingalpha.com

È autrice del capitolo 1.6 "Fisco più leggero per chi investe in startup e PMI innovative", del capitolo 3 "Equity crowfunding, (ECF) fattori di cambiamento e trend in atto" e del capitolo 4.3 "La governance" ed è co-autrice del capitolo 5 "Evidenze empiriche".

Ringraziamenti

L'idea di scrivere un paper sull'equity crowdfunding ci è venuta in occasione dell'ultimo evento annuale della nostra associazione, quando abbiamo notato la necessità di porre l'attenzione oltre la siepe delle asset class tradizionali. Da quell'evento (Febbraio 2020) tutto è cambiato a seguito della pandemia, ma nulla ha scalfito la consapevolezza che il mondo degli investimenti alternativi sia in fermento e che le opportunità di approfondimento non manchino. Il Fintech e la finanza alternativa sono un argomento vasto, abbiamo iniziato con l'approfondire l'Equity crowdfunding ma l'intenzione è quella di continuare.

Per portare avanti questo progetto abbiamo chiesto aiuto a specialisti in varie discipline che ci hanno fornito assistenza, critiche e suggerimenti creativi.

I colleghi del comitato advocacy hanno avuto una grande importanza, abbiamo beneficiato della loro esperienza e dei loro consigli lungimiranti. In particolare, grazie a Monica Romanin e Michela Aimar che hanno avuto la pazienza di leggere le bozze e darci suggerimenti preziosi.

Un grande ringraziamento va a Giovanpaolo Arioldi, Giovanni Vecchio e Francesco Zorgno per il prezioso tempo che ci hanno concesso nel realizzare le interviste contenute nel capitolo 6 e a Matteo Masserdotti, Pietro Pogliani e Alberto Bassi che ci hanno messo a disposizione materiale utile per le analisi.

Infine una nota di ringraziamento alla nostra associazione (CFASI) che è il collante di questo gruppo di volontari e un grazie a tutte noi autrici per la passione e l'entusiasmo profuso nella scrittura di questo paper, nonostante fossimo in lockdown, nel periodo più cupo della nostra storia.

Ad maiora!

Introduzione

Perché questo paper?

Il fenomeno del credit crunch, conseguente alla crisi finanziaria del 2007 prima e alla successiva crisi dei debiti sovrani poi, ha messo a dura prova la capacità delle aziende di reperire risorse finanziarie fresche. È in questo scenario che sono state poste in essere politiche economiche rivolte a incentivare le imprese al ricorso a strumenti alternativi di raccolta sia a titolo di capitale proprio che di capitale di debito. Contemporaneamente, lo sviluppo tecnologico applicato al mondo finanziario ha portato alla ribalta nuovi modi di "fare banca" perché ha soddisfatto le esigenze di semplicità, immediatezza e facilità d'uso dei clienti. Questo ha, tra l'altro, prodotto il noto fenomeno di disintermediazione bancaria che tutti conosciamo.

È in tale contesto che l'equity crowdfunding (la tipologia di funding che maggiormente tratteremo nel testo) si è imposto da un lato come una nuova fonte di finanziamento per le iniziative imprenditoriali nascenti e per le PMI e dall'altro come una nuova opportunità di investimento per i privati, che si è affiancato agli strumenti tradizionali quali i fondi, le azioni, le obbligazioni. È parte di un mondo chiamato Finanza Alternativa che è nato dalle nuove opportunità tecnologiche e dalle spinte imprenditoriali che hanno portato a modifiche della tradizionale regolamentazione finanziaria imponendo nuovi strumenti e nuovi prodotti finanziari.

Nell'equity crowdfunding emerge nettamente il concetto di economia collaborativa (sharing economy), sotto forma di finanziamento e investimento di progetti imprenditoriali supportati da una rete di investitori.

In questo paper abbiamo voluto proporre una rassegna delle principali metodologie ed esperienze pratiche per capire meglio come orientarsi in questo mondo pieno di novità. Ne è emersa una costante, progressiva evoluzione globale dello strumento in molteplici forme per adattarsi alle esigenze di finanziamento del mondo imprenditoriale e pubblico ed un processo di metamorfosi in atto, indotto dallo stesso regolatore, destinato a ridurre l'importanza della componente "crowd" a vantaggio di un crescente interesse da parte del mondo degli investitori istituzionali.

Il paper deriva dall'esperienza sul campo. Si ispira ai principi fondanti dell'associazione CFA (Charterholder Financial Analyst). In particolare poi si basa sul principio "Putting Investors First". Lo scopo è aiutare a tutelare l'interesse dell'investitore, il suo diritto a una informazione corretta e all'accurata valutazione dei rischi finanziari.

La redazione del paper è stata portata a termine nell'autunno 2020.

1

Crowdfunding: definizione e ambiti applicativi

1.1 IL FENOMENO DEL CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* è una forma di finanza alternativa che, grazie all'ausilio delle tecnologie, favorisce la raccolta di capitali da destinare alla realizzazione o all'implementazione di progetti imprenditoriali mediante l'interazione diretta tra prenditori di fondi e piccoli investitori rispettivamente interessati, da un lato, a trovare finanziamenti e, dall'altro, a diversificare il loro portafoglio con l'obiettivo di ottenere un profitto ovvero sostenere iniziative sociali, assistenziali, culturali, ambientali o di ricerca senza scopo di lucro.

Si tratta nella sostanza «*del finanziamento di un'attività, di un'idea da mettere in atto, di un possibile obiettivo o progetto da realizzare, che avviene per mano di una richiesta da parte di chi ne ha necessità, attraverso l'utilizzo di tecnologie e piattaforme del Web 2.0, in cui i potenziali finanziatori possono scegliere se effettuare una donazione, ottenere un diritto di preacquisto sul prodotto, oppure prestare o investire direttamente il proprio capitale in base alle proprie convinzioni in merito o magari basandosi sulle promesse dei fondatori richiedenti capitali o più semplicemente sull'aspettativa di un possibile ritorno di investimento*»[1].

L'interazione tra le imprese in cerca di finanziatori e la folla di piccoli investitori ("*crowd*") si esprime in varie forme di *crodwfunding* che, come si illustrerà in dettaglio nel seguito[2], si differenziano tra modelli che non prevedono una remunerazione dei finanziatori ("*donation crowdfunding*" e "*reward crowdfunding*"), e modelli che invece prevedono una possibile remunerazione dei finanziatori, riconducibili al c.d. "*crowdinvesting*"; tra questi ultimi vi rientrano:

I. il modello in base al quale il finanziatore partecipa al capitale di rischio dell'impresa divenendone socio ("*equity crowdfunding*");
II. il modello in cui il finanziatore partecipa in qualità di creditore dell'impresa concedendo un "prestito" in danaro per consentire la realizzazione del progetto e attendendosi alla scadenza del termine prefissato la restituzione delle somme rese disponibili, maggiorate di un interesse (prestito "*peer to peer*", o "*Social lending*" o ancora "*Lending crowdfunding*");
III. il modello attraverso il quale le imprese si finanziano cedendo ad un gruppo di investitori dei crediti prodotti nell'esercizio dell'attività d'impresa (ad esempio fatture commerciali non pagate o altri crediti), individualmente o in blocco (c.d. "*Invoice trading crowdfunding*")[3].

1 Così M. Hossain, G.O Oparaocha, *Crowdfunding: motives, definitions, tipology and ethical challenges in Entrepreneurship Research Journal*, Volume 7, 2016 consultabile all'indirizzo web https://www.degruyter.com/view/journals/erj/7/2/article-20150045.xml?language=en.

2 V. *infra* paragrafo 1.4.

3 Così, Banca d'Italia, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, dicembre 2019, pag. 27, consultabile all'indirizzo web https://www.bancaditalia.it/media/notizia/indagine-fintech-nel-sistema-finanziario-italiano/.

Con particolare riguardo all'*equity crowdfunding*[4], gli attori coinvolti sono tre: l'offerente, l'investitore e il gestore della piattaforma di *crowdfunding* che supporta entrambi i primi due attori al fine di garantire la qualità dei progetti proposti e la tutela dei finanziatori.

Origini del fenomeno "crowdfunding"

Una delle prime forme di *crowdfunding* viene fatta risalire dalla letteratura esistente[5] al XVI° secolo, periodo in cui nacquero le prime Borse Valori olandesi che svolgevano la funzione di raccolta di capitale per il finanziamento dei viaggi delle Compagnie delle Indie presso un elevato numero di soggetti appartenenti a ceti sociali molto diversi tra loro che donavano somme di denaro da destinare a tal fine.

Un'altra forma di finanziamento dal basso si colloca tra il XVIII° e il XIX° secolo, quando lo scrittore irlandese Jonathan Swift, al fine di contrastare la povertà del popolo irlandese, creò istituti di microcredito c.d. "*Irish Loan Fund*".

Un'altra tappa storica del fenomeno del *crowdfunding* risale al 1875 quando Joseph Pulitzer (famoso oggi per l'omonimo premio a lui dedicato) decise di lanciare, con un articolo pubblicato sul giornale "The World" di cui era proprietario, una campagna per raccogliere i fondi necessari (circa 150 mila dollari) per la costruzione del piedistallo della Statua della Libertà, offrendo come ricompensa la citazione nel giornale del nome di chiunque avesse partecipato con qualsiasi somma alla donazione. La raccolta ebbe successo e Pulitzer riuscì a raccogliere l'importo necessario per il completamento dell'opera grazie alle donazioni di oltre 100 mila soggetti.

Sul finire del XX secolo le iniziative di *crowdfunding* si moltiplicarono e assunsero sempre più i caratteri odierni del fenomeno. La parola *crowdfunding* fu usata per la prima volta nel 1976 dal regista indiano Shyam Benegal in occasione della produzione del film Manthan che raccontava le vite degli allevatori durante la Rivoluzione Bianca; in tale occasione Benegal ottenne dai produttori di latte dello stato del Gujarat, in cambio della citazione dei loro nomi sui titoli di coda in qualità di produttori della pellicola, i fondi necessari per la produzione del film a loro dedicato creando di fatto il primo caso di "*reward crowdfunding*".

Nel finire degli anni '90, con l'avvento di internet il fenomeno del *crowdfunding* iniziò a svilupparsi attraverso l'impiego di piattaforme online per il lancio di

4 L'analisi condotta nel presente lavoro si incentra prevalentemente sull'*equity crowdfunding* che ad oggi risulta essere una delle forme di *crowdfunding* maggiormente utilizzata in Italia e in Europa.

5 V., tra gli altri, C. Calveri ed R. Esposti, *Crowdfunding World 2013: report, analisi e trend*, 2013 consultabile all'indirizzo web http://download.derev.com/report/DeRev%20Lab%20-%20Crowdfunding%2World.pdf; A. Caldarone, *Il Crowdfunding: proposta di Regolamento ECSP*, Tesi di Laurea in *European business law*, Luiss Guido Carli, relatore Nicola De Luca, p. 7 e ss.

campagne che inizialmente furono principalmente di beneficienza, ma che poi si diversificarono, coinvolgendo ambiti quali la musica e l'arte. Uno dei primi esempi di *crowdfunding* mediante l'utilizzo di internet si ebbe nel 1997 quando, a seguito dell'annuncio della cancellazione del loro tour per mancanza di fondi, il gruppo rock dei Marillion riuscì ad esibirsi grazie alla somma di circa 60 mila dollari raccolta attraverso internet dai propri fans; nel 2001, la band utilizzò lo stesso meccanismo per finanziare la produzione di un nuovo disco[6]. Dal 2000 in avanti sono poi stati creati i portali online in cui poter proporre le proprie idee e sottoporle all'attenzione di potenziali *crowdfunders*. Nel 2001, da un'idea del produttore Brian Camelio è stato creato il portale ArtistShare; nel 2009, è stata la volta delle piattaforme Indiegogo e Kickstarter che hanno presentato varie idee tra cui la prima campagna per una missione su Marte, che raccolse in breve tempo migliaia di adesioni.

Per quanto riguarda l'Italia, una delle prime campagne di *crowdfunding* online di successo è stata condotta nel 2013 dalla piattaforma italiana DeRev che ha raccolto circa 790 mila euro da destinarsi alla ricostruzione della Città della Scienza di Napoli, distrutta da un incendio nel marzo dello stesso anno.

Oggi il fenomeno del *crowdfunding* si è ormai consolidato come una vera e propria forma di finanziamento a cui tutti (con differenti modalità) possono accedere.

Il crowdfunding dal punto di vista giuridico

Le soluzioni regolatorie del *crowdfunding* adottate in Europa sono varie o del tutto assenti in alcuni Stati Membri. Solo in pochi casi – primo fra tutti l'Italia – l'ordinamento nazionale prevede una disciplina *ad hoc* del *crodwfunding*. Altri ordinamenti riconducono il *crowdfunding* a normative già esistenti che ricomprendono, a seconda dei casi, la normativa dettata in materia di istituti di pagamento, imprese di investimento, fondi di investimento. Altri ordinamenti invece non prevedono nessuna disciplina del settore.

All'interno dell'Unione Europea si sono infatti sviluppati nel corso degli anni almeno quattro diversi contesti normativi di riferimento, talora inquadrabili nelle normative MiFID[7], talaltra in esenzioni, dando luogo ad un variegato e contraddittorio quadro

6 Per un approfondimento sull'argomento si rinvia a quanto riportato nel sito internet di "*Crowdfunding Cloud*" all'indirizzo https://www.crowd-funding.cloud/it/la-prima-campagna-di-crowdfunding-della-storia-marillion-1080.asp.

7 Tale normativa ricomprende la Direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MIFID o *Markets in financial instruments directive*) che ha disciplinato dal 31 gennaio 2007 al 2 gennaio 2018 i mercati finanziari dell'Unione europea. Dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore in tutta l'Unione la nuova direttiva 2014/65/EU (c.d Direttiva MiFID II) che, insieme alla MiFIR o *Markets in financial instruments regulation* (regolamento EU n. 600/2014) ha preso il posto delle precedente regolamentazione europea. Spetta ai singoli Stati componenti l'Unione il recepimento delle nuove regole UE, con l'adattamento della disciplina nazionale.

regolamentare, incompatibile con il regime di "Passaporto Europeo" e lasciando nascere e crescere un intero comparto economico destinato a rimanere senza confini[8].

Detta situazione, oltre a creare disparità di trattamento di investitori e gestori delle piattaforme all'interno del mercato unico, ha comportato per questi ultimi rilevanti difficoltà ad operare *cross-border*; ciò ha inciso (e continua ad incidere) sullo sviluppo dei portali (o piattaforme) online e conseguentemente del *crowdfunding* in generale, in quanto la difficoltà di operare a livello europeo, ha impedito di fatto, sino ad oggi, a questi portali di raggiungere dimensioni atte a permettere economie di scala.

Lo scorso 20 ottobre, all'esito di un *iter* lungo e travagliato, è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 "*relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese*" (nel seguito anche "Regolamento *crowdfunding*") di cui si dirà al successivo paragrafo, finalizzato alla creazione di un regime europeo armonizzato in materia di *crowdfunding* che, dal 10 novembre 2021 (data a partire dalla quale il regolamento troverà applicazione), consentirà ai fornitori dei servizi di *crowdfunding* ivi indicati di operare in tutti i Paesi dell'Unione Europea.

1.2 ITALIANI PIONIERI: IL CONTESTO, ELEMENTI DISTINTIVI E QUADRO NORMATIVO

Come accennato in precedenza, l'Italia è stato il primo stato europeo che ha legiferato in materia di *crowdfunding*: più precisamente, la materia specifica di cui si è occupato inizialmente il legislatore italiano è stato l'*equity crowdfunding* con una serie di provvedimenti legislativi che hanno dettato le modalità di accesso a questa forma di finanziamento mediante il ricorso a portali online. A fine 2018 l'ambito oggettivo di applicazione della normativa italiana in tema di raccolta di capitali tramite portali online è stato esteso, seppure con limitazioni, anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi delle PMI (fattispecie, queste, che rientrano nell'ambito del *lending crowdfunding*). Per le altre forme di *crowdfunding* la disciplina italiana rinvia alla consultazione di leggi già esistenti riguardanti l'appello

8 Così A.M. Lerro, *Crowd Investing Cross Border*, consultabile all'indirizzo web https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/ECSP-teoria/D-Whitepaper-Crowdadvisors.pdf.

al pubblico risparmio e i servizi a pagamento[9].

La disciplina dell'*equity crowdfunding* – cioè della facilitazione della raccolta di capitale di rischio (*equity*) di certe categorie di imprese effettuata da parte di portali online, gestiti da intermediari tradizionali autorizzati alla prestazione di servizi di investimento o da nuovi intermediari specializzati ("gestori di portali per la raccolta di capitali" iscritti nella sezione ordinaria di un apposito registro tenuto dalla Consob, cioè dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)[10] – è stata introdotta nell'ordinamento italiano dall'art. 30 del Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto "Crescita bis") convertito con Legge n. 221 del 17 dicembre 2012, ma è stata oggetto nel tempo di numerose revisioni che hanno riguardato anche la relativa normativa secondaria di attuazione dettata dalla Consob.

Con il succitato Decreto Crescita *bis* è stata infatti introdotta nell'ordinamento italiano – attraverso l'inserimento, tra l'altro, dell'art. 50-*quinquies* del D. Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza, nel seguito "TUF") relativo alla gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese contenuto in apposito nuovo capo del TUF, nonché dell'art. 100-*ter* del TUF relativo alle offerte attraverso questi portali - la possibilità per le start-up innovative ad alto valore tecnologico di offrire al pubblico le proprie azioni e quote rappresentative del capitale, mediante portali online gestiti da banche, imprese di investimento o da nuovi intermediari ("gestori di portali per la raccolta di capitale per gli offerenti" iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob).

Causa la severità della disciplina e la ristrettezza delle categorie di imprese ammesse ad offrire le loro azioni e quote attraverso portali e piattaforme online, la disciplina non ha riscosso successo, e ciò ha indotto il legislatore ad apportarvi alcune modifiche. La prima di queste è stata attuata dall'art. 4 del Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015 (c.d. Decreto "Crescita 3.0" o "Investement Compact" convertito con Legge 33/2015) che ha esteso la disciplina anche alle PMI

9 Per un'analisi della disciplina italiana dell'*equity crowdfunding* si rinvia a E. Macchiavelli, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia. Il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, Rivista di Diritto Bancario, 2018, Vol. I, pag. 1 e ss. (dell'estratto). Per un'analisi critica dell'istituto si veda V. De Stasio, *Il Crowdfunding* in *Il Testo Unico della Finanza*, Vol. 2, Mercati ed emittenti a cura di Cera e Presti, Zanichelli, 2020, pag. 2325 e ss. Per un approccio alla disciplina italiana del *lending-based crowdfunding* si rinvia, tra gli altri, a E. Macchiavelli, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in Banca e Borsa, parte I, 2018, pag. 63 e ss.

10 Così E. Macchiavelli, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding ...*, *op. cit*., pag. 1.

innovative[11] e agli organismi di investimento collettivo del risparmio o alle altre società di capitali (OICR e SICAV) che investono in start-up innovative ed in PMI innovative. Successivamente l'ambito di applicazione della disciplina è stato ulteriormente ampliato, prima dalla Legge di Bilancio 2017, poi dal D. Lgs 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale, che hanno rispettivamente esteso la disciplina alle PMI[12] e alle imprese sociali costituite in forma di società di capitali o di società cooperative.

Un'altra modifica della disciplina è stata operata in sede di recepimento della Direttiva MiFID II, dal Decreto Legislativo del 3 agosto 2017, n. 129 che ha adattato la disciplina del crowdfunding:

I. alle nuove disposizioni della MiFID II, imponendo ai gestori della sezione ordinaria del registro Consob l'adesione ad un sistema di indennizzo o la stipula di un'assicurazione professionale) e
II. al Regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. Regolamento Prospetto)13 cambiando la definizione di PMI14; tra gli altri correttivi apportati alla disciplina in esame dal suddetto D. Lgs. 129/2017 va inoltre evidenziata l'estensione del meccanismo alternativo di trasferimento delle quote ex art. 100-ter, comma 2-bis e ss. del TUF alle PMI in forma di società a responsabilità limitata.

Una rilevante novità rispetto alla disciplina previgente, è stata poi introdotta dalla Legge di bilancio 2019 che, intervenendo sulle disposizioni del TUF, ha ampliato

---

11 La definizione di PMI innovative è dettata dall'art. 4, comma 1 del Decreto Legge n. 3/2015. Ai sensi di questa norma sono PMI innovative le società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, che occupano meno di 250 dipendenti e, alternativamente, hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo non superiore a 43 milioni di euro (requisiti, questi, da valutarsi con riferimento all'eventuale gruppo di cui l'impresa è parte). A questi requisiti – richiesti in funzione del rinvio operato dalla norma alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361 - se ne aggiungono altri, ed in particolare:
   i. la residenza in Italia ai sensi del TUIR (art. 73 D.P.R. 917/1986), o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia;
   ii. la certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile o da una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili;
   iii. le loro azioni non sono quotate in un mercato regolamentato;
   iv. l'assenza di iscrizione nella sezione speciale del Registro delle imprese istituita per le start-up innovative (e per gli incubatori certificati).

12 All'epoca le PMI erano da identificarsi, sulla base della Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361, nelle imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un bilancio inferiore a 43 milioni di euro.

13 Si tratta del regolamento europeo relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che ha abrogato la direttiva 2003/71/CE.

14 Ciò ha comportato la modifica della definizione di "*portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*" dettata dall'art. 1, comma 5-*novies* del TUF), che nel testo attualmente vigente rinvia, per la definizione di PMI rilevante ai fini della disciplina del *crowdfunding*, all'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, ai sensi del quale sono PMI le "*società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR*".

l'attività dei gestori dei portali per la raccolta di capitali online, ricomprendendovi anche la promozione di offerte aventi ad oggetto obbligazioni e titoli di debito emessi dalle PMI[15].

L'ultimo intervento legislativo che ha riguardo la disciplina in esame è stato apportato dal D. Lgs. n. 165 del 25 novembre 2019 (c.d. "correttivo MiFID") che ha modificato l'articolo 50-*quinquies* del TUF al fine di eliminare, tra i requisiti patrimoniali che i gestori di portale devono soddisfare per essere iscritti nel relativo registro tenuto dalla Consob, quello dell'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori, mantenendo l'obbligatorietà della sola copertura assicurativa.

All'esito di tutte le suddette modifiche, la disciplina attualmente vigente nel nostro ordinamento in materia di raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali tramite portali online è dettata, a livello primario, da alcune disposizione del TUF, ed in particolare dall'art. 1, comma 5-*novies* che fornisce la definizione di "*portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali*"[16], dall'art. 50-*quinquies* che disciplina la gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e dall'art. 100-*ter* che disciplina le offerte attraverso detti portali online. L'attuazione della suddetta disciplina primaria è stata delegata alla Consob, la quale vi ha provveduto con il Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 "*sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*"[17] che nel corso degli anni è stato oggetto di modifiche successive conseguenti alle

15 In particolare, l'intervento legislativo ha esteso l'ambito di applicazione della normativa italiana in tema di portali per la raccolta di capitale online, prevedendo:

i. l'estensione della definizione di "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" dettata dall'art. 1, comma 5-novies del TUF, al fine di ricomprendere tra le attività esercitabili tramite tali portali anche quella della "raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese";

ii. l'integrazione di un nuovo comma all'art. 100-ter del TUF (norma che disciplina le offerte al pubblico condotte tramite uno o più di questi portali), che dispone la riserva della sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito (nei limiti dettati dal codice civile) ai soli investitori istituzionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuati dalla Consob, richiedendo che la stessa sottoscrizione sia effettuata in un'apposita sezione del portale, diversa rispetto a quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.

16 La norma, nella versione vigente, definisce "*portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali: una piattaforma on-line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese (...), delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*".

17 In origine il regolamento era denominato "*Regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali on-line*"; la denominazione è stata modificata dalla CONSOB a seguito dell'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina anche alle obbligazioni e ai titoli di debito emessi delle PMI, ad opera dalla Legge di Bilancio 2019.

modifiche legislative introdotte in materia[18].

In sintesi, la disciplina vigente nel nostro ordinamento in materia di raccolta di capitali tramite portali online consente

i. alle PMI come definite dal Regolamento (UE) 2017/1129[19] costituite in forma di società di capitali
ii. alle imprese sociali (pure costituite in forma di società di capitali), nonché
iii. agli organismi di investimento collettivo del risparmio che investono prevalentemente in PMI, di raccogliere presso il pubblico, attraverso portali online gestiti da "gestori di portali per la raccolta di capitali" (cioè banche e imprese di investimento autorizzate ai relativi servizi di investimento, nonché nuovi operatori autorizzati dalla Consob, tutti iscritti in un apposito registro istituito e tenuto dalla Consob stessa e consultabile online sul sito dell'Autorità):
    - capitale di rischio, mediante la sottoscrizione o la vendita di proprie azioni o quote rappresentative del capitale sociale;
    - finanziamenti, mediante la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito (offerta, questa, che può essere rivolta ai soli investitori istituzionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuati dalla Consob, nei limiti dettati in materia dal codice civile e a condizione che la sottoscrizione sia effettuata in un'apposita sezione del portale diversa rispetto a quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio).

Il registro dei gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali tramite portali on-line previsto dal comma 2 dell'art. 50-*quinquies* del TUF (nel seguito anche "Registro"), è istituito e tenuto dalla Consob in virtù delle attribuzioni che le sono conferite ai sensi del comma 5, lett. a) dell'art. 50-*quinquies*, del TUF comma 2 dell'art. 50-*quinquies* del TUF[20].

La disciplina del Registro (formazione, contenuto e pubblicità) è dettata dal Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 come successivamente modificato ed integrato che prevede: una sezione ordinaria nella quale, previa autorizzazione della Consob, vengono iscritti i soggetti in possesso di determinati requisiti indicati dal legislatore al comma 3 dell'art. 50-*quinquies* del TUF, ai quali viene fatto divieto di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi (v. comma 4 dell'art. 50-*quinquies* del TUF); una sezione speciale nella quale sono annotate le banche e le imprese di investimento che, intendendo svolgere l'attività di gestore

18 La versione attualmente in vigore del "*Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line*" di Consob è quella aggiornata con le modifiche apportate dall'Autorità con la delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020 al fine di allinearne il contenuto alle integrazioni introdotte dal D. Lgs. n. 165 del 25 novembre 2019 (c.d. "correttivo MiFID") all'art. 50-*quinquies* del TUF.

19 Cioè le "*società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR*".

20 Il Registro è consultabile all'indirizzo web http://www.consob.it/web/area-pubblica/crowdfunding-gestori.

di un portale, ne hanno dato preventiva comunicazione alla Consob.

I gestori dei portali sono soggetti alla vigilanza della Consob e sono, pertanto, tenuti al rispetto di requisiti, condizioni e adempimenti precisati nel Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 come successivamente modificato ed integrato.

La disciplina suddetta trova applicazione solo nel territorio italiano in quanto è stata adottata nell'ambito dell'esenzione *ex* art. 3 della Direttiva MiFID. Nel registro dei gestori di portali istituito da Consob possono iscriversi anche soggetti dell'Unione europea con sede stabile nel territorio italiano, che a seguito dell'iscrizione saranno tenuti a rispettare la relativa normativa dettata da Consob sottostando alla sua vigilanza.

1.3 IL REGOLAMENTO EUROPEO

A seguito della pubblicazione da parte della Commissione Europea, nel marzo 2018, della "*Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*" (nel seguito "Proposta di Regolamento Europeo"), dopo un confronto durato più di due anni, lo scorso 20 ottobre 2020 è stato pubblicato il Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo (nel seguito "Parlamento") e del Consiglio dell'UE (nel seguito "Consiglio") del 7 ottobre 2020 "*relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese*" (nel seguito anche "Regolamento *Crowdfunding*") che consentirà ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* sia basati sull'investimento (*equity crowdfunding*) che sul prestito (*lending crowdfunding*), di operare in tutti i Paesi dell'Unione Europea[21].

L'*iter* che ha condotto alla pubblicazione del Regolamento *Crowdfunding* è stato lungo e travagliato e ha avuto inizio nel 2014 con la pubblicazione da parte della Commissione Europea di una dichiarazione con la quale la Commissione aveva espresso il suo impegno a sostenere il *crowdfunding*, identificando il fenomeno come una priorità per stimolare gli investimenti e creare opportunità di lavoro nell'Unione Europea[22]. Sulla stessa linea si sono susseguiti numerosi documenti e *position paper* prodotti dagli uffici comunitari, primo fra tutti l'*Action Plan on building a Capital Markets Union* pubblicato dalla Commissione Europea con comunicazione del 30 settembre 2015, volto a stimolare una maggiore integrazione dei mercati

21 Il Regolamento Crowdfunding è consultabile all'indirizzo web https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R1503&from=IT.

22 Commissione Europea, Comunicazione "*Unleashing the potential of Crowdfunding*" del 27 marzo 2014 consultabile all'indirizzo web https://ec.europa.eu/info/publications/communication-crowdfunding_it.

finanziari europei[23]. In più occasioni il Parlamento ha affermato che, al fine di promuovere la crescita dei modelli finanziari non bancari, incluso il *crowdfunding* e il *peer-to-peer lending*, la *Capital Markets Union* deve creare un ambiente regolatorio appropriato per consentire l'accesso transfrontaliero alle informazioni sulle società che cercano credito o strutture di *equity*[24], giungendo a richiedere alla Commissione Europea di sostenere lo sviluppo di questi modelli, di studiarli e promuoverli, dando priorità alle dimensioni *cross-border* assicurando la riduzione di barriere all'ingresso sul mercato comunitario[25].

Nello stesso contesto, l'importanza del *crowdfunding* per lo sviluppo economico del mercato interno era stata confermata nel 2014 dalla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e nel 2015 dalla *European Banking Authority* (EBA) affrontando i principali temi regolatori e proponendo soluzioni. Al riguardo l'ESMA non ha mancato di evidenziare come la produzione normativa del fenomeno che si stava sviluppando in numerosi Stati Membri richiedesse un intervento urgente e prioritario volto a chiarire ed armonizzare la disciplina del *crowdfunding* a livello europeo.

Nonostante queste sollecitazioni, nel 2016 la Commissione Europea ha inaspettatamente bloccato il processo di armonizzazione escludendo qualsiasi intervento a livello europeo in materia di *crowdfunding* e giustificando la sua decisione in considerazione della natura prevalentemente locale del fenomeno e del fatto che il mercato del *crowdfunding* era ancora relativamente limitato[26]. A fronte della proliferazione di regimi nazionali che ha progressivamente ostacolato la diffusione del *crowdfunding* su base transfrontaliera, nel dicembre 2017 la Commissione Europea ha però rivisto questa sua posizione[27], giungendo l'8 marzo 2018 a pubblicare, nel più ampio piano di promozione e sviluppo di nuove tecnologie

23 Il piano d'azione si basa su quattro principi chiave (creare maggiori opportunità per gli investitori, collegare i finanziamenti all'economia reale, promuovere un sistema finanziario più forte e resiliente e approfondire l'integrazione finanziaria e aumentare la concorrenza) e mira a raggiungere, entro il 2019, gli obiettivi della Commissione attraverso varie proposte legislative e non legislative, che mirano, tra l'altro, a superare le barriere informative agli investimenti delle PMI, rafforzare l'accesso ai mercati pubblici, sostenere gli investimenti nelle infrastrutture e facilitare gli investimenti transfrontalieri.

24 Risoluzione del Parlamento Europeo del 9 luglio 2015 su "*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*", consultabile all'indirizzo web https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2015-0268_IT.html?redirect.

25 Risoluzione del Parlamento Europeo del 19 gennaio 2016 sul tema "*Verso un atto sul mercato unico digitale*", consultabile all'indirizzo web https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0009_IT.html.

26 Commissione Europea, Crowdfunding in the EU Capital Market Union, Commission Staff Working Document, SWD (2016) 154 final, 3 May 2016, p. 31, consultabile all'indirizzo web https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf.

27 Commissione Europea, *Identifying market and regulator obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU*, Report prepared for the European Commission, December 2017, consultabile all'indirizzo web https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf.

per il sistema finanziario (*Fintech*)[28], la Proposta di Regolamento Europeo.

Sulla proposta della Commissione Europea hanno preso poi posizione nel luglio 2018 il Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo, il 27 marzo 2019 il Parlamento in prima lettura e lo scorso 20 luglio 2020 il Consiglio. Con comunicazione del 31 luglio 2020 la Commissione Europea ha preso atto della posizione adottata al riguardo dal Consiglio, rilevando come la stessa – pur comportando una serie di modifiche alla sua proposta – fosse fedele agli obiettivi originari dell'iniziativa legislativa. La Proposta di Regolamento Europeo con le modifiche indicate dal Consiglio è stata poi approvata formalmente da parte del Parlamento in seconda lettura e il 20 ottobre scorso il Regolamento *Crowdfunding* è stato pubblicato nella "*Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*"; la sua entrata in vigore è avvenuta il 10 novembre 2020 (ventunesimo giorno dalla sua pubblicazione nella "*Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*"), mentre la sua applicazione è fissata a partire dal 10 novembre 2021.

L'iniziativa del legislatore europeo è volta a favorire il consolidamento a livello europeo dei portali/piattaforme di *crowdfunding* che vogliono operare in più Stati membri, attraverso l'istituzione di norme uniformi in materia di *crowdfunding* a livello UE, al fine di consentire le attività di *crowdfunding* in tutto il mercato unico dell'UE per il finanziamento delle imprese che si trovano in una fase iniziale e il finanziamento alternativo delle PMI. In particolare, i due obiettivi specifici del Regolamento *Crowdfunding* vengono indicati dalla Commissione Europea

i. nel consentire alle piattaforme di espandersi a livello transfrontaliero attraverso la creazione di un regime di licenza che possa essere utilizzato in tutta l'Unione Europea senza la necessità di ulteriori autorizzazioni in ciascun Stato Membro, e
ii. nel fare in modo che le piattaforme siano soggette a un quadro normativo che ne assicuri l'adeguata gestione e protegga i finanziatori, concentrando l'attenzione su una sana gestione dei rischi e un'adeguata divulgazione delle informazioni. La Commissione Europea non ha inoltre mancato di evidenziare come il regolamento contribuisce anche a diversificare ulteriormente il sistema finanziario europeo a vantaggio della stabilità finanziaria, della tutela degli investitori e della concorrenza tra gli operatori del mercato.

In tale ottica, il Regolamento *Crowdfunding* prevede un regime opzionale (c.d. *opt-*

28 Commissione Europea, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, Comunicazione COM (2018), 109 final, 8 march 2018.

in) rispetto alla normativa nazionale applicabile[29], al quale i gestori delle piattaforme di prestiti o di investimenti in valori mobiliari che intendono operare *cross-border* potranno scegliere di sottostare per condurre la loro attività di *crowdfunding* in regime di mutuo riconoscimento in tutti gli Stati membri, compreso quello di appartenenza. Qualora invece il gestore della piattaforma di *crowdfunding* intenda limitare la propria operatività a livello nazionale potrà decidere se seguire il regime giuridico eventualmente previsto dal singolo Stato membro di appartenenza, oppure se aderire comunque al regime europeo. L'adesione al regime europeo comporterà in quegli Stati Membri che, come l'Italia, sono dotati di una disciplina *ad hoc* del *crowdfunding*, la revoca dell'autorizzazione al fornitore di servizi di *crowdfunding* concessa ai sensi della normativa nazionale applicabile, che dovrà essere sostituita da analoga autorizzazione da richiedere ai sensi del Regolamento *Crowdfunding*. Inoltre, la disciplina europea non è cumulabile con quella dettata per le imprese di investimento (che se vorranno offrire servizi di *crowdfunding* dovranno farlo sottostando al regime MiFID).

Quanto ai contenuti specifici del Regolamento *Crowdfunding*, questo si articola in quattro principali aree attinenti:

i. la natura e l'ambito di applicazione del regolamento,
ii. il procedimento di autorizzazione e vigilanza,
iii. gli obblighi degli operatori di crowdfunding e la protezione degli investitori,
iv. le regole di marketing e la sollecitazione attiva all'investimento[30].

Gli aspetti più significativi del Regolamento *Crowdfunding* si possono riassumere, in estrema sintesi, nei punti seguenti:

- la disciplina europea dettata dal Regolamento *Crowdfunding* si applica *(i)* solo agli operatori di piattaforme che promettono all'investitore un ritorno economico (*financial-return-crowdfunding*) per l'impiego di danaro, con riferimento a prestiti e valori immobiliari, restando pertanto sicuramente escluse le piattaforme di *donation* e *reward*; *(ii)* agli operatori di *crowdfunding* che forniscano i servizi indicati dall'art. 3 del Regolamento *Crowdfunding*

29 Nella relazione alla Proposta di Regolamento Europeo, la Commissione Europea evidenzia infatti che "*essa non sostituisce, laddove esistano, le norme nazionali in materia di crowdfunding*". Si veda al riguardo D. Valiante, *Il Crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in Rivista delle Società, 2018, pag. 964, il quale evidenzia come il regime standard corrisponda "*all'applicazione tout court della MiFID*" (cioè della Direttiva 2004/39/UE) "*previa identificazione di servizi della piattaforma come servizi d'investimento ex Annex I(A) MiFID dalle autorità competenti*", a meno che il singolo Stato Membro non abbia adottato l'esenzione consentita dalla MiFID per il caso di fornitura esclusiva dei due servizi d'investimento rappresentanti da *(i)* ricezione e trasmissione di ordini (RTO) e *(ii)* consulenza in materia d'investimenti.

30 Per l'analisi critica dei contenuti della Proposta di Regolamento Europeo si rinvia, tra gli altri, a E. Macchiavelli, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in dirittobancario.it, marzo 2018, consultabile all'indirizzo web http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding; D. Valiante, *op. cit.*, pag. 959 e ss.; A.M. Lerro, *op. cit.*.

(cioè i servizi che si esplicano nell'attività di incrocio degli interessi a finanziare e ad essere finanziati di investitori e portatori di progetti attraverso l'uso di piattaforme di *crowdfunding* e consistenti nella facilitazione della concessione di prestiti e/o nel collocamento senza garanzia riguardanti valori mobiliari); la proposta della Commissione Europea prevedeva in origine che, nel caso in cui i servizi offerti dalla piattaforma si dovessero estendere anche a servizi più complessi (quali, ad esempio, servizi riconducibili ai servizi di consulenza o gestione dei portafogli o a fondi alternativi), i gestori della piattaforma avrebbero dovuto invece richiedere un'autorizzazione "piena" in base alla disciplina MiFID o seguire quanto previsto dalla normativa nazionale; sul punto è intervenuto il Consiglio che, con la sua proposta del 20 luglio 2020, ha esteso l'ambito di applicazione del Regolamento *Crowdfunding* anche ai servizi di gestione individuale di portafogli prestiti[31]; sempre su proposta del Consiglio, l'ambito di applicazione del Regolamento *Crowdfunding* è stato inoltre esteso anche agli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* (quote delle società a responsabilità limitata. Al fine di garantire la certezza del diritto in merito alle persone e alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione, rispettivamente, del Regolamento *Crowdfunding* e della Direttiva MiFID II, ed evitare situazioni in cui la stessa attività sia soggetta a più autorizzazioni all'interno dell'Unione, il legislatore europeo ha introdotto una modifica alla Direttiva MiFID II prevedendo l'esclusione dall'ambito di applicazione della direttiva medesima i soggetti autorizzati come fornitori ai sensi del Regolamento *Crowdfunding*. Tale modifica alla Direttiva MiFID II è stata apportata ad opera della Direttiva (UE) 2020/1504 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 che è stata pubblicata contestualmente alla pubblicazione del Regolamento *Crowdfunding* e che entrerà in vigore alla stessa data di applicazione del regolamento medesimo;

- il Regolamento *Crowdfunding* non si applica ai titolari di progetti che si qualificano quali consumatori (cioè persone fisiche che agiscono per scopi estranei alla loro attività commerciale e professionale) e troverà applicazione solo per le offerte di *crowdfunding* che, in relazione ad un singolo progetto, non superino nell'arco di 12 mesi un corrispettivo totale massimo di 5 milioni di euro, con una deroga temporanea di 24 mesi per gli Stati membri i cui prospetti prevedono una soglia inferiore a 5 milioni di euro (limite questo, inizialmente fissato dalla Commissione Europea in 1 milione di euro, poi elevato nel senso suddetto dal Consiglio nella posizione espressa in prima lettura lo scorso 20 luglio 2020)[32]; a ciò consegue che, nel rispetto della disciplina europea dettata dal Regolamento *Crowdfunding*, le offerte che superino tale soglia non potranno essere ammesse sui portali di *crowdfunding*;
- è previsto un periodo di transizione di 24 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento *Crowdfunding* (*i.e.* sino al 10 novembre 2022), durante il quale i fornitori di servizi di

31 E. Macchiavelli, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, op. cit, pagg. 3 e 4.

32 Sul punto il Parlamento si era espresso suggerendo di innalzare la soglia inizialmente proposta della Commissione Europa a 8 milioni di euro (limite, questo, di raccolta massima previsto dalla normativa europea dettata dal Regolamento Prospetto).

crowdfunding che opteranno per il regime europeo, nell'attesa dell'autorizzazione ai sensi del Regolamento *Crowdfunding*, potranno continuare a prestare servizi di *crowdfunding* inclusi nell'ambito di applicazione del regolamento conformemente al diritto nazionale applicabile;

- il Regolamento *Crowdfunding* comprende una serie di misure volte a tutelare gli investitori, tra cui disposizioni in materia di *governance*, valutazione del rischio, obblighi di dovuta diligenza, entità del potere discrezionale che i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono esercitare quando offrono servizi di gestione individuale di portafogli, prestiti, trattamento dei reclami, conflitti di interessi, esternalizzazione, servizi di custodia delle attività del cliente e servizi di pagamento e garanzie prudenziali;
- in tema di autorizzazioni e vigilanza, è previsto che il rilascio dell'autorizzazione ad operare quale fornitore di servizi di *crowdfunding* a norma del Regolamento *Crowdfunding* spetti alle autorità nazionali competenti degli Stati membri (punto questo oggetto di modifica da parte del Consiglio, che non ha condiviso la proposta iniziale della Commissione di affidare tale funzione all'ESMA). Le autorità competenti che rilasciano l'autorizzazione dovranno vigilare inoltre sui fornitori di servizi di *crowdfunding* e avranno il potere di revocare l'autorizzazione a talune condizioni specifiche. L'ESMA dovrà tenere un registro dei fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati e può inoltre chiedere informazioni per garantire la coerenza delle autorizzazioni rilasciate;
- ai fini della tutela degli investitori, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovranno offrire ai clienti informazioni corrette, chiare e non fuorvianti. Il Regolamento *Crowdfunding* contiene al riguardo misure attinenti la pubblicazione del tasso di *default*, un test delle conoscenze ai fini dell'ammissione e una simulazione della capacità di sostenere perdite, un periodo di riflessione precontrattuale, una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, le bacheche elettroniche e l'accesso alla documentazione;
- nel rispetto del Regolamento *Crowdfunding*, le comunicazioni di marketing dovranno essere chiaramente identificabili come tali e le informazioni che vi figurano devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Viene inoltre richiesto alle autorità competenti di pubblicare e mantenere aggiornate sui propri siti web le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative nazionali applicabili alle comunicazioni di marketing;
- il Regolamento *Crowdfunding* stabilisce i poteri minimi di indagine e di vigilanza che dovrebbero essere conferiti alle autorità competenti e impone a queste ultime di cooperare tra di loro e con l'ESMA, e detta inoltre misure relative al segreto professionale e alla protezione dei dati;
- in tema sanzionatorio, il Regolamento *Crowdfunding* prevede sanzioni e misure amministrative minime in caso di violazione delle sue disposizioni e detta norme relative al diritto di impugnazione, alla pubblicazione delle decisioni e alla segnalazione all'ESMA delle sanzioni imposte;
- viene inoltre imposto alla Commissione di presentare al Parlamento e al Consiglio, prima del 23 novembre 2023, una relazione (da redigersi consultando l'ESMA e l'Autorità bancaria

europea), che dovrà valutare ventisei aspetti del Regolamento *Crowdfunding* analiticamente indicati nel regolamento medesimo[33];

- il Regolamento *Crowdfunding* sarà ricompreso nell'elenco degli atti dell'Unione che costituiscono l'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2019/1937 riguardante *"la protezione delle persone che segnalano violazioni del diritto dell'Unione" (c.d. Whistleblowing)* che stabilisce norme minime comuni volte a garantire la protezione dei c.d. *whistleblowers* negli ordinamenti degli Stati Membri (il Regolamento *Crowdfunding* ha infatti modificato la citata direttiva europea al fine di renderla applicabile alle violazioni del regolamento medesimo).

1.4 LE TIPOLOGIE DI CROWDFUNDING

Gli attuali metodi di crowdfunding si distinguono tra loro per la diversa finalità perseguita e quindi per le differenti tipologie di contropartita offerta a fronte del finanziamento.[34] In particolare, i principali modelli sono quattro e possono essere ricondotti a due categorie: quelli basati sulla logica della donazione e quelli fondati sull'idea dell'investimento finanziario (detti anche crowdinvesting).

I due modelli fondamentali senza remunerazione finanziaria sono i seguenti:

1. donation crowdfunding: permette agli investitori di donare una determinata somma per sostenere iniziative sociali, assistenziali, culturali, ambientali, sportive o di ricerca senza scopo di lucro. Viene generalmente attivata da organizzazioni no-profit ma ne possono fare ricorso anche singoli che vogliono sostenere una campagna personale di raccolta fondi per una causa ritenuta meritevole. Chi partecipa non ha nessun ritorno materiale o economico ma esclusivamente un beneficio morale.
2. reward crowdfunding: l'investitore fa una donazione per un progetto o un'attività imprenditoriale aspettandosi alla sua conclusione una ricompensa di carattere non finanziario ma materiale e generalmente proporzionale all'importo versato. Il ritorno economico è solitamente il riconoscimento di una parte del prodotto o del servizio finanziato e talvolta è prevista la possibilità di collaborare alla creazione del progetto finanziato; vi è poi il beneficio intangibile della visibilità in merito al supporto economico concesso. Il promotore è spesso una PMI, una startup o un singolo innovatore che decide di testare un prodotto e farsi finanziare un'opera d'arte o una prima produzione per cui realizza una vendita in anticipo del prodotto ad un prezzo di favore.

I due principali modelli di crowdinvesting sono:

33 Si veda l'art. 45 ("Relazione") del Regolamento *Crowdfunding*.

34 Per un approfondimento sul tema delle molteplici forme in cui si presenta il fenomeno del finanziamento "crowd" in Italia e all'estero si veda Giancarlo Giudici, "5° Report italiano sul crowdfunding", Politecnico di Milano, luglio 2020, Commissione europea, "Il crowdfunding, cosa è", Aprile 2015 e Tania Ziegler, Rotem Shneor, Karsten Wenzlaff, Britney Wanxin Wang, Jaesik Kim, Ana Odorovic, Felipe Ferri de Camargo Paes, Krishnamurthy Suresh, Bryan Zheng Zhang, Daniel Johanson, Cecilia Lopez, Leyla Mammadova, Nicola Adams, Dan Luo, "The global alternative financial market finance market benchmarking report" Cambridge Centre for Alternative Finance, April 2020.

1. Equity crowdfunding: il finanziatore destina una somma di denaro ad un'azienda ricevendone in cambio azioni o quote rappresentative del capitale sociale, così da entrare a far parte della compagine societaria. L'investimento è di natura finanziaria ed ha un beneficio proporzionale alla quota acquisita sul totale. Questo modello è spesso adottato da piccole start-up, per trovare fondi per il lancio o lo sviluppo.
2. Prestito Peer-To-Peer o social lending o lending crowfunding: i finanziatori prestano denaro per un progetto aspettandosi di ricevere la restituzione del denaro che hanno prestato, maggiorato di un interesse. Tale meccanismo permette il prestito di denaro tra privati ed è una situazione molto simile a quella del finanziamento bancario dove però il prestito viene fornito da un gran numero di investitori. Di solito, questo tipo di crowdfunding è usato da aziende o da privati che non vogliono (o non possono) chiedere un prestito ad una banca.

Un sottoinsieme del crowdinvesting è il *real estate crowdfunding* che permette di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in cambio di una remunerazione del capitale. Si può trattare dell'acquisto di un immobile, di una ristrutturazione o dello sviluppo di un progetto greenfield, anche infrastrutturale. Le piattaforme real estate possono essere equity, debt o ibride.

Esiste infine una quarta categoria di crowdinvesting a sostegno delle PMI rappresentata dall'*invoice trading*, dove una fattura commerciale viene ceduta in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma. In Italia è nata nel 2016 come risposta ai tempi lunghi di smobilizzo delle fatture con i canale tradizionale.

I tagli di investimento sono abbastanza elevati e ad ogni fattura corrisponde tipicamente un singolo investitore. Inoltre, le PMI che ricorrono all'*invoice trading* sono generalmente quelle con più difficoltà di accesso al classico canale bancario in quanto più rischiose. Tutte queste caratteristiche rendono necessaria una professionalità nella valutazione dell'investimento. Questo mercato, non a caso, si è evoluto verso forme di raccolta rivolte ad investitori istituzionali.

Nel tempo i modelli base si sono evoluti in forme ibride che mischiano elementi di più tipi di crowdfunding. A titolo di esempio ricordiamo:

1. il royalty-based crowdfunding dove è prevista una ricompensa di natura monetaria consistente nella partecipazione ai profitti o ai ricavi associati all'investimento, pur in assenza di un titolo di proprietà sul progetto o di un diritto al rimborso del capitale;
2. il corporate crowdfunding dove le aziende si rivolgono a dipendenti, clienti e comunità per finanziare iniziative di responsabilità sociale;
3. il civic crowdfunding, per cui le amministrazioni pubbliche promuovono campagne per coinvolgere i cittadini nel finanziamento di progetti pubblici;
4. il crowdfunding con titoli di debito dove i privati investono in un titolo di debito emesso dall'impresa, quale un'obbligazione.

Nel caso di un'impresa, la selezione della forma di crowdfunding a cui fare ricorso tra le tre tipologie principali dipenderà dalla natura del progetto da finanziare e dal proprio stadio di evoluzione.

TABELLA 1: L'APPLICABILITÀ DELLE DIVERSE TIPOLOGIE DI CROWDFUNDING RISPETTO AL VARIARE DELLE ESIGENZE DI IMPRESA

	Reward crowdfunding	Equity crowdfunding	Lending crowdfunding
Start-up	x	x	
Pre lancio commerciale	x		
Impresa in espansione		x	x
Acquisizioni		x	
Rifininziamenti		x	x
Investimenti in strutture			x

Fonte: elaborazione interna

Bibliografia del paragrafo:

- Giancarlo Giudici, "5° Report italiano sul crowdfunding", Politecnico di Milano, luglio 2020
- Tania Ziegler, Rotem Shneor, Karsten Wenzlaff, Britney Wanxin Wang, Jaesik Kim, Ana Odorovic, Felipe Ferri de Camargo Paes, Krishnamurthy Suresh, Bryan Zheng Zhang, Daniel Johanson, Cecilia Lopez, Leyla Mammadova, Nicola Adams, Dan Luo, "The global alternative financial market finance market benchmarking report" Cambridge Centre for Alternative Finance, April 2020.
- Documento di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia di azioni ordinarie e warrant di CrowdFundMe S.p.A., Marzo 2019
- Commissione europea, "Il crowdfunding, cosa è", Aprile 2015

Sitografia:

- http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding.

1.5 LA DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ DELLE PIATTAFORME DI CROWDFUNDING

Il gestore del portale di crowdfunding supporta sia l'offerente che l'investitore al fine di garantire la qualità dei progetti proposti e la tutela dei finanziatori.[35]

La prima esigenza dei portali di crowdfunding è di attrarre le due controparti e a tale fine predispone un sistema informatico in grado di far fronte alle loro necessità.

Inoltre, è per loro necessario intraprendere misure dirette ad ottenere la massima visibilità mediatica sull'attività svolta ed i risultati conseguiti. In particolare, identifichiamo le seguenti possibili iniziative:

1. creazione di campagne di marketing mirate, tipicamente online su piattaforme social e di editoria digitale;
2. organizzazione e/o partecipazione ad eventi legati al tema dello sviluppo e finanziamento di idee imprenditoriali;
3. presenza in programmi di educazione finanziaria diretta al pubblico dei potenziali sottoscrittori;
4. pubblicizzazione di aziende e/o campagne di raccolta di successo.

Le attività principali al servizio dell'offerente sono le seguenti:

1. consulenza in materia di struttura finanziaria e strategia industriale e commerciale;
2. consigli su professionisti a cui potersi rivolgere per avere supporto nello sviluppo di piani aziendali e redazione di business plan, in modo da mettere a disposizione dell'impresa competenze specifiche senza correre il rischio di incorrere in possibili conflitti di interesse con interventi diretti da parte del portale;
3. ricorso a esperti indipendenti nei vari settori per convalidare l'analisi di fattibilità tecnica dei progetti proposti e per un'eventuale valutazione di brevetti, marchi o altri asset;
4. consulenza nella comunicazione per impostare l'attività di marketing, specialmente sui social networks;
5. organizzazione di eventi esplicativi, convegni, seminari e tavole rotonde.

Con riguardo agli investitori, il ruolo fondamentale del portale è quello di fornire informativa idonea di investor education, che espliciti caratteristiche e rischi degli investimenti proposti, così da assicurare un'adeguata preparazione all'investimento. A tutela degli investitori retail, il gestore non può consentire che questi aderisca alle offerte presenti sul portale senza aver compilato un apposito questionario on-line da cui risulti che hanno preso visione delle informazioni messe a disposizione e che hanno compreso le caratteristiche e i rischi dell'investimento.

35 La descrizione dettagliata dell'attività svolta da un portale di crowdfunding in Italia è stata ripresa dal documento di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia di azioni ordinarie e warrant di CrowdFundMe S.p.A., Marzo 2019

Il gestore del portale di crowdfunding svolge inoltre l'attività di ricerca degli investitori rilevanti.

In Italia il portale non è tenuto a pubblicare un prospetto, ma una scheda informativa (non approvata dalla Consob) che deve essere redatta secondo il modello stabilito dalla stessa autorità. Rilevano tra le informazioni da fornire agli investitori, specifici obblighi di disclosure quali: il business plan dell'offerente, i curriculum vitae dei promotori/organi sociali, i rischi specifici dell'offerta, l'informativa contabile. La qualità dell'informativa fornita all'investitore per assumere una decisione è un elemento di differenziazione competitiva ed un importante fattore critico di successo.

1.5.1 Strategie, supporto e rapporto con l'emittente

Il portale di crowdfunding instaura un rapporto diretto con l'emittente sia nel processo di screening del progetto che in quella di supporto allo stesso per prepararlo alla raccolta dei fondi.

Il processo di selezione si articola tipicamente nei seguenti passaggi:

i. la società interessata a promuovere un'offerta invia la documentazione relativa al proprio progetto, generalmente tramite apposito modulo reperibile sul portale;
ii. il team dedicato allo scouting del portale analizza l'idea imprenditoriale per verificarne potenzialità e possibili aree di miglioramento;
iii. in caso di esito positivo dell'analisi, collabora con l'ideatore per affinare il progetto in termini di efficacia espositiva e di strategie di comunicazione. Se i progetti sono di particolare natura tecnologica è possibile che vengano coinvolti consulenti specializzati nei relativi settori;
iv. in caso di esito positivo delle attività di analisi/valutazione, il progetto viene pubblicato sul portale;
v. si avvia l'offerta al pubblico.

Attività a supporto del Progetto

Il gestore dei portali di crowdfunding svolge tutte le attività volte a supportare l'offerente nella redazione della documentazione necessaria ai fini della pubblicazione del progetto, ovvero:

i. la revisione della forma e dello storytelling per rendere la descrizione dei progetti il più fruibile possibile;
ii. l'attività di onboarding che implica sia l'assistenza nell'impostazione del messaggio strategico sia la consulenza nella selezione dei dati da riportare sul portale;
iii. la consulenza legale o notarile;
iv. la comunicazione e il marketing che accompagna la pubblicazione del progetto, che può

essere diffuso su canali digitali (newsletter, community, social) e tradizionali (inserzioni cartacee, affissioni, stampa);

v. l'informativa agli investitori sull'andamento della società nella quale è stato effettuato l'investimento tramite un flusso di informazioni periodico.

1.5.2 Strategie, supporto e rapporto con l'investitore

In Italia i gestori non possono detenere somme di denaro di pertinenza degli investitori né eseguire direttamente gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti sui propri portali, dovendo a tal fine trasmetterli esclusivamente a banche o SIM. Inoltre, non possono svolgere in alcun modo consulenza finanziaria nei confronti degli investitori. Tuttavia, il portale gestito da un soggetto iscritto nel registro tenuto dalla Consob deve mettere a disposizione dell'investitore le informazioni necessarie ad assumere consapevoli decisioni di investimento[36].

In sintesi, il portale deve assicurare che l'investitore sia messo in grado di acquisire una adeguata conoscenza in merito ai tre principali aspetti del crowdfunding:

1. Il portale: l'investitore deve sapere chi lo gestisce, in che modo sono selezionate le offerte, come sono gestiti gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti, i costi a carico degli investitori, le misure che il portale ha predisposto per gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, i reclami e il corretto trattamento dei dati personali, i dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti, la normativa di riferimento, i link al registro tenuto dalla Consob, alla sezione di investor education predisposta dalla Consob e alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle start-up innovative e agli incubatori, i provvedimenti sanzionatori o cautelari che la Consob ha adottato nei riguardi del gestore del portale e le iniziative assunte nei confronti delle start-up innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.
2. L'investimento in capitale di rischio emesso da una start-up o PMI: l'investitore deve essere informato sul rischio di perdere l'intero capitale investito, di non poter "liquidare" in tempi brevi e che non percepirà i dividendi sugli utili finché la società sarà una start-up innovativa (perché la legge ha posto un divieto), sui benefici fiscali introdotti dal Decreto crescita bis (durata e decadenza), sulle deroghe al diritto societario ed al diritto fallimentare, sui contenuti tipici di un business plan e sul diritto di recesso che il Regolamento Consob attribuisce agli investitori retail esercitabile entro sette giorni dalla data dell'adesione on-line all'offerta.
3. Le singole offerte, relativamente alle quali il portale deve pubblicare: una "scheda" redatta

36 Le informazioni riportate sono state estratte dal sito Consob http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding. In particolare, si fa riferimento all'approfondimento 7 "Quali sono le informazioni che deve fornire il portale", all'approfondimento 8 "Il percorso consapevole che gli investitori retail devono completare per poter aderire alle offerte on-line" ed all'approfondimento 10 "Quali sono le informazioni sulle singole offerte che trovo sul portale".

secondo il modello standard previsto dal Regolamento Consob (massime 5 pagine per favorire la diffusione delle informazioni sulle singole offerte, la comparabilità delle stesse nonché la riduzione delle asimmetrie informative), l'elenco delle banche e delle imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione, il conto corrente (vincolato) della start-up innovativa e della PMI innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte, le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revoca dell'adesione all'offerta che il Regolamento Consob attribuisce agli investitori retail nei casi in cui sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento, e infine le informazioni sullo stato delle adesioni alle offerte.

Il processo di investimento per l'investitore deve quindi prevedere i seguenti passaggi:

i. la registrazione sul portale crowdfunding con contestuale lettura e accettazione della documentazione;
ii. la presa visione delle informazioni di investor education sul sito internet della Consob;
iii. la dichiarazione, da parte dell'investitore, di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intende effettuare;
iv. l'effettuazione del test di appropriatezza pubblicato sul portale che accerta la messa a disposizione di informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza in materia di investimenti.

Tuttavia, qualsiasi sia il risultato del test, l'investitore può procedere con l'investimento ed effettuare l'ordine tramite bonifico. Decorso il periodo di offerta, qualora la campagna si concluda con esito positivo, il portale ne darà comunicazione, verranno svincolate le somme versate sul conto indisponibile dell'offerente e, successivamente, i titoli saranno sottoscritti ed acquistati dall'investitore e allo stesso intestati, assegnati o consegnati. Se la campagna non si conclude con successo, le somme corrisposte dagli investitori per la sottoscrizione verranno restituite. Alla chiusura dell'offerta il portale dovrà verificare che il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali e che siano state rispettare tutte le altre condizioni della singola offerta.

Bibliografia del paragrafo:

- Giancarlo Giudici, "5° Report italiano sul crowdfunding", Politecnico di Milano, luglio 2020
- Tania Ziegler, Rotem Shneor, Karsten Wenzlaff, Britney Wanxin Wang, Jaesik Kim, Ana Odorovic, Felipe Ferri de Camargo Paes, Krishnamurthy Suresh, Bryan Zheng Zhang, Daniel Johanson, Cecilia Lopez, Leyla Mammadova, Nicola Adams, Dan Luo, "The global alternative financial market finance market benchmarking report" Cambridge Centre for Alternative Finance, April 2020.
- Documento di ammissione alle negoziazioni su AIM Italia di azioni ordinarie e warrant di CrowdFundMe S.p.A., Marzo 2019
- Commissione europea, "Il crowdfunding, cosa è", Aprile 2015

Sitografia:

- http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding.

1.6 FISCO PIÙ LEGGERO PER CHI INVESTE IN STARTUP E PMI INNOVATIVE

Chi decide di investire in una startup o PMI innovativa prende in considerazione svariati fattori, come vedremo meglio nei capitoli successivi. I vantaggi fiscali non possono essere "la ragione" di un investimento di questo tipo, ma possono sicuramente essere un ulteriore elemento da considerare. Prova ne sia il fatto che, a parità di condizioni, gli investitori prediligono sempre entrare nel capitale di aziende che assicurano di poter portare a casa qualche risparmio in materia di imposte.

Fatta questa doverosa premessa, abbiamo già di fatto scoperto le carte: il vantaggio fiscale dipende dalla natura innovativa dell'impresa e non dallo strumento con il quale l'investimento viene effettuato. In altri termini, non è l'aver aderito a un'offerta di equity crowdfunding che porta con sè sgravi fiscali per chi investe, ma piuttosto l'aver effettuato l'investimento a titolo di capitale proprio in un'azienda innovativa. Che poi questa sia una startup innovativa o piuttosto una PMI innovativa poco importa al legislatore fiscale. Non solo, se l'ingresso nella compagine societaria è avvenuto attraverso tavoli privati di negoziazione anziché con lo strumento dell'equity crowdfunding, il trattamento ai fini fiscali è lo stesso.

Senza avere pretesa di entrare eccessivamente nei dettagli tecnici, vediamo allora le principali connotazioni di questi vantaggi.

Un primo elemento di distinzione è la natura (fisica o giuridica) dell'investitore:

1. Le persone fisiche hanno diritto a una detrazione di imposta del 30% sull'importo dell'investimento effettuato.
2. Per le persone giuridiche il vantaggio fiscale in termini percentuali è ancora una volta pari al 30%, ma a titolo di deduzione dalla base imponibile.

Diversi sono anche i limiti a tali vantaggi:

1. Se ci soffermiamo infatti sulle persone fisiche, l'investimento massimo detraibile non può eccedere l'importo di €1.000.000 per ciascun periodo. Ne deriva un risparmio massimo conseguibile pari a €300.000/anno. Se l'ammontare della detrazione supera l'imposta lorda, l'eccedenza può essere riportata a credito entro i 3 anni successivi.
2. Per quanto attiene le persone giuridiche, l'investimento massimo deducibile non può eccedere l'importo di €1,8 milioni in ciascun periodo d'imposta. Considerando l'aliquota IRES al 24%, ne deriva un risparmio IRES massimo all'anno di €129.600. Qualora la deduzione sia di ammontare superiore al reddito complessivo dichiarato, l'eccedenza può' essere computata in aumento dell'importo deducibile dal reddito complessivo dei periodi di imposta successivi non oltre il terzo, fino a concorrenza del suo ammontare.

Tutto ciò è quanto previsto, in linea generale, dall'art. 29 (commi 1, 4 e 7) del DL n. 179/2012.

A questo punto si rendono necessarie alcune puntualizzazioni.

1. Nelle intenzioni del Legislatore, è evidente non solo la volontà di favorire gli investimenti in imprese innovative, ma anche quella di fare in modo che le risorse finanziarie raccolte da tali aziende rimangano effettivamente a loro disposizione per un periodo ragionevole, identificato in 3 anni. Questo significa che, qualora l'investitore cedesse la propria partecipazione prima della scadenza dei 3 anni, non solo perderebbe il vantaggio fiscale eventualmente riportato a nuovo, ma anche quello di cui avesse già usufruito.
2. Ci sono poi casi particolari, all'interno di questa regola generale, che meritano attenzione. Si pensi all'ipotesi in cui l'investitore voglia mantenere la propria partecipazione nel medio termine, ma sopravvenga un evento di natura straordinaria tale per cui i soci fondatori esercitano il diritto di drag-along previsto dallo statuto dell'azienda. In tal caso il singolo è "trascinato" nella cessione delle proprie quote. In tali casi sembrerebbe essere confermato il vantaggio fiscale derivante dall'investimento a suo tempo effettuato poiché il successivo disinvestimento non sarebbe espressione della volontà del singolo investitore, ma rientrerebbe nel più ampio ambito di una cessione straordinaria. Resta ferma tuttavia la possibilità per l'Agenzia delle Entrate di sindacare l'eventuale elusività dell'operazione.
3. Il Decreto Rilancio del maggio 2020, emesso per contrastare gli effetti devastanti del COVID-19 sul sistema economico, prevede una detrazione fiscale al 50%, fino a un tetto di spesa di €100.000, per le persone fisiche che investono in startup innovative. Anche in questo caso vale la regola del mantenimento in portafoglio per almeno 3 anni, pena la decadenza dal beneficio e la restituzione del vantaggio fiscale eventualmente già utilizzato.
4. L'intento del legislatore appare in questo caso proprio quello di favorire gli investimenti diretti in economia reale da parte di business angel e piccoli risparmiatori. Già nel 2019 si era effettuato un tentativo di maggiore spinta propulsiva agli investimenti in aziende innovative. Si era infatti previsto l'innalzamento del beneficio fiscale al 40%. La norma avrebbe dovuto passare al vaglio della Commissione Europea, ma la richiesta di fatto non è mai stata presentata e il beneficio è rimasto uno slogan conclamato e mai realizzato. A differenza di allora, invece, questa agevolazione fiscale rientra tra gli incentivi de minimis che non devono essere sottoposti al vaglio di Bruxelles. Inoltre, per gli importi eccedenti il limite di €100.000 è applicabile il solito beneficio del 30%.
5. Non dimentichiamo infine che non basta dichiarare di avere investito in imprese innovative per poter godere dei vantaggi fiscali e non basta neppure la riprova dell'avvenuto versamento dell'importo a titolo di capitale proprio a favore delle aziende selezionate. Il Legislatore fiscale vuole infatti degli investimenti effettuati a favore di un'azienda innovativa e tale prova deve essere fornita dall'azienda stessa, non dall'investitore. In breve, l'azienda deve rilasciare una specifica certificazione nella quale attesta di:

a. aver ricevuto un ammontare complessivo di conferimenti non superiore a €15 milioni (tale è il limite che il Legislatore fiscale impone affinché i singoli investitori possano godere delle agevolazioni, limite introdotto nel 2016 in conformità con la disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato per gli investimenti in capitale di rischio);
b. l'entità dell'investimento effettuato dal singolo investitore nel periodo d'imposta. In caso di superamento del limite dei 15 milioni di euro, l'agevolazione viene meno solo limitatamente alla quota di investimento eccedente questa soglia.

In breve, se volessimo tentare di capire le ragioni sottostanti alle agevolazioni fiscali relative agli investimenti in economia reale, potremmo affermare che:

1. L'innovazione sta diventando un tema cardine del nostro tessuto economico e il Legislatore non ha voluto, né potuto ignorarlo. Le misure di agevolazione previste, soprattutto le più recenti contenute nel Decreto Rilancio, sono anche il risultato degli input provenienti da un coro di imprese innovative.
2. Gli investimenti in economia reale devono fare leva su risorse finanziarie che vanno oltre a quelle a disposizione delle persone giuridiche (aziende, gruppi, operatori istituzionali) per arrivare ad attrarre investitori privati che vogliano contribuire allo sviluppo di nuove iniziative imprenditoriali. Possono essere gli angel, tanto preziosi nel loro ruolo di mentor e advisor all'interno delle neonate imprese, ma anche i piccoli risparmiatori e le famiglie che, non solo in ottica di diversificazione dei portafogli, ma anche del "sentirsi parte di un progetto" possano vedere di buon grado l'investimento diretto in aziende.
3. Le imprese hanno bisogno di poter contare su risorse permanenti e crescenti: di qui la necessità di disincentivare investimenti "mordi e fuggi" e di dare ancora più spazio ai risparmi spesso improduttivi delle persone fisiche.

Ci vorrà qualche anno, probabilmente, per verificare quanto queste politiche possano essere efficaci, ma è indubbio che lo strumento dell'equity crowdfunding possa essere una modalità per rendere ancora più diffusa e più facilmente fruibile l'informativa relativa a vantaggi fiscali spesso ignoti ai più.

Sitografia:

- agenziaentrate.gov.it
- assolombarda.it
- creazioneimpresa.net
- pmi.it

2

Operatori, emittenti e investitori

Finanza e fiducia sono strettamente legate, tanto è vero che la radice della parola credito è credere. Gli investitori investono solo in attività in cui credono. La fiducia è un elemento essenziale tra l'azienda e i suoi finanziatori, è la dimostrazione che c'è qualcuno che crede che in futuro ci sarà un ritorno positivo grazie all'attività imprenditoriale. Condurre una nuova impresa verso il successo è sicuramente una esperienza appassionante. Ogni singolo traguardo è importante, dall'avvio, all'ottenimento dei primi fondi, al raggiungimento del break-even e poi la crescita fino all'uscita e l'eventuale realizzazione del ritorno sulla vendita delle quote.

Il finanziamento dell'avvio, delle attività iniziali dell'azienda è chiamato Pre-seed. È la fase in cui l'idea imprenditoriale non è ancora validata da un mercato o da un brevetto e le risorse sono necessarie per testare la tecnologia o il mercato. La fase successiva è chiamata Seed, quando il team è ancora incompleto ma il prodotto o servizio ha una validazione iniziale (prototipo o beta test). Nella fase successiva, Early Growth (detta anche First Round), l'azienda ha un team solido anche se in crescita e ha un chiaro riconoscimento di mercato. Infine le fasi di Growth (Second e Third Round) sono quelle tipiche di un'azienda che ha dimostrato di avere un buon marketing, un buon management e un track record di vendite.

Come la maggior parte delle esperienze umane, l'impresa è una attività fondata su una rete di relazioni personali senza le quali non ci potrebbero essere risultati positivi. I protagonisti del percorso di raccolta dei capitali sono gli investitori che hanno creduto nell'imprenditore e del suo progetto imprenditoriale, i business angel, i venture capitalist e le realtà che aggregano piccoli e grandi investitori come le piattaforme di crowdfunding. Senza di loro l'iniziativa imprenditoriale probabilmente non avrebbe il successo che merita.

Chi sono questi operatori e cosa li spinge a investire in attività così rischiose? È importante conoscerli per capire quali sono le motivazioni, per guadagnarsi la loro fiducia ed attrezzarsi adeguatamente per ottenerne il supporto. Il successo di una azienda nella fase di startup, dipende in gran parte dalla sua abilità di costruirsi un network di investitori, clienti, collaboratori e altre aziende operanti nello stesso settore, una comunità di operatori grazie alla quale ottiene la fiducia che le occorre per avviare l'impresa. Una comunità (anche detta una "folla" dall'inglese "crowd") che condivide il desiderio di costruire un futuro migliore per un successo duraturo.

2.1 GLI OPERATORI

2.1.1 Business angels

I business angel (BA) sono individui che dispongono di un consistente patrimonio personale (c.d. High Net Worth Individuals) e che sono interessati all'investimento in aziende appena nate, le startup. I BA si assumono il rischio d'impresa e affiancano gli imprenditori anche con la presenza nel CDA dell'azienda investita. Il loro interesse nasce anche dalla possibilità di poter contribuire con le loro competenze tecniche e manageriali alla riuscita del progetto imprenditoriale.

Tipicamente i BA investono insieme ad altri BA (angel syndicate o club deal), oppure insieme a fondi di venture capital (VC), insieme a family office e anche utilizzando le piattaforme di crowdfunding.

Il business angel investe nelle prime fasi di vita dell'azienda e il suo contributo parte da un minimo di 5-10 mila euro fino anche a 100-200 mila euro ma in genere senza superare i 500 mila euro.

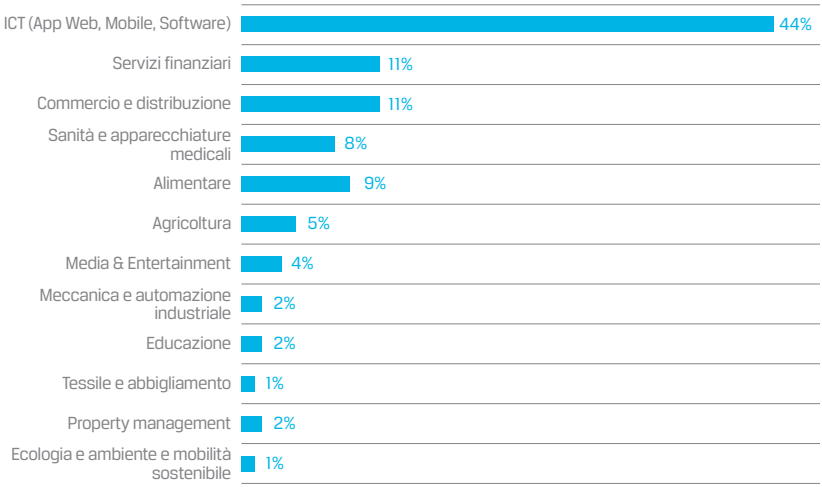
Il tipico business angel italiano secondo l'associazione IBAN[1] ha fra i 30 e i 50 anni, una esperienza da manager, è laureato, è uomo (le donne investitrici sono il 17%) e vive nel Nord Italia. Ha un patrimonio personale inferiore ai 2 milioni di Euro e investe meno del 10% in operazioni di angel investment. La percentuale di equity investita nella società target raramente supera il 20%.

Le principali caratteristiche degli investimenti:

- Il 52% degli investimenti è stato di importo inferiore ai 100.000 euro di totale investito;
- Il settore che ha beneficiato maggiormente è stato l'ICT seguito dai Servizi Finanziari e dal Commercio;
- Il crowdfunding è stato utilizzato per il 29% del totale delle imprese investite, con un investimento medio di 23.000 Euro;
- Rari i disinvestimenti, sono solo il 2% del campione.

1 2019 Survey IBAN 2018 - Il mercato dell'angel investing in Italia

GRAFICO 1: LA DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI CON RIFERIMENTO AI DIVERSI SETTORI FINANZIATI (INTESO COME NUMERO DI INVESTIMENTI E NON COME CAPITALE APPORTATO).



Fonte: Survey IBAN 2019

L'importanza dei business angels[1] è aumentata notevolmente negli ultimi anni e il valore dell'investimento apportato alle nuove imprese è cresciuto. Nel corso del 2018 sono state 147 le aziende partecipate in Italia, in netta crescita rispetto alle 86 dell'anno precedente[2]. Gli investimenti in collaborazione con altri fondi di VC sono stati pari a 158 milioni di Euro, mentre i BA operanti senza fondi hanno investito circa 40 milioni di Euro.

Il tipico processo di investimento di un business angel è riassumibile come segue:

- Ricerca dei potenziali candidati attraverso il network di BA e l'interazione con incubatori, acceleratori, piattaforme di crowdfunding e altri componenti dell'ecosistema;
- Selezione degli investimenti sulla base delle preferenze desiderate per le caratteristiche principali (tipologia di settori, importi, anzianità, fatturato, crescita ecc.);
- Contatto iniziale delle aziende individuate per la presentazione (il c.d. pitch) del business plan;

2 2019 AIFI - IBAN Early Stage in Italia - Rapporto VEM

- Due diligence per la verifica formale di ogni aspetto del piano aziendale, della tecnologia e dell'organizzazione;
- Negoziazione delle condizioni dell'investimento (Term sheet), le principali clausole di corporate governance: capitale investito, clausole statutarie, quote societarie, exit;
- Investimento e versamento del capitale con la firma ufficiale dei documenti concordati;
- Supporto post-investimento per aiutare le aziende a raggiungere gli obiettivi desiderati.

Quali aziende sono interessanti per i BA?

Sono le aziende con un valido progetto di sviluppo, guidate da un buon team, trasparenti e per le quali si prevede una modalità di disinvestimento che conduce a un buon ritorno sul capitale investito. Ai BA occorre offrire una organizzazione societaria flessibile, una costante attività di reporting, la rappresentanza nel CdA, diritti di veto, priorità nella distribuzione delle dei proventi (Liquidation preference) e clausole di tutela per l'uscita (Put, Drag along e tag along)[3].

I fattori principali considerati al momento della valutazione del progetto imprenditoriale sono[1]:

- Le caratteristiche del prodotto/servizio;
- Il potenziale di crescita del mercato;
- La possibilità di poter svolgere un ruolo imprenditoriale.

In sintesi, i BA investono in attività imprenditoriali "scalabili", ovvero aziende che hanno la potenzialità di crescere rapidamente in 5-7 anni ed arrivare entro questo periodo, a una valutazione tale da consentire una uscita che potenzialmente garantisca un alto multiplo sul capitale iniziale investito. Una azienda è scalabile quando è in grado di replicare le proprie attività in differenti settori o aree geografiche attraverso investimenti in marketing e R&S.

Per esempio, una azienda che ha una valutazione all'avvio di 1 milione di Euro e che si espande in tante località diverse con lo stesso business model e dopo 5 anni fattura 20 milioni di Euro, per una valutazione di 25 milioni di Euro, è un business scalabile. Perché è cresciuta rapidamente in vari mercati geografici e quindi è arrivata a una valutazione pari a 25 volte il capitale investito iniziale.

Dunque i BA si aspettano un alto rendimento atteso per i loro investimenti, nell'ordine minimo di 15-20 volte il capitale investito. Per avere una idea di quali sono le possibilità di arrivare alla fine del processo di selezione dei BA, vediamo che in un report della British Business Angel Association del 2009[4] su 9.640

3 Vedi capitolo 4.3. La governance

4 2011 Mason, Colin M. and Harrison, Richard T., Annual Report on the Business Angel Market in the United Kingdom: 2009/10

business plan ricevuti, sono state 764 (8%) le aziende che sono passate alla fase di presentazione e pitch e di queste 238 (31%) hanno ricevuto l'investimento.

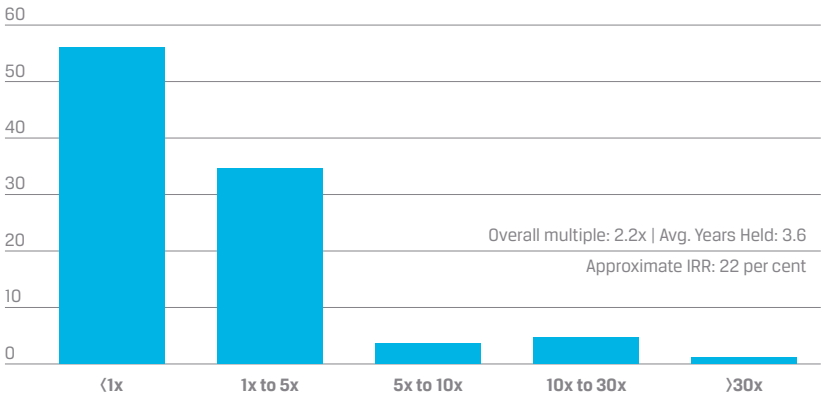
I principali criteri che conducono a una valutazione positiva all'investimento sono:

- Alto potenziale di crescita;
- Buon team;
- Caratteristiche distintive del prodotto;
- Concret e strategie di uscita (Exit);
- Alti ricavi attesi.

Nel sondaggio dell'associazione europea Ebaniste[5] si individuano i motivi per cui i BA non hanno investo nelle startup che hanno incontrato nell'ultimo quinquennio: alte valutazioni e poca consapevolezza dei rischi.

Per quanto riguarda questi ultimi, risulta che gli imprenditori non avessero una chiara percezione dei rischi impliciti nel loro business plan o che non li avessero considerati adeguatamente.

GRAFICO 2: LA DISTRIBUZIONE DEI RITORNI DEGLI INVESTIMENTI DEI BA



Fonte: 2009 Robert E. Wiltbank, Siding with the Angels

5 2011 Mason, Colin M. and Harrison, Richard T., Annual Report on the Business Angel Market in the United Kingdom: 2009/10

Per conoscere le performance di rendimento degli investimenti dei BA, vediamo in un sondaggio della fondazione Kauffman[6] su un campione di BA statunitensi, che il rendimento realizzato per un singolo investimento con un taglio medio da 50 mila USD è pari a 40 mila USD (mediana), mentre per un investimento da 190 mila USD il rendimento in media è di 486 mila USD. Più grande è il taglio dell'investimento e maggiore è il ritorno. Inoltre, il multiplo medio all'uscita è risultato pari a 2,6 volte il valore iniziale investito detenuto per una media di 3,5 anni (IRR 27%)[7]. In un paper del 2009[8] dell'associazione British Business Angels Association si afferma che il 56% delle exit non è sufficiente a rimborsare il capitale investito mentre il 9% produce più di 10 volte il capitale iniziale. Il ritorno sul totale degli investimenti è pari a 2,2 volte il capitale investito e dato il tempo di investimento medio di meno di 4 anni, l'IRR generato è pari al 22%.

Le chiavi di successo degli investimenti secondo l'associazione inglese sono due:

1. BA con esperienze imprenditoriali hanno performance migliori specialmente negli investimenti early-stage. Quelli con esperienze nello specifico settore, falliscono molto meno;
2. Una analisi preliminare accurate e il coinvolgimento nella gestione migliorano le probabilità di successo.

Molto importanti sono le indicazioni di Eban[9] sulla mitigazione dei rischi: il mercato e il team sono fondamentali. Avere una validazione in termini di vendite o di ordini da clienti e un team bilanciato con più di un imprenditore-fondatore, sono le condizioni migliori per diminuire i rischi di fallimento dell'iniziativa.

Quali sono le motivazioni diverse dal rendimento che contribuiscono alla scelta dell'investimento[10]?

La maggior parte dei BA ama lavorare con gli imprenditori. Alcuni pensano che sia una forma di give-back, un sentimento altruistico di condivisione dei propri successi o di riconoscimento per il supporto a propria volta ricevuto in passato. Spesso è una attività gestita part-time alla fine dell'età lavorativa che consente di rimanere coinvolto nelle attività professionali e in un network di colleghi con gli stessi interessi. Solitamente investono in attività per loro note, in settori contigui alla loro esperienza professionale. L'investimento in startup è comunque una parte limitata del loro patrimonio, di solito al massimo il 5-10% ed è diversificata tra più iniziative, per ridurre i rischi. Inoltre è buona prassi per il BA, detenere una riserva

6 2010 Angel Capital Education Foundation, Angel Group Financial Performance Research
7 L' IRR è il tasso di interesse che azzera il valore attuale degli investimenti. IRR = (Cn/C0)1/n-1
8 2009 Robert E. Wiltbank, Siding with the Angels
9 2018 Eban report on why Business Angels do not invest
10 2011 William H. Payne, The Definitive Guide Raising Money From Angels

di liquidità per finanziare i round successivi ed evitare di diluirsi in caso di ingresso di nuovi soci. I BA pianificano l'investimento in quote graduali, a diverse scadenze temporali, ovvero in più round. Lo fanno per vari motivi, per esigenze dell'azienda, perché può accadere che ci siano necessità di cassa impreviste e anche per prevenire la diluizione quando ci sono altri investitori che entrano nel capitale sociale. Per gli investitori che entrano dopo il primo round, è molto importante che i primi investitori, quelli già nel capitale sociale, vogliano mantenere una partecipazione e continuare ad investire ancora, perché è una dimostrazione di fiducia che viene mantenuta nelle prospettive dell'azienda. Viceversa se i primi investitori vogliono uscire, è considerato un segnale negativo, un allarme per chi sta valutando l'investimento. In media il primo round di raccolta dei capitali con BA nella fase di seed corrisponde ad una partecipazione tra il 20% e il 40% del capitale sociale. Se la startup è in una fase successiva al seed (c.d. growth), allora la quota in vendita può essere inferiore al 20%. Gli incentivi fiscali per i BA sono un fattore molto importante. In Italia gli investimenti in aziende innovative possono essere esclusi dalle imposte a determinate condizioni tra cui la durata di vita della società e la durata dell'investimento.

Bibliografia del paragrafo:

- 2014 David S. Rose, Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups, John Wiley & Sons
- 2015 Matthew C. Le Merle, Capturing the expected returns of angel investors in groups
- 2013 EBAN Raising Business Angel Investment European Booklet for Entrepreneurs
- 2015 S. Etula, FIBAN Guide to finding an angel investment
- Italian Business Angels Network. (2008). Guida pratica allo sviluppo di progetti imprenditoriali . Retrieved from http://www.iban.it/frontend/iban/public/file/Guidapratica.pdf
- Lahti, T. (2011). Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. Venture Capital,
- Capizzi, V. e R. Giovannini (2010) Business Angels e Informal Venture Capital in Italia, Bancaria Editrice, Roma.
- EBAN (2009) Compendium of co-investment for Business Angels, and early stages found in Europe, EBAN Pubblication.
- EBAN (2011) Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs, Special Paper, Nove
- 2010 Ramon P. DeGennaro Gerald P. Dwyer Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Group
- 2006 Richard Sudek, Journal of Small Business Strategy Angel Investment Criteria

Sitografia:

- www.iban.it
- www.eban.org
- www.italianangels.it
- https://www.techcoastangels.com/angels/
- https://www.angelcapitalassociation.org
- https://www.ukbaa.org.uk
- ukbusinessangelsassociation.org.uk

2.1.2 Venture capital

Il venture capital (VC) è un intermediario finanziario che raccoglie fondi da un gruppo di investitori, come banche, fondi pensione ed assicurazioni per investirli nel capitale di società innovative e con alti tassi di crescita. È un investitore istituzionale interessato ad aziende con una alta redditività potenziale, come quelle derivanti da prodotti o servizi con un valore riconosciuto o con un chiaro vantaggio competitivo.

In Italia è regolamentato come un fondo di investimento mobiliare chiuso promosso da una società di gestione. Il fondo è definito chiuso perché non è consentito liquidare le quote prima della scadenza.

Il VC investe in molteplici attività (il c.d. portafoglio) che consentono di diversificare i rischi, dato l'alto tasso di fallimento tipico delle startup. Le aziende che hanno successo devono essere in grado di compensare le perdite di quelle che sono fallite e assicurare un ritorno elevato sul capitale investito iniziale.

I VC si differenziano dai BA perché non investono nelle aziende nella prima fase di avvio (la fase c.d. pre-seed) e hanno un periodo di tempo fissato dal regolamento del fondo (generalmente 6-8 anni) entro cui devono liquidare gli investimenti. Il fondo investe nei suoi primi anni di vita, a seguire aiuta le aziende investite a crescere, fino ad arrivare all'ultimo periodo, quando cerca in ogni modo di disinvestire. Entro la scadenza del fondo occorre liquidare e rimborsare gli investitori cercando di ottenere un rendimento il più alto possibile. Liquidare a qualunque costo può essere molto pericoloso per l'imprenditore perché potrebbe essere costretto ad accettare condizioni di uscita non favorevoli.

L'uscita (Exit)[11] può avvenire tramite:

- vendita ad un'altra azienda;
- vendita ad un altro investitore;
- riacquisto da parte dell'imprenditore;
- quotazione in borsa.

All'ingresso del fondo, l'imprenditore è soggetto a una diluizione che nei primi round di raccolta può essere elevata e arrivare fino al 40% (ovvero il 60% rimane di proprietà dell'imprenditore). Nei round successivi l'imprenditore può arrivare a diluirsi ulteriormente e l'imprenditore o il team che ha avviato l'azienda può essere soggetto a una diluizione importante fino a perdere la maggioranza. Per evitare che l'imprenditore (o il team) sia disincentivato, sono previste clausole che

11 Vedi Capitolo 6 Exit e mercato secondario

garantiscono livelli minimi di partecipazione.

Il fondo è gestito da manager (c.d. General Parters) che usualmente hanno una partecipazione nell'ordine dell'1% del totale del capitale raccolto dal fondo (c.d. Capital Under Management), il rimanente 99% è di investitori terzi (c.d. Limited Partners). Il rendimento desiderato dagli investimenti del fondo deve essere tale da poter ricompensare gli investitori e costituire così un track record e una buona reputazione per consentire, dopo la chiusura e la liquidazione, l'avvio di un altro fondo. Il rendimento lordo atteso è di circa il 30% sul totale investito a cui vanno tolti i costi di gestione e il compenso per i General Parters detto Carried Interest.

Il costo di gestione del fondo è rappresentato dalle commissioni amministrative che ammontano a circa il 2-3% annuo. Il Carried Interest è pari al 20% del ritorno realizzato dal fondo alla liquidazione. Quindi con solo l'1% del capitale investito, i manager del fondo possono ottenere una parte importante dei ritorni, con un rapporto 20:80 suddiviso tra General Partner e limited partner.

Così come i business angel, anche i venture capitalist apportano un bagaglio di esperienze all'imprenditore. Difficilmente vogliono essere coinvolti nelle attività quotidiane ma sono sempre attenti a garantire un supporto strategico.

I fondi di VC non hanno interesse a cambiare il controllo della gestione, a sostituirsi all'imprenditore ma vogliono avere il diritto di esprimere la propria opinione nelle decisioni chiave che riguardano per es. i successivi finanziamenti, le acquisizioni e le variazioni dello statuto e della composizione sociale.

I vantaggi derivanti dall'ingresso di un VC in una azienda, oltre all'apporto di capitale, sono molteplici:

- Aiuto finanziario. In caso di necessità, se i piani non vanno come programmato, i fondi di VC sono disponibili a investire ulteriori risorse, se credono ancora nell'azienda e nel team.
- Credibilità. L'azienda è obbligata a dotarsi di una organizzazione interna che consente agli investitori di avere sotto controllo le performance con una sistematicità e periodicità frequente. La presenza di VC nel capitale garantisce inoltre le best practise aziendali nei confronti di terzi, per esempio per il recruiting di manager senior.
- Network. I VC appartengono a una comunità finanziaria che comprende anche banche d'affari e altri investitori istituzionali che tendono a lavorare insieme e a condividere i round di investimento.
- Consiglio di Amministrazione. Il rappresentante del fondo che siede in CdA è una risorsa preziosa per completare le competenze del team. È un manager scelto per la sua grande esperienza nel settore che può cooptare altre figure chiave per il CdA e rafforzare la visione strategica dell'azienda.

L'AIFI (Associazione Italiana del private equity, venture capital e private debt) riporta che nel 2019 i fondi di venture capital hanno investito 649 milioni in 228 società[12]. I rendimenti netti dei fondi VC secondo una survey dell'Associazione EVCA mostrano un IRR pari al 7% nel 2018 e del 10,4% l'anno precedente[13].

Bibliografia del paragrafo:

- 2015 A. Gervasoni, F.L. Sattin, Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio
- 2018 Casaleggio Associati, Il venture Capital in Italia
- AIFI Venture UP, Guida al Venture Capital
- 2002 R. Del Giudice, A. Gervasoni, "Finanziarsi con il venture capital", ETAS
- 2004 S. Caselli, S. Gatti "Venture Capital A Euro System Approach", Springer
- 2010 D.J. Cumming "Venture Capital Investment Strategies, Structures and Policies", Wiley
- 2020 K. Arundale "Venture Capital Performance", Routledge
- 2006 A. Schertler "The Venture Capital Industry in Europe", Palgrave
- 2017 G.Duruflé, T. Hellmann, K. Wilson "From start-up to scale-up: examining public policies for the financing of high growth ventures". Working Paper Bruegel

Sitografia:

- www.aifi.it
- www.k4g.it
- www.vchub.it
- www.bvca.co.uk
- www.investeurope.eu
- www.crunchbase.com

12 2019 AIFI Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt
13 2018 EVCA Performance Measurement Survey

2.1.3 Le piattaforme di equity crowdfunding (ECF)

L'equity crowdfunding consiste nella vendita di azioni dell'impresa a una moltitudine di investitori tramite una piattaforma online[14]. La differenza tra l'equity crowdfunding e i business angel o i venture capital è che invece di instaurare un rapporto uno ad uno, con l'ECF è possibile una offerta rivolta a un'ampia gamma di investitori potenziali, alcuni dei quali potrebbero essere anche attuali o futuri clienti. La piattaforma viene remunerata con una commissione (in media oscillano tra un minimo del 2% ed un massimo del 5%) pagata dall'azienda. Prima che la campagna di raccolta fondi sia lanciata online, l'azienda e il portale devono accordarsi sulla valutazione da proporre e su quanto capitale raccogliere. L'azienda deve dimostrare che ha delle buone prospettive economiche e finanziarie e deve poter contare su una buona strategia di comunicazione che renda facilmente comprensibili le informazioni chiave a tutti i potenziali investitori.

Quali sono le fasi di una campagna di ECF?

- **La preparazione.** Selezione delle potenziali piattaforme sulla base delle caratteristiche, delle condizioni e del track record delle campagne di successo. Preparare i documenti finanziari e legali che occorrono. Iniziare a costruire il pubblico sui social media.
- **La pianificazione.** Sulla base del piano d'impresa si stabilisce l'offerta finanziaria che deve contenere la stima del valore dell'impresa, le performance finanziarie, il prezzo e il quantitativo di azioni offerte. È opportuno avere una buona comunicazione social, un sito web attrezzato e video brevi del team.
- **La raccolta.** Quando viene lanciata la campagna è essenziale catturare l'attenzione del pubblico nei primi giorni. Le campagne che ottengono più del 20% dei fondi nei primi giorni, hanno maggiori possibilità di successo. È di aiuto attivare un dialogo continuo sui social media, con i giornalisti e rispondere direttamente alle domande, ai suggerimenti e alle obiezioni dei potenziali investitori.
- **Dopo la raccolta.** È importante mantenere una buona relazione con gli investitori e attrezzare la struttura con le procedure adeguate di corporate governance.

La stima dei tempi necessari è almeno due mesi per la preparazione e uno-due mesi per la campagna di raccolta. I business angels e gli investitori delle piattaforme ECF hanno molto in comune, soprattutto il forte desiderio di aiutare la startup a decollare, inoltre non è solo il mero rendimento atteso che gratifica gli investitori. Infatti i crowdfunders sono incentivati a comunicare con efficacia i valori e la missione aziendale perché può essere un fattore decisivo delle scelte d' investimento.

14 Il crowdfunding Cos' è- European Commission ec.europa.eu

Quali sono i rendimenti per l'investitore delle campagne di ECF?

Se guardiamo a cosa è successo in UK[15], i dati raccolti da un campione di 212 campagne di ECF nel periodo tra il 2011 e il 2015, mostrano che il 10% delle aziende è fallita e la media dei rendimenti considerando solo le aziende con una Exit realizzata è pari a 63,5% invece tenendo in considerazione i casi di fallimento, il rendimento atteso è pari all'8,8%. In UK i fattori associati a ritorni positivi sono il supporto offerto dagli amministratori non esecutivi e i benefici fiscali, mentre un chiaro fattore negativo è la mancanza di validazioni cioè di clienti o di accordi commerciali e di ricavi precedenti alla campagna di raccolta fondi. Nel 2019 il volume di emissioni ECF in Italia[16] è aumentato del 65% rispetto all'anno precedente, per un volume totale di 68 milioni di Euro raccolti in più di 400 campagne. Il valore medio raccolto è stato pari a 374 mila euro e il tasso di successo delle campagne è dell'81%. Le campagne del 2019 che hanno raccolto di più sono SixthContinent (3,2 milioni di euro) e Startupitalia (2,6 milioni di euro). Il numero di piattaforme attualmente presenti in Italia[17] al 30/6/2020 è 42, con una elevata concentrazione, i primi 6 portali raccolgono il 74% circa delle campagne. Il valore medio dei target di raccolta è pari a 190.840 euro per i progetti non immobiliari, 1.340.625 euro per i progetti immobiliari. Mediamente viene offerto in cambio il 10,4% del capitale e si consolida la prassi di offrire titoli senza diritti di voto sotto una certa soglia di investimento. La valutazione pre-money nella maggioranza dei casi è compresa tra 1 e 5 milioni di euro. Utilizzando l'indice Italian Equity Crowdfunding Index, che descrive il rendimento teorico ottenuto dal 2017 (avvio del mercato dell'ECF italiano) ad oggi, calcolato dall'Osservatorio del Polimi, si scopre che il rendimento teorico per un investitore che avesse sottoscritto tutte le operazioni è pari al 10,41%. Nel 2018 è stata quotata al Mercato AIM Italia la prima piattaforma di crowdfunding, CrowdfundMe. Nel prospetto di collocamento troviamo esposti alcuni dati operativi caratteristici. La commissione del portale è pari al 3-7% sulle offerte che si concludono con successo e nessun costo a carico degli investitori. In media ci sono 1.350 utenti attivi nel portale al giorno, rispetto a 19.830 utenti registrati (7%) e sono 2.800 gli utenti che sono diventati investitori (il 14%).

I fattori chiave di successo della piattaforma individuati da CrowdfundMe sono:

- track record di campagne di successo realizzate, base investitori ampia;
- partnership con investitori istituzionali;
- capacità di individuare progetti di successo (onboarding);

15 A. Signori, S. Vismara Returns on Investments in Equity Crowdfunding
16 2020 Starteed, L'equity crowdfunding in Italia
17 2020 POLIMI Osservatori Entrepreneurship & Finance 5° Report italiano sul CrowdInvesting

- intuitività del portale;
- efficacia degli strumenti di marketing principalmente social media.

In conclusione, il crowdfunding di successo è un mix di capacità che riguarda il marketing della campagna, il brand dell'azienda e la sua capacità commerciale ma consente opportunità uniche agli emittenti: mantenere il controllo, evitare diluizioni eccessive e soprattutto disporre di importi consistenti di finanziamento che non sono facili da ottenere con i canali tradizionali.

TABELLA 1: TOTALE RACCOLTO DA TUTTE LE PIATTAFORME ITALIANE NEL 2019

Tot raccolto fino al 2019	Tot raccolto solo nel 1019	Piattaforme in ordine alfabetico
928.000 €	-	Assiteca crowd EQUITY
10.729.909 €	7.107.263 €	Backtowork24
605.000 €	605.000 €	Build Around
1.462.500 €	-	Clubdealonline
214.000 €	-	Cofyp 5
5.790.000 €	5.040.000 €	Concrete investing
22.110.000 €	9.740.000 €	Crowdfundme
54.947 €	54.947 €	Crowdinvest Italia
500.000 €	500.000 €	Doorway
799.000 €	799.000 €	Ecomill
25.700 €	25.700 €	Extrafunding
420.816 €	420.816 €	Fundera
550.000 €	550.000 €	House4crowd
116.829 €	-	Investi-re
300.007 €	300.007 €	Lita
31.641.462 €	15.115.518 €	Mamacrowd
130.500 €	20.000 €	Muum Lab
3.022.321 €	624.332 €	Next Equity
9.418.285 €	4.565.768 €	Opstart
5.026.633 €	492.000 €	Starsup
2.158.502 €	2.158.502 €	The best equity
13.346.385 €	8.753.502 €	Two Hundred

Tot raccolto fino al 2019	Tot raccolto solo nel 1019	Piattaforme in ordine alfabetico
157.780 €	-	Unicaseed
16.216.614 €	8.714.898 €	Walliance
2.858.700 €	1.542.800 €	WeAreStarting

Fonte: Starteed

TABELLA 2: LE DIFFERENZE PRINCIPALI TRA BA, VC E ECF

	Business Angels	Venture Capital	ECF
Tipologia	Privati	Fondi istituzionali	Piattaforma
Vigilanza	No	Fondo soggetto a vigilanza Bdl	Vigilanza Consob
Taglio di investimento per singola azienda	Da 5 a 100 mila Euro	Da 200.000 a 1 milione di Euro	Minimo
Durata dell'investimento	Non definita	Massimo 5-8 anni (durata prevista dal fondo). Uscita forzata alla scadenza del fondo.	Non definita
Fase della startup	Seed	Growth	Da Seed in poi
Rendimento atteso	indicat. 15/20 volte capitale investito	indicat. 30% sul capitale investito iniziale	N.d.
Coinvolgimento in azienda	Ruolo manageriale attivo	Posto in CdA	Ruolo passivo

Bibliografia del paragrafo:

- 2016 Position Paper Consob, L'equity crowdfunding.
- 2015 D. Freedman, M. Nutting, "Equity Crowdfunding for Investors", Wiley.
- 2014 K. E. Wilson, M. Testoni, Buregel Policy Contribution, Improving the role of ECF in Europe's capital markets.
- 2016 SEC Regulation Crowdfunding: A Small Entity Compliance Guide for Issuers https://www.sec.gov/dera/data/crowdfunding-offerings-data-sets.
- 2014 Vassallo W., Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi, Franco Angeli.
- 2014 I. Pais, P.Peretti, C. Spinelli, Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità, Edizioni EGEA.

Sitografia:

- Il crowdfunding Cos è European Commission https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwjL96Xm8vnoAhWyy8QBHZjqBnQQFjAAegQIAxAB&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Fdocsroom%2Fdocuments%2F10229%2Fattachments%2F1%2Ftranslations%2Fit%2Frenditions%2Fnative&usg=AOvVaw1D7iZ3liaXf17qzo_DSw3x
- https://www.osservatoriefi.it/efi/
- www.crowdfundingbuzz.it
- www.crowd-funding.cloud
- www.equitycrowdfundingitalia.org
- https://eurocrowd.org/purpose/
- https://www.crowdfundinsider.com/the-ultimate-crowdfunding-guide/
- www.fintastico.com

2.2 GLI INVESTITORI DELLE PIATTAFORME DI ECF: CHI SONO E COME STANNO CAMBIANDO

In Italia ad oggi sono 18 mila gli investitori in ECF. L'importo medio investito è pari a 3.222 euro, il 28% delle sottoscrizioni ha un importo inferiore o uguale a 499 euro. Il 27% delle sottoscrizioni sono di importo compreso tra 500 e 999 euro, il 30% tra 1.000 e 5.000 euro (vedi nota 17). Nelle sottoscrizioni di dimensioni maggiori compaiono le persone giuridiche, gli investitori professionali e i business angel.

Solo il 14% degli investitori è donna, l'età media è compresa fra 36 e 50 anni. La grande maggioranza sottoscrive solo una campagna, ma esistono anche investitori che hanno deciso di supportare più campagne: 118 persone e 5 società hanno sottoscritto 10 o più emissioni.

Quest'ultimo dato segnala un tentativo di diversificazione degli investimenti suddividendo il rischio tra vari emittenti per diminuire la probabilità di perdite sul totale del capitale investito.

Di seguito i principali rischi per l'investitore in ECF individuati da Consob[18]:

- **Rischio di perdita del capitale.** Poiché si tratta di società neo costituite operanti in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore, il che, ovviamente, incide anche sul rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito.
- **Mancanza di dividendi.** È necessario comprendere che non è facile che una società da poco costituita riesca, nei primi anni di vita, a produrre utili. Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui l'azienda consegua risultati positivi nel tempo.
- **Rischio di illiquidità.** La liquidità di uno strumento finanziario consiste nella sua capacità a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore. Essa dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "mercati organizzati" sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. Ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliate in gran parte sui mercati organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari. Quando invece gli strumenti finanziari non sono negoziati in mercati organizzati può risultare difficoltoso liquidarli o comprenderne il valore effettivo: questi strumenti finanziari sono definiti "illiquidi".

18 Equity Crowdfunding: Cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una startup innovativa tramite portali online. Consob http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding

Gli strumenti finanziari emessi dalle start-up e dalle PMI innovative, che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity crowdfunding sono difficilmente smobilizzabili.

Pertanto, chi compra tali strumenti deve essere consapevole del fatto che, accanto al rischio di perdita dell'intero capitale investito, vi è anche il rischio di "illiquidità" collegato al fatto che non esiste un efficiente "mercato secondario" sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti. In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "mercati organizzati" sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati.

Ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliate in gran parte sui mercati organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari.

- **Rischio di iniziative illecite e truffe.** La diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe.
- **Rischio di concentrazione.** È un rischio investire gran parte del patrimonio in una unica azienda ad alto rischio di fallimento.
- **Rischio di diluizione.** È molto frequente che le aziende ricorrano a ulteriori aumenti di capitale per finanziare le varie fasi di sviluppo, in tal caso se non si vuole subire una diluizione, occorre pianificare ulteriori investimenti.
- **Rischio di cambio di controllo.** Nello statuto viene solitamente riconosciuto agli investitori il diritto di recesso o di vendita (co-vendita, c.d. tag along) in caso di cambio di controllo societario, indicandone modalità e condizioni.

Esistono anche prodotti assicurativi che proteggono gli investitori o il portale dal rischio di frodi commesse dagli imprenditori che hanno raccolto fondi con campagne ECF. AIG[19] e AXA[20] sono le prime assicurazioni che hanno lanciato queste coperture ma in Italia non ci sono esempi casi di utilizzo.

Esistono motivazioni alternative per gli investitori delle campagne di ECF e ritorni attesi diversi da quelli finanziari, quali l'opportunità di conoscere brillanti imprenditori, avere la possibilità di aiutarli, guardare da vicino il mondo dell'innovazione, delle nuove tecnologie e dei nuovi business model tipici delle startup. Accanto a queste motivazioni ce ne possono anche essere altre di tipo sociale, di vicinanza geografica all'imprenditore e il desiderio di aiutare la comunità imprenditoriale per favorire la nascita di nuovi posti di lavoro.

19 Crowdfunding Fidelity
20 https://www.axa.com/en/magazine/axa-creditor-particeep

Nelle piattaforme di ECF esiste inoltre un fenomeno interessante, legato alla possibilità di interazione con l'emittente e con gli altri investitori. Grazie alle attività digitali di marketing e di investor relation (chat rooms), l'investitore può confrontare le proprie idee e analisi con l'azienda e con i suoi pari.

Sta nascendo una nuova comunità finanziaria, da una parte fondata sulla passione verso il sostegno all'imprenditorialità, dall'altra impegnata sull'analisi dell'investimento e la collaborazione per lo scambio di informazioni rilevanti.

Business angel, family office, private bankers, sono attenti alle opportunità offerte dall' investimento ECF e costituiscono il cosiddetto "Smart Money". Sono gli "influencer" delle piattaforme, la loro partecipazione ai deal è pubblicizzata e talvolta è presa come riferimento da chi non ha la possibilità di effettuare analisi approfondite.

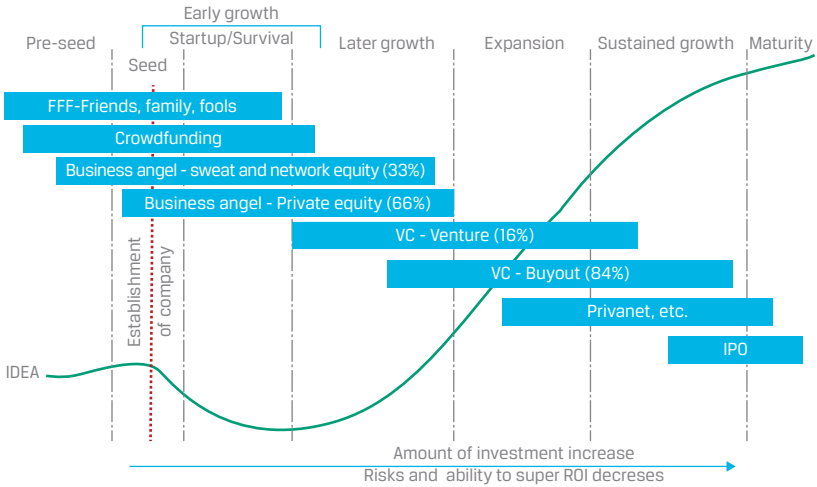
L'investimento in ECF è inteso per alcuni come un passatempo, anche se per molti sta diventando una professione. Si comincia come investitore di ECF e un investimento dopo l'altro, si finisce per operare come un accreditato business angel professionale.

I social media potrebbero costituire il terreno fertile per una possibile evoluzione delle piattaforme. Perché fino ad oggi le condizioni di investimento sono stabilite a priori e l'investitore ha solo l'opzione se aderire oppure no. In futuro, all'interno delle chat digitali, potrebbe nascere una vera negoziazione tra emittente e investitori, come avviene durante un collocamento tra investitori istituzionali.

Nascerebbe così un mercato primario, con quotazioni e condizioni concordate direttamente tra l'emittente e gli investitori.

2.3 GLI EMITTENTI: CHI PUÒ PARTECIPARE, CHI EFFETTIVAMENTE PARTECIPA E PERCHÉ

GRAFICO 3: LE FASI DI VITA DELL'AZIENDA E I FINANZIATORI



Fonte: S. Etula[21]

La prima fase di vita dell'azienda, è la cosiddetta fase Pre-seed, quando c'è una idea imprenditoriale e un team ma non necessariamente è stata fondata una società e sono necessarie risorse principalmente per sviluppare il prodotto o il servizio. Questa fase è finanziata grazie al cosiddetto Seed Capital, rappresentato inizialmente dalle risorse dei fondatori, degli amici e dei famigliari (FF: family and friends). Nella fase successiva, la fase Seed (o Early growth) c'è un team e un prototipo e le risorse sono utilizzate per la validazione del business model. In questa fase tra i finanziatori compaiono i crowdinvestor e talvolta anche i BA e i VC. Dalla fase Seed comincia un periodo chiamato "La Valle della Morte", perché i profitti sono negativi e le probabilità di successo dipendono dalla

21 2015 Sami Etula, Guide to finding an angel investment FIBAN

presenza di finanziatori che consentono all'azienda di gestire lo sviluppo fino al raggiungimento del break even, quando i ricavi sono sufficienti a coprire i costi. Nella fase di sviluppo (Later growth), l'azienda pianifica l'espansione geografica e anche internazionale, i flussi di cassa sono positivi e le risorse sono utilizzate per accelerare la crescita. Nella fase di espansione (Expansion) i ricavi sono consistenti e i piani industriali possono comprendere l'ingresso in nuovi mercati e prodotti.

I vantaggi della raccolta tramite crowdfunding per l'imprenditore sono:

- convalida, poter verificare l'appetibilità e il valore dell'iniziativa imprenditoriale;
- aiuto ad ottenere altre forme di finanziamento, dopo una campagna di successo è più agevole attrarre altri finanziatori (banche, venture, BA) a condizioni migliori;
- accesso a un vasto pubblico di investitori;
- marketing per la promozione del prodotto/servizio/brand.

Accanto ai vantaggi, ci sono anche alcuni rischi potenziali da considerare per gli imprenditori:

- nessuna garanzia di risultato, non c'è infatti la certezza di raccogliere quanto sperato;
- la diffusione di informazioni sull'attività imprenditoriale potrebbe avvantaggiare i concorrenti;
- i costi amministrativi e legali possono essere sottostimati;
- danno alla reputazione per eventuali informazioni non accurate.

Dall'indagine dell'Osservatorio del Polimi, vediamo che in Italia le emittenti operano prevalentemente nel settore dei servizi di informazione e comunicazione, a seguire nelle attività professionali e scientifiche e quelle manifatturiere. Sono aziende che hanno un fatturato mediano pari a 30.000 Euro, con risultato netto negativo e con una età aziendale di 2,8 anni in media. Le principali destinazioni della raccolta fondi sono l'area marketing nel 49% dei casi e la piattaforma IT nel 30%. Per il 27% un investimento tangibile e l'investimento in R&S e per il 23% l'assunzione di personale. Il numero dei founder è molto variegato da uno solo (nel 9% dei casi) a tre o più. Nel 69% dei casi non ci sono donne nel team, nel 27% dei casi c'è solo una donna. L'età media è tra 30 e 50 anni, 43 anni è la media generale. Le emittenti sono per il 72% startup innovative, l'11% sono PMI innovative e il restante sono PMI. L'aumento della percentuale di campagne italiane chiuse con successo, che oggi ha raggiunto il 75% è di sicuro interesse per attrarre i potenziali emittenti. Oltre alla raccolta finanziaria, le aziende possono contare su ulteriori benefici che derivano principalmente dall'aumento della visibilità e della trasparenza sulla comunità finanziaria. Visibilità e trasparenza sono anche un "costo" per le piccole organizzazioni aziendali e quindi possono rappresentare un ostacolo per molte realtà, basti pensare che nelle campagne italiane, l'Osservatorio del Polimi, indica

che il valore medio di nuovi soci è pari a 96. Un impegno importante per la gestione societaria per delle aziende appena nate.

Nel 1484 Cristoforo Colombo chiese al re del Portogallo di finanziare una flotta per navigare verso occidente e individuare una nuova rotta per le Indie. I viaggi di esplorazione erano molto rischiosi e molto costosi. Il re del Portogallo disse di no. Proprio come un imprenditore startupper di oggi, Colombo non gettò la spugna, chiese ad altri: Francia, Italia e Inghilterra, fino a quando trovò alcuni esperti lobbisti che lo aiutarono ad ottenere il desiderato finanziamento dalla regina di Spagna. La regina Isabella ottenne un beneficio ben oltre l'immaginazione.

Per decenni dopo quella fortunata spedizione, ci fu un grande flusso di finanziamenti verso le attività di esplorazione. Grazie ai tesori portati dall'America, fu innescato un circolo virtuoso di credito, fiducia e profitti.

L'economia moderna cresce grazie alla fiducia nell'ottenimento di un rendimento futuro e alla volontà degli investitori di reinvestire. In anni recenti è stato riconsiderato il rischio. Nel dopoguerra, l'educazione dei giovani privilegiava lo studio, una carriera sicura, l'acquisto della casa.

Ma le cose sono cambiate quando è iniziata l'era del digitale. Il rischio non è più demonizzato, ora i protagonisti dell'economia mondiale sono imprenditori che hanno rischiato tanto ed alcuni di essi non hanno n eanche avuto una formazione universitaria.

Stiamo tutti vivendo in una epoca fenomenale che ci consente di cooperare efficacemente per lo sviluppo di una società migliore.

TABELLA 3: CONSOB[22] - BENEFICI E ONERI TIPICI DI UNA OPERAZIONE DI EQUITYCROWDFUNDING PER L'IMPRESA EMITTENTE

Benefici	
Equity financing	Raccolta delle risorse finanziarie nella forma di mezzi propri (c.d. capitale "paziente") e, pertanto, in grado di sostenere la fase di sviluppo d'impresa o il lancio di un nuovo prodotto.
Fast track	Dal set-up dell'offerta al suo closing intercorrono mediamente 6 mesi di tempo e si pongono le basi culturali per la successiva fase di expansion.
Low cost	I costi dell'operazione sono contenuti, trasparenti e collegati al buon esito dell'operazione di raccolta. Tendenzialmente sono rappresentati dalla commissione richiesta dal portale per l'offerta al pubblico degli strumenti di capitale dell'emittente (quasi sempre seccess fee), e dagli oneri bancari per la tenuta del c/c vincolato, il commercialista, il video-maker, etc, sono a discrezione dell'emittente.
Focus on business	Trattandosi di un'offerta pubblica, ogni nuovo contatto con potenziali investitori non "distrae" il management dalla gestione dell'azienda/progetto (il dossier informativo è pubblico e disponibile sul portale)
Market validation	Il buon esito dell'operazione di raccolta on-line rappresenta un significativo test di mercato "sull'appetibilità" di nuovi prodotti/servizi proposti al mercato.
Valuable network	Le relazioni/contatti che si producono con la pubblicazione dell'offerta on-line creano valore per l'azienda. Ne consegue la genesi di investitori e di semplici persone/curiosi che potenzialmente potranno trasformarsi in clienti, fornitori, dipendenti, collaboratori, "ambasciatori" del prodotto/servizio dell'emittente, ecc.
Shareholder	All'interno delle relazioni/contatti susseguenti alla conclusione di una campagna di equity crowdfunding si creano frequentemente rapporti con persone e/o partner industriali-portatori di competenze, esperienze e relazioni in grado di supportare la crescita aziendale.
Rating upgrade	La validazione di una nuova iniziativa imprenditoriale da parte di una comunità di investitori on-line rafforza la credibilità (soprattutto in termini di capitalizzazione) dell'emittente nei confronti del sistema bancario e agevola l'accesso ad ulteriori fonti di finanziamento.

22 2016 Position Paper Consob L'equity crowdfunding

	Costi
Si tratta di un'operazione di natura straordinaria (raccolta di nuovo capitale di rischio) che incide sui diritti patrimoniali e amministrativi della nuova compagine sociale.	Commitment
Devono essere resi pubblici il piano industriale, le strategie aziendali e, sebbene tutelati dalla legislazione nazionale/UE, la proprietà intellettuale.	Disclosure
Ai fini del raggiungimento dei target di raccolta è opportuno sostenere l'offerta con un'intensa attività di comunicazione (a titolo esemplificativo: interviste, partecipazione ad eventi, utilizzo di social network/ web community, ecc.).	Promotion
Occorre essere preparati a gestire il passaggio da una compagine azionaria, generalmente ristretta, ad una più allargata. Ne consegue, ad esempio, la possibilità di recepire clausule statutarie per la tutela delle minoranze, di nominare nel C.d.a. componenti espressione delle monoranze, di istituire organismi di controllo (revisore unico o sindaci), etc.	Corporate Governance
L'accesso al mercato dei capitali richiede un cambiamento culturale soprattutto dell'imprenditore in termini di: maggiore trasparenza verso i vari stakeholder dell'azienda (ad esempio, la rendicontazione sul progetto imprenditoriale (milestone raggiunti), l'informativa periodica finanziaria, i fatti più salienti, ecc.).	Entrepreneural maturity
La pubblicazione di dati/informazioni relative ai curricula alle caratteristiche e ai tempi di rilascio del prodotto/servizio, alla protezione della proprietà intellettuale, alle analisi di mercato, alla disclusure su eventuali partner industriali/finanziari richiede assunzione di responsabilità da parte degli offerenti. È essenziale evitare la diffusione di target irraggiungibili. Il mercato "si fonda" sulla fiducia.	Fair play

3

Equity crowdfunding, (ECF) fattori di cambiamento e trend in atto

3.1. EQUITY CROWDFUNDING E DEMOCRATIZZAZIONE DEGLI INVESTIMENTI: NE ABBIAMO BISOGNO? PERCHÉ?

Il 2020 non si è ancora concluso ma, non solo agli occhi di chi scrive, si deve definire come un anno straordinario. La pandemia da COVID-19 ha stravolto i piani produttivi e di investimento in Italia e nel mondo, generando incertezza e disorientando anche i più convinti analisti e professionisti che all'avvio d'anno stimavano scenari congiunturali decisamente positivi.

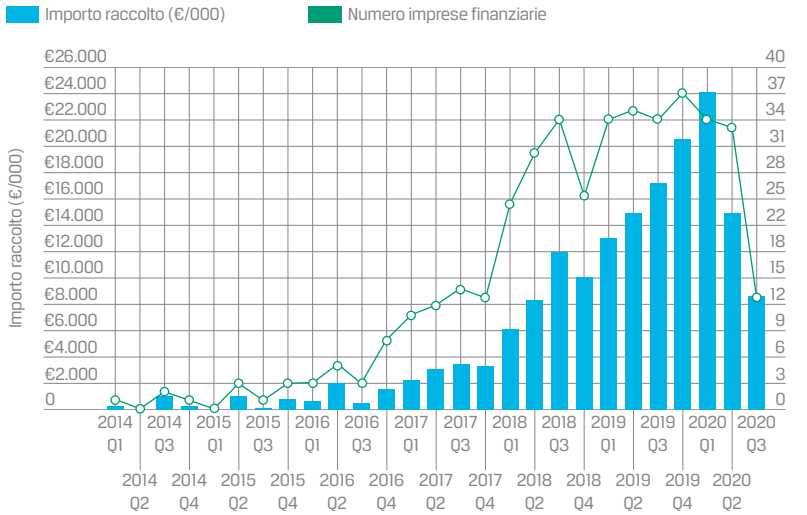
Secondo le più recenti stime della Banca d'Italia la contrazione dell'economia sarà dell'8% per l'area euro (stime settembre 2020) e del 9,5% (stime luglio 2020) per il nostro paese.

I timori di una profonda depressione legati all'incertezza sull'evoluzione della pandemia e sulla capacità di contenimento della stessa, unitamente alle difficoltà di cogliere e misurare gli effetti delle politiche monetarie e fiscali adottate, hanno creato condizioni generalizzate di forte instabilità dei mercati.

L'Italia, che come noto presenta un'economia strutturalmente debole e un indebitamento crescente rispetto al PIL anche in epoca pre-COVID-19, si candida ad essere fra i Paesi che maggiormente subiranno gli effetti negativi della pandemia, come già le stime di crescita del Pil indicano.

Nel contesto sopra descritto, ci sono segnali in controtendenza e, soprattutto, opportunità da sondare, e L'equity crowdfunding (ECF) non fa eccezione tra le nuove modalità di interpretare gli investimenti. Non solo il mercato è stato in forte crescita in tempi non sospetti come il 2019, ma questo strano 2020 si è aperto con il botto:

GRAFICO 1: ANDAMENTO TRIMESTRALE DELL'EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA



Fonte: crowdfundingbuzz.it

Sono infatti circa 24 milioni di euro quelli raccolti solo nel primo trimestre 2020 grazie all'ECF, marzo compreso, in piena emergenza pandemia, con l'allerta rischio ai massimi non solo dal punto vista sanitario, ma anche sotto il profilo della gestione dei portafogli di investimento. Non si raggiungevano nemmeno i 14 milioni nello stesso periodo del 2019, che pure era considerato dai più l'anno dell'ECF. C'è un fatto eccezionale in questo avvio d'anno e si chiama Fin-Novia: la prima raccolta di ECF realizzata da una piattaforma (nella fattispecie BackToWork) in collaborazione con un Private Banker (IntesaSanPaolo). Un'operazione che ha portato a raccogliere quasi 8 milioni di euro con una sola campagna.

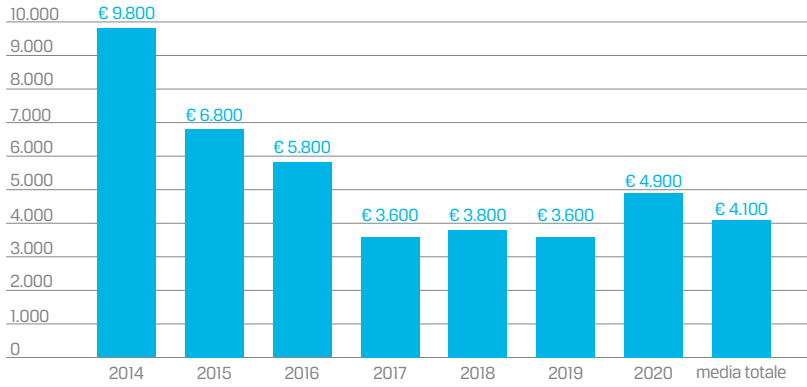
Perché questo fenomeno?

Per comprenderlo, dobbiamo fare due passi: il primo tornando indietro di 15 anni; il secondo è un affascinante balzo nel futuro. Quindici anni fa l'Italia è stato uno dei primi Paesi in Europa a sviluppare un vero e proprio laboratorio di crowdfunding. Pochi sanno che è del 2005 la prima iniziativa di questo tipo

nel Bel Paese, per opera della piattaforma Produzioni dal Basso, rispetto alla quale persino la celeberrima Kickstarter, nata nel 2009 in USA, appariva come una follower. Nonostante i pioneri, bisognerà attendere il 2013 per vedere il fenomeno emergere e manifestare la sua voglia di crescere in Italia. Il 2013, infatti, è l'anno della proliferazione delle piattaforme, ma è anche l'anno in cui nasce la normativa italiana che regolamenta questa forma di raccolta. I motori cominciano a scaldarsi: qualcuno capisce che può essere un boost straordinario per il nostro tessuto economico, costituito per il 99% da PMI da un lato e da piccoli risparmiatori (con uno dei tassi più elevati di risparmio al mondo) dall'altro. Così Consob estende dapprima la possibilità di raccolta su piattaforma anche alle PMI innovative, superando quindi l'iniziale vincolo per cui solo le startup con caratteri di innovazione avrebbero potuto raccogliere capitali con questo strumento. Arriviamo al 2018: un'ulteriore svolta amplia il ricorso all'ECF estendendolo a tutte le PMI. Il gioco è fatto. Non possiamo ancora parlare di democrazia nell'accesso alle risorse finanziarie, ma sicuramente di un processo di democratizzazione che sta portando anche le piccole realtà innovative del nostro paese ad avere nuove opportunità di raccogliere mezzi freschi per il loro sviluppo. Anche i piccoli risparmiatori cominciano a incuriosirsi, a studiare il fenomeno, mentre le piattaforme mettono a disposizione documenti, blog e quant'altro per fare education sul tema. Quando mai l'investitore retail ha potuto accedere in totale autonomia, con i propri risparmi, a investimenti in innovazione sognando l'exit di successo di cui ha letto su qualche rivista a proposito delle startup made in USA? E così cominciano ad arrivare le domande nelle chat delle piattaforme: il barista che considera la valutazione troppo elevata perché ha in mente quella del suo esercizio commerciale, il fisico super-esperto di biotech che vorrebbe investire in una startup del settore e che si domanda cosa sia il post-money, il pensionato scettico nel mettere dei soldi in un'azienda che non distribuisce nemmeno utili. E le piattaforme si prodigano per fornire le risposte, per dare trasparenza e mettere a disposizione tutte le informazioni necessarie perché questi interlocutori possano valutare cosa fare. Finalmente arrivano i piccoli risparmiatori e arrivano anche le donne, solitamente più propense ad affidare la gestione patrimoniale della famiglia ai mariti, ma in questo caso forse più inclini a valutare in prima persona un'opportunità di investire con chip di ingresso che spesso non superano i 250-500 euro.

I tagli di investimento medi cominciano a ridursi, il fenomeno diventa davvero "crowd" negli ultimi 3 anni, con ticket medi che non superano i 3.800 euro. Anche l'investimento diventa un fenomeno di democratizzazione: il piccolo risparmiatore può finalmente accedere in tutta libertà all'economia reale, senza fee, senza avvalersi di gestori di portafogli o della sua banca:

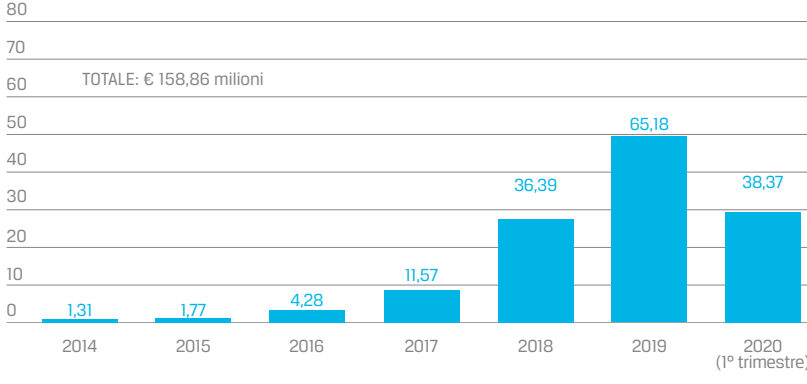
GRAFICO 2: IMPORTO MEDIO INVESTITO DA CIASCUN INVESTITORE



Fonte: crowdfundingbuzz.it

I risultati? Sono sotto gli occhi di tutti. Guardare per credere:

GRAFICO 3: MERCATO DELL'EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA-MILIONI DI €



Fonte: 2019 Osservatorio Crowdfunding, 5° Report Italiano sul CrowdInvesting

Non solo. Se osserviamo attentamente i dati medi riferiti al primo trimestre del 2020 emergono tendenze interessanti:

TABELLA 1: DETTAGLIO DELLA RACCOLTA DI EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA – PRIMO TRIMESTRE 2020 – VALORI IN €000

Mese	N. Società	Raccolta	Raccolta media	N Medio Invest.	Invest. medio	Raccolta max	Raccolta min
Gennaio	10	3.601 €	360 €	76	5,68 €	1.655 €	94 €
Febbraio	13	10.127 €	779 €	161	6,28 €	2.214 €	52 €
Marzo	11	10.440 €	949 €	67	9,69 €	7.615 €	31 €
Totale 1Q 2020	**34**	**24.168 €**	**711 €**	**105**	**7,21 €**	**7.615 €**	**31 €**

Fonte: bebeez.it

È vero che il "fattore Fin-Novia" altera i dati al rialzo nel mese di marzo: al netto di questa operazione la raccolta si è attestata a 3 milioni di euro ed è scesa anche la dimensione media, che si posiziona al di sotto dei 300.000 euro.

Al tempo stesso, tuttavia, questi dati segnalano un nuovo fenomeno che sta emergendo: gli HNWI partecipano alle campagne, lo fanno anche in tempi di crisi finanziaria perché l'entità e la liquidità dei loro portafogli è probabilmente tale da consentire loro di cavalcare questa nuova forma di investimento anche e soprattutto quando le allocazioni tradizionali deludono le aspettative.

Infatti il vero elemento di novità è l'incremento dell'investimento medio (quasi 9.690 euro a marzo contro i 6.280 di febbraio) a fronte di un numero di investitori drasticamente più basso (161 a marzo contro i 67 del mese precedente) , segno probabilmente che il pubblico dell'ECF sta mutando: meno clientela retail, più investitori di alto profilo.

E a questo punto siamo pronti per il tuffo nel futuro:

- I pionieri di Produzioni dal Basso stanno utilizzando il crowdfunding come strumento

per sostenere, nelle loro parole, "iniziative di resilienza". È di inizio aprile la notizia che la piattaforma sta ospitando numerose campagne realizzate da chi non si arrende dinnanzi alle difficoltà e sta diventando un vero e proprio laboratorio di innovazione, all'insegna dei temi di formazione e sostenibilità. Questo è solo un esempio poiché si moltiplicano di giorno in giorno le campagne dedicate specificamente a iniziative sociali, di solidarietà o semplicemente di raccolta di risorse per startup che stanno fornendo servizi indispensabili in tempi di quarantena

- Le startup sono ormai attrici protagoniste nella nostra economia. A fine 2019 erano quasi 11.000, di cui poco meno di 3.000 nella sola Lombardia:

TABELLA 2: STARTUP INNOVATIVE IN ESSERE NEL 2019

	3° trim 2019	4° trim 2019	Variazioni in % 4° trim 2019 / 3° trim 2019
N. startup innovative	10.610	10.882	2,56
N. nuove società di capitali (*)	365.367	364.697	-0,18
% startup innovative sul totale delle nuove società di capitali	2,90	2,98	n.d.
Capitale sociale totale dichiarato dalle startup innovative	545.599.002 €	583.206.111 €	6,89
Capitale sociale totale dichiarato dalle nuove socità di capitali	34.948.389.246 €	34.306.477.074 €	-1,84

Fonte: MISE

(*) Sono considerate "nuove società di capitali" quelle costituite da non più di 5 anni, con ultimo fatturato dichiarato inferiore a 5.000.000 euro ed in stato attivo

Dati di bilancio 2018 alla mano, quasi il 48% era in utile. Ci avreste mai creduto?

TABELLA 3: STARTUP INNOVATIVE – RISULTATI DA BILANCI 2018

Anno bilancio 2018	Società in utile		Società in perdita		% Totale	Totale
	% sul totale	Valore della produzione totale	% sul totale	Valore della produzione totale		Valore della produzione totale
Startup innovative	47,86	8835.970.844	52,14	331.969.972	100,00	1.167.940.816
Nuove società di capitali (*)	68,11	55.290.996.169	31,89	11.129.516.729	100,00	66.420.512.898

Fonte: MISE

(*) Sono considerate "nuove società di capitali" quelle costituite da non più di 5 anni, con ultimo fatturato dichiarato inferiore a 5.000.000 euro ed in stato attivo

Aziende che stanno dimostrando che si può creare valore anche pochi anni dopo che si è nate con un team di fuoriclasse e modelli di business sostenibili. Aziende che alla fine del terzo trimestre 2019 davano lavoro a circa 13.800 dipendenti, senza considerare i professionisti che le supportano, o i soci che svolgono anche ruoli manageriali. Fausto Boni, presidente di VC Hub Italia, l'associazione del venture capital Italiano, a fine marzo ha deciso di farsi portavoce nei confronti del Governo.

La notizia ha avuto parecchia eco, grazie anche a Notizie.it, startup attiva nel settore dell'editoria digitale. Il Decreto Cura Italia, infatti, sembrava essersi completamente (o quasi) dimenticato di queste realtàe il Governo è infatti corso ai ripari un paio di mesi dopo.

Nelle parole di Boni "In Italia il mondo della startup è stato sempre ai lati dell'imprenditoria: gli investimenti sono piccolissimi rispetto a quelli degli altri paesi europei, circa un decimo. Quindi queste esigenze sono sentite meno dalla politica italiana rispetto a quelle delle altre piccole e medie imprese. È anche vero che negli ultimi 4 o 5 anni, sotto la spinta di di FII (Fondo Italiano Investimento, ora parte di CDP) e di EIF (European Investment Fund), c'è stata un'iniziativa diretta agli

investimenti in Startup e quindi è un trend che sta crescendo"[1].

Non solo è un trend che cresce, ma stanno cambiando profondamente gli attori coinvolti:

- Family Office, Wealth Manager et similia guardano con attenzione a queste nuove forme di investimento: spesso i loro clienti sono imprenditori che domandano a gran voce di avere queste opportunità, specialmente in logica disruptive. Sono "affamati" di open innovation, vorrebbero iniettare innovazione nei contesti tradizionali che di cui sono a capo, magari in seguito a un passaggio generazionale. L'investimento in economia reale fa parte del DNA di un imprenditore, l'azienda è il suo "giocattolo". Investire in una startup significa per lui poter lavorare a fianco dei founder, vederla crescere, poter contribuire al suo successo
- I gestori di patrimoni, d'altro lato, sanno che comprendere le dinamiche di una startup è ben diverso dal fare analisi sui titoli delle quotate e ammettono in tutta trasparenza di non averne le competenze. Qualcuno porta in casa professionalità assimilabili, come esperti e analisti di private equity (PE), ma siamo ancora distanti dal traguardo. Il rischio è di un bias su ticket elevati e settori tradizionali, aspetti questi che sono lontani dal mondo delle startup e tipici invece del PE.

Ecco allora la ragion d'essere dell'ECF, in cui l'imprenditore o l'HNWI può avere l'accesso diretto alle opportunità delle nuove iniziative imprenditoriali, chiedere incontri o partecipare ai webinar dei founder, approfondire le analisi con la documentazione che le piattaforme mettono a disposizione.

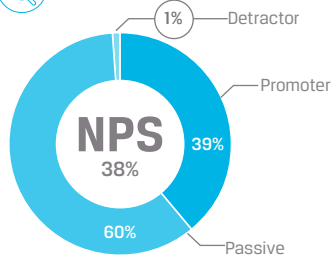
Ma ciò che è un'opportunità per taluni può rivelarsi un rischio per altri. Stiamo parlando del rischio di disintermediazione per i gestori di patrimoni. Quando, per ogni UHNWI, anche solo qualche milione di AUM viene dirottato su investimenti alternativi, una rivisitazione del modello di business dei gestori può diventare utile. Così, ad esempio, si potrebbe pensare di appoggiarsi a professionisti esperti di startup per comprenderle e analizzarle a fondo, di allearsi con le piattaforme di crowdfunding per proporre alternative asset class ai propri clienti. Non ci sono statistiche su questo fenomeno, al momento, da quanto ci risulta, con una eccezione, forse. Secondo un recente rapporto pubblicato da AIPB nel settembre 2019[2] , esiste un segmento di clientela del private banking che predilige una forte personalizzazione del servizio rispetto ai clienti più tradizionali che enfatizzano la relazione con il gestore o le performance di gestione. A chiedere un servizio personalizzato sono per lo più giovani e interlocutori di età centrale, che operano come liberi professionisti o imprenditori, hanno competenze digitali e alto livello di scolarizzazione e sono aperti alle innovazioni di prodotto e di servizio:

1 Fonte: https://www.adnkronos.com/coronavirus-le-startup-al-governo-cura-italia-si-dimentica-di-noi_1NCJWD79Fb9aliZEb0riEH
2 "Una Nuova Generazione di Clienti Private", Antonella Massari, AIBP, 25/09/2019

TABELLA 4: SEGMENTI DI CLIENTELA NEL PRIVATE BANKING (PB)

Caratteristiche Socio - demo

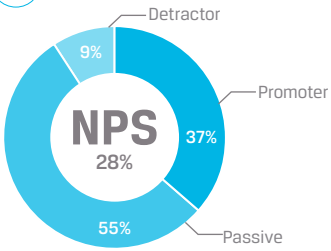
Clienti che prediligono la Personalizzazione



- Giovani di età centrale
- Liberi professionisti e imprenditori
- Dotazioni culturali elevate e digitalizzati
- Aperti alle innovazioni di prodotto e servizio

CS 82%

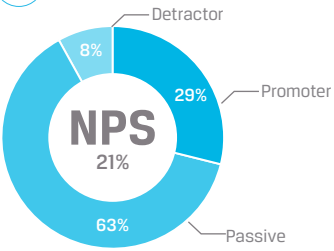
Clienti che prediligono la Relazione



- Età centrale e matura
- Imprenditori e non attivi
- Dotazioni culturali elevate e non digitalizzati
- Atteggiamento prudenziale verso le innovazioni di prodotto e servizio

CS 81%

Clienti che prediligono la Performance



- Età matura
- Lavoratori dipendenti
- Dotazioni culturali medio-basse e non digitalizzati
- Atteggiamento piuttosto conservatorio verso il nuovo/futuro/lungo termine

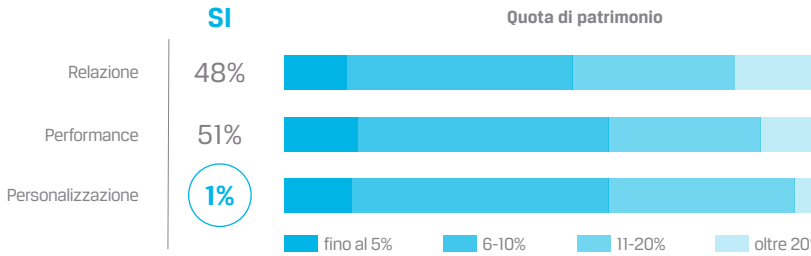
CS 81%

Fonte: AIPB Associazione Italiana Private Banking (PB)

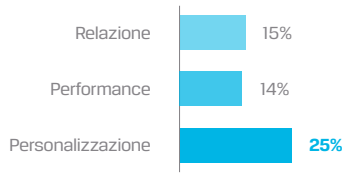
Il vero elemento di novità dei clienti che chiedono la personalizzazione è che hanno orizzonti temporali di investimento più lunghi e predilezione a diversificare i loro portafogli con alternative asset class:

TABELLA 5: TRATTI SALIENTI DELLA CIENTELA CHE PREDILIGE LA PERSONALIZZAZIONE

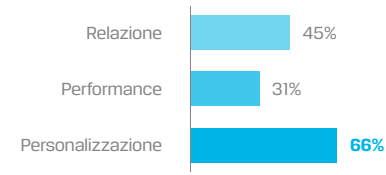
Disponibilità a tenere investita una parte di patrimonio per 10 anni in cambio di incentivi fiscali e/o maggiori rendimenti



Quota di clienti che possiede investimenti socialmente responsabili



Quota di clienti che possiede investimenti alternativi



I clienti che prediligono la Personalizzazione:

- hanno un orizzonte temporale dell'investimento più lungo;
- conoscono gli investimenti ESG, ne hanno parlato con il banker (50%) e vi investono;
- attribuiscono importanza prevalente alla Governance rispetto ad Environmental e Social;
- possiedono almeno un prodotto di investimento alternativo per diversificare il portafoglio rispetto ad altre forme d'investimento (83,7%).

Fonte: AIPB Associazione Italiana Private Banking (PB)

Al di là di queste importanti tendenze, quello che si sta cercando di tracciare è un quadro di esperienze datato 2014, cioè dall'Età della Pietra dell'ECF e della raccolta di capitale per imprese innovative nel campo dell'economia reale.

Le notizie pubblicate in tempi recenti sembrano supportare questa tesi:

- Siti di noti private banker fanno education in tema di ECF.
- Si intensificano i contatti tra le piattaforme di ECF e gli operatori finanziari specializzati e svariati tra loro si iscrivono per valutare opportunità di investimento per i loro clienti. Questa l'esperienza in BackToWork, ad esempio, che chi scrive conosce più da vicino.
- Nascono, ancora per opera di operatori finanziari, iniziative volte a promuovere gli investimenti in ECF presso la loro clientela, soprattutto quella retail. Se ne citano qui un paio, che ha fatto il giro del web. Azimut e P101 hanno inaugurato il 2020 con il lancio congiunto di un fondo di venture capital dedicato al pubblico retail chiamato Ita500. Il veicolo ha un target di raccolta di 40 milioni di euro e una duration di 10 anni. Il nuovo fondo investirà per il 50-70% in startup con un fatturato fino a 5 milioni di euro oltre che in PMI innovative con un fatturato compreso tra i 5 e i 50 milioni. Recente è anche la nascita di Ecra, joint-venture partecipata al 51% da Eurizon Capital Sgr e al 49% da Intesa Sanpaolo Vita. Il suo obiettivo è quello di canalizzare capitali verso l'economia reale tramite fondi di investimento alternativi con target equity, debito e real estate. Nelle parole di Tommaso Corcos, Amministratore Delegato di Eurizon Capital, *"Il mercato italiano presenta oggi una sottopenetrazione su questa tipologia di investimenti nei segmenti istituzionale, family office e private banking"*[3].
- Secondo la Quarta Edizione dell'Osservatorio sul corporate venture capital crescono gli investimenti nelle startup tecnologiche da parte delle aziende italiane ed estere. Il numero delle quote dei soci aziendali che hanno investito in startup innovative, infatti, è aumentato dell'88% tra settembre 2017 e settembre 2019, da 6.727 a 12.667 unità. I Corporate Venture Capital sono infatti presenti in 2.656 startup innovative (+23% rispetto allo stesso periodo del 2017) e lo fanno con l'obiettivo di scommettere su imprese innovative in qualche modo legate al loro settore di competenza.
- In questo quadro il MISE non poteva restare alla finestra. A inizio 2020 è nato il Fondo Nazionale Innovazione (FNI). La sua ragion d'essere? La convinzione che l'innovazione tecnologica sia essenziale per la crescita e la competitività del nostro paese. L'FNI è una Sgr multifondo che opera attraverso metodologie di venture capital, combinando risorse pubbliche e private. Ha a disposizione un miliardo di euro come dotazione finanziaria di partenza. Obiettivo: riunire e moltiplicare le risorse per le startup, che avranno a disposizione non solo più interlocutori cui chiedere i capitali, ma anche di maggiore dimensione. Oggi infatti un fondo medio ha in dotazione 60-70 milioni, ottimo presupposto per ticket di investimento più elevati. Ci dobbiamo aspettare altro? Se pensate non sia il caso, vale la pena soffermarsi su ulteriori

3 https://www.reuters.com/article/intesa-eurizon-ecra-idITKBN2051VJ

due fattori:

1. Il PE per vocazione investe per lo più in settori tradizionali, in aziende mature spesso oggetto di passaggi generazionali. L'ha sempre fatto con un orizzonte temporale medio, con ticket importanti e in ottica di acquisizione di quote di controllo o quantomeno di minoranze qualificate. Negli ultimi anni molti fondi hanno cambiato pelle: ticket più bassi, investimenti anche di minoranza, orizzonti temporali più lunghi, attenzione a settori che, pur tradizionali, sappiano aggiungere elementi di innovazione nel loro modello di business. Insomma, in qualche misura il PE si sta, "startuppizzando". Vorrà rimanere in disparte o giocare la partita? Potrebbero nascere fondi di PE dedicati alle startup, emanazione degli imprenditori che rappresentano e che vogliano, ancora una volta, essere protagonisti di forme di open innovation con investimenti a medio-lungo termine? Staremo a vedere.
2. Il fenomeno ECF a livello globale: alcuni Paesi sono leader e pionieri e trend in atto in questi contesti potrebbero non tardare a diffondersi in un paese di inventori e creativi come il nostro. Diamo allora un'occhiata al mercato internazionale.

Bibliografia del paragrafo:

- 2016 Deloitte, Global Markets, Global Clients, but Local Specifities – Wealth Management and Private Banking
- 2016 PriceMetrix, The State of Retail Wealth Management
- 2017 Ministero per lo Sviluppo Economico, Annual Report on Innovative Startups and SMEs
- 2018 PWC, New Ecosystems in Wealth Management and How Clients Will Benefit
- 2019 Albonico, M., Banca Generali, Il Mercato Italiano del Private Banking
- 2019 Osservatorio Crowdfunding, 5° Report Italiano sul CrowdInvesting
- 2019 Osservatori Digital Innovation, 20 Anni con Passione: I Numeri Chiave del 2019
- 2020 Ministero per Lo Sviluppo Economico, Cruscotto di Indicatori Statistici – Startup Innovative - 4° trimestre 2019
- 2020 Ministero per Lo Sviluppo Economico, La nuova modalità di costituzione delle startup innovative – 14° Rapporto Trimestrale – dati al 31 dicembre 2019
- 2020 Consob, Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line - Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013

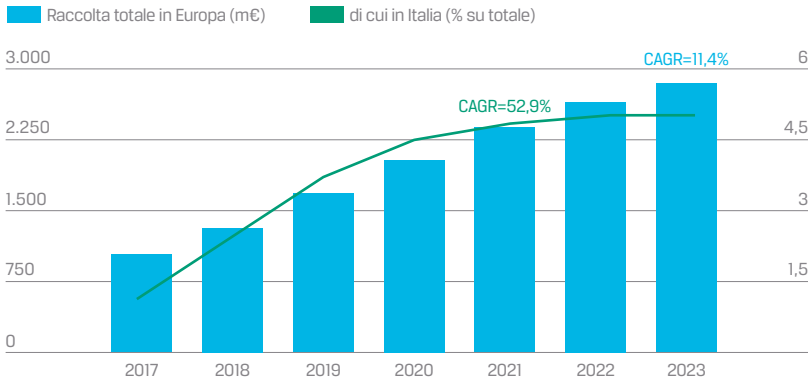
Sitografia:

- www.aifi.it
- www.bccourier.com
- www.bebeez.it
- www.crowdfundingbuzz.it
- www.crowd-funding.cloud
- www.economyup.it
- www.factset.com
- www.forbes.com
- www.ilsole24ore.com
- www.merics.org
- www.millionaire.it
- www.notizie.it
- www.osservatori.net
- www.private-banker.nridigital.com
- www.prnewswire.com
- www.reuters.com
- www.startupbusiness.it
- www.startupitalia.eu
- www.wealthadviser.co

3.2. I MERCATI DELL'ECF A LIVELLO GLOBALE: PECULIARITÀ E TREND IN ATTO

Quanto pesa l'Italia nel mercato europeo dell'ECF? Secondo Statista il 3,9% dei volumi complessivi nel 2019; il 5,1% da proiezioni al 2023. I dati forniti da questa fonte, a livello storico, si discostano parzialmente da quelli di altre statistiche[4], ma sono ugualmente utili per tracciare il quadro di un mercato che, ancorché piccolo, sta crescendo nel nostro paese a un CAGR del 52,9% (si veda il grafico qui sotto):

GRAFICO 4: CROWDFUNDING IN EUROPA E IN ITALIA



Fonte: statista

E a livello globale, chi sono le star del mercato? Sarebbe quasi spontaneo pensare agli Stati Uniti, ma il primato è tutto cinese: ben l'85% del valore globale. La Cina nel 2020 dovrebbe attestarsi a oltre 7 miliardi di dollari, con gli USA al secondo posto e nettamente distanziati in termini di valore (782 milioni, poco più di un decimo del mercato cinese). Il Regno Unito è il primo mercato europeo e terzo a livello globale, con 100 milioni di dollari di valore di mercato[5].

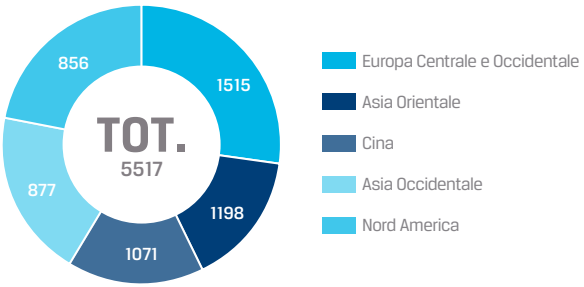
Questo è vero se parliamo di crowdfunding in senso lato, includendo tutte le forme di raccolta. Le differenze sono minori se limitiamo l'analisi all'ECF dove la Cina pesa

4 Osservatori.net
5 Fonte: Money.it, 13/03/2020

per circa 1,2 miliardi di dollari e il Nord America per 967 milioni di dollari.

Questo perché in Cina le forme prevalenti di raccolta sono legate al lending e addirittura il mercato dell'equity crowdfunding sta mostrando una significativa decelerazione rispetto a quello della raccolta a titolo di debito:

GRAFICO 5: CROWDFUNDING A LIVELLO MONDIALE: STIMA IMPORTI INVESTITI NEL 2020 (M€)



Fonte: statista

Perché questi divari tuttavia? Semplicemente sono diversi i protagonisti. In Cina dominano i leader della vendita online: Alibaba, JD.com e Suning, che sfruttano le loro rilevanti basi utenti.

Il mercato è nato relativamente di recente, nel 2013, ma le piattaforme, anche grazie (o a causa) di carenza di regolamentazione sono proliferate a dismisura conducendo anche a svariati episodi di frode.

La prevalenza del Lending rispetto all'ECF rivela la significativa domanda di capitale di debito da parte delle imprese, che spesso non riescono ad avere voce nei confronti del tradizionale canale bancario:

TABELLA 6: CROWDFUNDING IN CHINA BY FINANCIAL MODEL

	2017			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	224,430,000,000	62.8%	64.4%
Marketplace/P2P Business Lending	2	97,430,000,000	27.3%	68.6%
Balance Sheet Consumer Lending	3	15,760,000,000	4.4%	68.0%
Balance Sheet Business Lending	4	6,870,000,000	1.9%	-74.8%
Marketplace/P2P Property Lending	5	5,940,000,000	1.7%	-15.0%
Invoice Trading	6	5,610,000,000	1.6%	146.1%
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	7	980,000,000	0.3%	988.9%
Equity-based Crowdfunding	8	220,000,000	0.1%	-52.2%
Reward-based Crowdfunding	9	5,000,000	0.0%	-99.8%
Donation-based Crowdfunding	10			
Real Estate Crowdfunding	11			
Debt-based Securities	12			
Overall		**357,245,000,000**	**100%**	**46.9%**

	2016			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	136,540,000,000	56.1%	160.4%
Marketplace/P2P Business Lending	2	57,780,000,000	23.8%	45.8%
Balance Sheet Consumer Lending	4	9,380,000,000	3.9%	7716.7%
Balance Sheet Business Lending	3	27,290,000,000	11.2%	4687.7%
Marketplace/P2P Property Lending	5	6,990,000,000	2.9%	26.9%
Invoice Trading	6	2,280,000,000	0.9%	56.2%
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	11	90,000,000	0.0%	125.0%
Equity-based Crowdfunding	8	460,000,000	0.2%	-68.3%
Reward-based Crowdfunding	7	2,020,000,000	0.8%	-142.4%
Donation-based Crowdfunding	10	110,000,000	0.0%	-21.4%
Real Estate Crowdfunding	12	80,000,000	0.0%	
Debt-based Securities	9	250,000,000	0.1%	
Overall		**243,270,000,000**	**100%**	**138.1%**

	2015			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	54,440,000,000	51.3%	266.7%
Marketplace/P2P Business Lending	2	39,630,000,000	38.8%	392.9%
Balance Sheet Consumer Lending	9	120,000,000	0.1%	500.0%
Balance Sheet Business Lending	7	570,000,000	0.6%	307.1%
Marketplace/P2P Property Lending	3	5,510,000,000	5.4%	199.5%
Invoice Trading	4	1,460,000,000	1.4%	461.5%
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	10	40,000,000	0.0%	
Equity-based Crowdfunding	5	1,450,000,000	1.4%	4733.3%
Reward-based Crowdfunding	6	830,000,000	0.8%	2666.7%
Donation-based Crowdfunding	8	140,000,000	0.1%	
Real Estate Crowdfunding			0.0%	
Debt-based Securities			0.0%	
Overall		**102,190,000,000**	**100%**	**314.4%**

	2014			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	14,300,000,000	58.0%	271.4%
Marketplace/P2P Business Lending	2	8,040,000,000	32.6%	458.3%
Balance Sheet Consumer Lending	8	20,000,000	0.1%	
Balance Sheet Business Lending	5	140,000,000	0.6%	7634.8%
Marketplace/P2P Property Lending	3	1,840,000,000	7.5%	700.0%
Invoice Trading	4	260,000,000	1.1%	766.7%
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding				
Equity-based Crowdfunding	7	30,000,000	0.1%	8990.0%
Reward-based Crowdfunding	6	30,000,000	0.1%	2027.7%
Donation-based Crowdfunding				
Real Estate Crowdfunding				
Debt-based Securities				
Overall		**24,660,000,000**	**100%**	**344.0%**

	2013			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	3,850,000,000	69.3%	
Marketplace/P2P Business Lending	2	1,440,000,000	25.9%	
Balance Sheet Consumer Lending				
Balance Sheet Business Lending	5	1,810,000	0.0%	
Marketplace/P2P Property Lending	3	230,000,000	4.1%	
Invoice Trading	4	30,000,000	0.5%	
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding				
Equity-based Crowdfunding	7	330,000	0.0%	
Reward-based Crowdfunding	6	1,4100,000	0.0%	
Donation-based Crowdfunding				
Real Estate Crowdfunding				
Debt-based Securities				
Overall		**5,553,550,000**	**100%**	

Fonte: p2pmarketdata.com/

Se ci spostiamo negli Stati Uniti, la tendenza è anche in questo caso per una crescita delle forme di lending a scapito di quelle di equity, anche se meno marcata di quella cinese. Sebbene le statistiche disponibili non forniscano un dettaglio dei dati USA rispetto a quelli degli altri paesi del Nord America, è ragionevole attendersi che il trend in atto rappresenti quello che sta accadendo negli Stati Uniti dato lo scarso peso degli altri paesi di questa geography:

TABELLA 7: CROWDFUNDING IN THE AMERICAS BY FINANCIAL MODEL

	2017			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Balance Sheet Consumer Lending	1	15,340,000,000	34.6%	407.9%
Marketplace/P2P Consumer Lending	2	14,940,000,000	33.7%	-29.2%
Balance Sheet Business Lending	3	7,260,000,000	16.4%	18.6%
Real Estate Crowdfunding	4	1,870,000,000	4.2%	128.0%
Marketplace/P2P Business Lending	5	1,530,000,000	3.5%	-0.6%
Marketplace/P2P Property Lending	6	1,240,000,000	2.8%	18.1%
Balance Sheet Property Lending	7	780,000,000	1.8%	
Reward-based Crowdfunding	8	440,000,000	1.0%	-26.7%
Donation-based Crowdfunding	9	290,000,000	0.7%	-14.7%
Invoice Trading	10	270,000,000	0.6%	
Equity-based Crowdfunding	11	260,000,000	0.6%	-54.4%
Other	12	80,000,000	0.2%	
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	13	30,000,000	0.1%	0.0%

	2016			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Balance Sheet Consumer Lending	3	15,340,000,000	34.6%	407.9%
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	14,940,000,000	33.7%	-29.2%
Balance Sheet Business Lending	2	7,260,000,000	16.4%	18.6%
Real Estate Crowdfunding	6	1,870,000,000	4.2%	128.0%
Marketplace/P2P Business Lending	4	1,530,000,000	3.5%	-0.6%
Marketplace/P2P Property Lending	5	1,240,000,000	2.8%	18.1%
Balance Sheet Property Lending	Not listed			
Reward-based Crowdfunding	7	440,000,000	1.0%	-26.7%
Donation-based Crowdfunding	9	290,000,000	0.7%	-14.7%
Invoice Trading	Not listed			
Equity-based Crowdfunding	8	260,000,000	0.6%	-54.4%
Other	Not listed			
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding		30,000,000	0.1%	0.0%

	2015			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Balance Sheet Consumer Lending	2	3,090,000,000	10.8%	347.8%
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	17,970,000,000	62.6%	135.2%
Balance Sheet Business Lending	4	2,270,000,000	7.9%	102.7%
Real Estate Crowdfunding	8	480,000,000	1.7%	242.9%
Marketplace/P2P Business Lending	3	2,650,000,000	9.2%	159.8%
Marketplace/P2P Property Lending	5	780,000,000	2.7%	500.0%
Balance Sheet Property Lending	Not listed			
Reward-based Crowdfunding	6	660,000,000	2.3%	29.4%
Donation-based Crowdfunding	9	220,000,000	0.8%	22.2%
Invoice Trading	Not listed			
Equity-based Crowdfunding	7	600,000,000	2.1%	122.2%
Other	Not listed			
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	Not listed			

	2014			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
Balance Sheet Consumer Lending	4	690,000,000	5.9%	
Marketplace/P2P Consumer Lending	1	7,64,000,000	65.3%	
Balance Sheet Business Lending	2	1,120,000,000	9.6%	
Real Estate Crowdfunding	8	1,870140,000,000	1.2%	
Marketplace/P2P Business Lending	3	1,02,000,000	8.7%	
Marketplace/P2P Property Lending	5	130,000,000	1.1%	
Balance Sheet Property Lending	Not listed			
Reward-based Crowdfunding	5	510,000,000	4.4%	
Donation-based Crowdfunding	7	180,000,000	1.5%	
Invoice Trading	Not listed			
Equity-based Crowdfunding	6	270,000,000	2.3%	
Other	Not listed			
Revenue/Profit Sharing Crowdfunding	Not listed			

Fonte: p2pmarketdata.com/

Per quanto riguarda l'Europa Continentale, escludendo quindi il Regno Unito, l'Italia in classifica è saldamente quarta e sta crescendo nettamente. Il Regno Unito è indubbiamente un caso a sè: da solo rappresenta 7,67 miliardi di euro di raccolta.

TABELLA 8: CROWDFUNDING IN MAINLAND EUROPE BY COUNTRY

	2017			
Country	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate
France	1	661,370,000	19.6%	49.0%
Germany	2	595,410,000	17.7%	85.0%
Netherlands	3	279,930,000	8.3%	44.2%
Italy	4	240,660,000	7.1%	89.4%
Finland	5	196,760,000	5.8%	38.3%
Sweden	6	196,380,000	5.8%	127.1%
Georgia	7	173,280,000	5.1%	68.9%
Spain	8	160,480,000	4.8%	22.6%
Poland	9	142,460,000	4.2%	273.5%
Ireland	10	106,790,000	3.2%	39.1%
Latvia	11	92,200,000	2.7%	239.5%
Belgium	12	90,900,000	2.7%	76.5%
Estonia	13	81,240,000	2.4%	-1.5%
Switzerland	14	77,100,000	2.3%	161.2%
Lithuania	15	61,310,000	1.8%	131.8%
Denmark	16	43,470,000	1.3%	-50.6%
Australia	17	32,920,000	1.0%	52.5%
Russia	18	28,440,000	0.8%	496.2%
Czech Republic	19	26,500,000	0.8%	-15.7%
Slovenia	20	14,610,000	0.4%	212.2%
Norway	21	11,790,000	0.3%	141.1%
Bulgaria	22	10,660,000	0.3%	678.1%
Romania	23	10,330,000	0.3%	782.9%
Slovakia	24	10,170,000	0.3%	204.5%
Portugal	25	8,730,000	0.3%	97.5%
Turkey	26	4,810,000	0.1%	663.5%

	2017			
Country	Rank	Volume (€)	Market Share	Growth Rate
Armenia	27	2,210,000	0.1%	414.0%
Albania	28	1,890,000	0.1%	6200.0%
Ukraine	29	1,760,000	0.1%	282.6%
Greece	30	1,640,000	0.0%	-29.0%
Iceland	31	580,000	0.0%	-42.6%
Croatia	32	460,000	0.0%	58.6%
Malta	33	360,000	0.0%	100.0%
Moldova	34	360,000	0.0%	800.0%
Serbia	35	360,000	0.0%	176.9%
Kosovo	36	350,000	0.0%	
Luxembourg	37	190,000	0.0%	26.7%
Hungary	38	110,000	0.0%	-76.6%
Liechtenstein	39	80,000	0.0%	
Macedonia	40	50,000	0.0%	-61.5%
Monaco	41	10,000	0.0%	-99.5%
Bosnia & Herzegovina	42	10,000	0.0%	-50.0%
Cyprus	43	10,000	0.0%	-87.5%
Belarus	44	1,000	0.0%	-99.2%
Montenegro	45	0	0.0%	-100.0%
Andorra	46	0	0.0%	0.0%

	2016		
Country	Rank	Volume (€)	Market Share
France	1	443,980,000	21.6%
Germany	2	321,849,000	15.7%
Netherlands	3	194,190,000	9.4%
Italy	6	127,060,000	6.2%
Finland	4	142,230,000	6.9%
Sweden	9	86,480,000	4.2%
Georgia	7	102,580,000	5.0%
Spain	5	130,900,000	6.4%

	2016		
Country	**Rank**	**Volume (€)**	**Market Share**
Poland	13	38,140,000	1.9%
Ireland	11	76,790,000	3.7%
Latvia	16	27,160,000	1.3%
Belgium	12	51,490,000	2.5%
Estonia	10	82,480,000	4.0%
Switzerland	15	29,520,000	1.4%
Lithuania	17	26,450,000	1.3%
Denmark	8	88,000,000	4.3%
Australia	18	51,590,000	1.1%
Russia	20	4,770,000	0.2%
Czech Republic	14	31,430,000	1.5%
Slovenia	21	4,680,000	0.2%
Norway	19	4,890,000	0.2%
Bulgaria	26	1,370,000	0.1%
Romania	27	1,170,000	0.1%
Slovakia	23	3,340,000	0.2%
Portugal	22	4,420,000	0.2%
Turkey	29	630,000	0.0%
Armenia	32	430,000	0.0%
Albania	41	30,000	0.0%
Ukraine	31	460,000	0.0%
Greece	24	2,310,000	0.1%
Iceland	28	1,010,000	0.0%
Croatia	33	290,000	0.0%
Malta	35	180,000	0.0%
Moldova	40	40,000	0.0%
Serbia	36	130,000	0.0%
Kosovo		Not listed	
Luxembourg	34	150,000	0.0%
Hungary	30	470,000	0.0%
Liechtenstein		Not listed	

Country	2016 Rank	Volume (€)	Market Share
Macedonia	38	130,000	0.0%
Monaco	25	1,930,000	0.1%
Bosnia & Herzegovina	42	20,000	0.0%
Cyprus	39	30,000	0.0%
Belarus	37	130,000	0.0%
Montenegro	43	20,000	0.0%
Andorra	44	0	0.0%

Fonte: p2pmarketdata.com/

Un ulteriore e interessante aspetto del continente europeo riguarda la maggiore incidenza del mercato dell'ECF (6,3% del totale delle diverse forme di crowdfunding, come evidenziato nella tabella che segue, rispetto allo 0,6% del continente americano e allo 0,1% del mercato cinese) e la sua generale tenuta.

A fronte di un ECF che nel 2017 perdeva oltre il 50% del proprio valore sia in Cina che in USA, in Europa la flessione è a una sola cifra (-3,5%). L'incidenza delle forme di lending è inoltre nettamente più bassa rispetto alle altre geography:

TABELLA 9: CROWDFUNDING IN MAINLAND EUROPE BY FINANCIAL MODEL

Financing Model	2017 Rank	Volume ($)	Market Share	Growth Rate
P2P Consumer Lending	1	1,392,380,000	41.3%	99.8%
Invoice Trading	2	535,840,000	15.9%	112.7%
P2P Consumer Lending	3	466,600,000	13.8%	33.3%
Real Estate Crowdfunding	4	258,750,000	7.7%	136.4%
Equity-based Crowdfunding	5	210,930,000	6.3%	-3.5%
Reward-based Crowdfunding	6	158,800,000	4.5%	-16.8%
Balance Sheet Business Lending	7	94,840,000	2.8%	60.4%
Debt-based Securities	8	75,200,000	2.2%	229.1%

	2017			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
P2P Property Lending	9	66,570,000	2.0%	-30.0%
Donation-based Crowdfunding	10	53,140,000	1.6%	63.8%
Minibonds	11	29,100,000	0.9%	186.4%
Other	12	22,420,000	0.7%	
Balance Sheet Consumer Lending	13	3,000,000	0.1%	-82.1%
Profit Sharing	14	1,570,000	0.05%	-81.2%
Balance Sheet Property Lending	Not listed			
Community Shares/Microfinance	Not listed			
Overall		**3,369,140,000**	**100.0%**	**63.3%**

	2016			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
P2P Consumer Lending	1	696,810,000	33.8%	90.5%
Invoice Trading	3	251,870,000	12.2%	212.5%
P2P Consumer Lending	2	349,960,000	17.0%	65.0%
Real Estate Crowdfunding		109,450,000	5.3%	305.8%
Equity-based Crowdfunding	4	218,640,000	10.6%	37.2%
Reward-based Crowdfunding	5	190,760,000	9.2%	37.0%
Balance Sheet Business Lending	7	59,130,000	2.9%	2416.2%
Debt-based Securities	9	22,850,000	1.1%	113.0%
P2P Property Lending	6	95,150,000	4.6%	
Donation-based Crowdfunding	8	32,440,000	1.6%	49.4%
Minibonds	11	10,160,000	0.5%	
Other	Not listed			
Balance Sheet Consumer Lending	10	16,740,000	0.8%	
Profit Sharing	12	8,360,000	0.4%	1448.1%
Profit Sharing	13	1,000,000	0.05%	
Community Shares/Microfinance	Not listed			
Overall		**2,063,320,000**	**100.0%**	**102.4%**

	2015			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
P2P Consumer Lending	1	365,800,000	35.9%	33.2%
Invoice Trading	5	80,590,000	7.9%	1115.5%
P2P Consumer Lending	2	212,080,000	20.8%	127.8%
Real Estate Crowdfunding	6	26,970,000	2.6%	
Equity-based Crowdfunding	3	159,320,000	15.6%	93.0%
Reward-based Crowdfunding	4	139,270,000	13.7%	15.7%
Balance Sheet Business Lending	9	2,350,000	0.2%	
Debt-based Securities	8	10,730,000	1.1%	197.2%
P2P Property Lending	Not listed			
Donation-based Crowdfunding	7	21,710,000	2.1%	32.9%
Minibonds	Not listed			
Other	Not listed			
Balance Sheet Consumer Lending	Not listed			
Profit Sharing	10	540,000	0.1%	
Profit Sharing	Not listed			
Community Shares/Microfinance	Not listed			
	Overall	**1,019,360,000**	**100.0%**	**65.2%**

	2014			
Financing Model	**Rank**	**Volume ($)**	**Market Share**	**Growth Rate**
P2P Consumer Lending	1	274,620,000	44.5%	
Invoice Trading	7	6,630,000	1.1%	
P2P Consumer Lending	3	93,100,000	15.1%	
Real Estate Crowdfunding	Not listed			
Equity-based Crowdfunding	4	82,560,000	13.4%	
Reward-based Crowdfunding	2	120,330,000	19.5%	
Balance Sheet Business Lending	Not listed			
Debt-based Securities	7	3,610,000	0.6%	
P2P Property Lending	Not listed			
Donation-based Crowdfunding	6	16,340,000	2.6%	
Minibonds	Not listed			

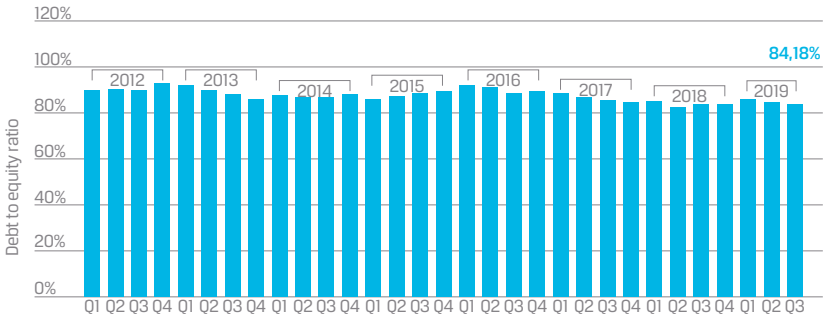
Financing Model	2014 Rank	2014 Volume ($)	2014 Market Share Growth Rate
Other		Not listed	
Balance Sheet Consumer Lending		Not listed	
Profit Sharing		Not listed	
Profit Sharing		Not listed	
Community Shares/Microfinance	5	19,910,000	3.2%
	Overall	**617,100,000**	**100.0%**

Fonte: p2pmarketdata.com/

Cosa dobbiamo aspettarci allora e perché?

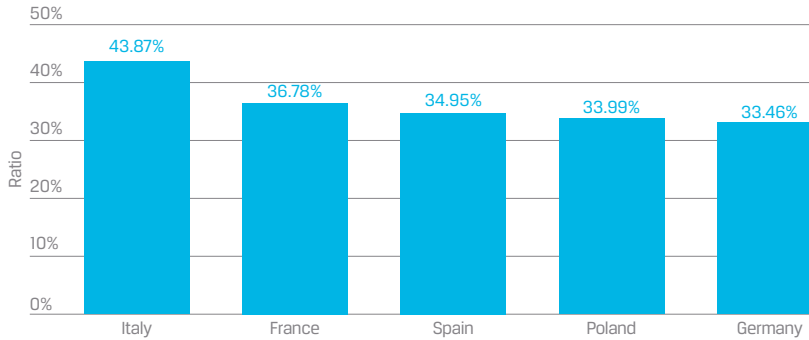
1. Probabilmente il trend in atto nei mercati più grandi è destinato a estendersi anche nel Vecchio Continente. Nel caso italiano, ad esempio, la normativa Consob è stata aggiornata a fine 2019 proprio per consentire alle piattaforme di equity crowdfunding di proporre anche operazioni di debt crowdfunding. Alcune tra queste si stanno già attrezzando ed è ragionevole attendersi anche le prime campagne di raccolta di debito già nei prossimi mesi.
2. Le logiche di reperimento delle risorse finanziarie sono da sempre molto diverse tra i continenti. Gli USA, a livello corporate, storicamente si distinguono per rapporti di indebitamento più elevati rispetto alle aziende europee:

GRAFICO 6: GRAFICO 6: RAPPORTO DEBITO / CAPITALE PROPRIO (D/E) NEGLI USA – Q1 2012 – Q3 2019



Fonte: statista

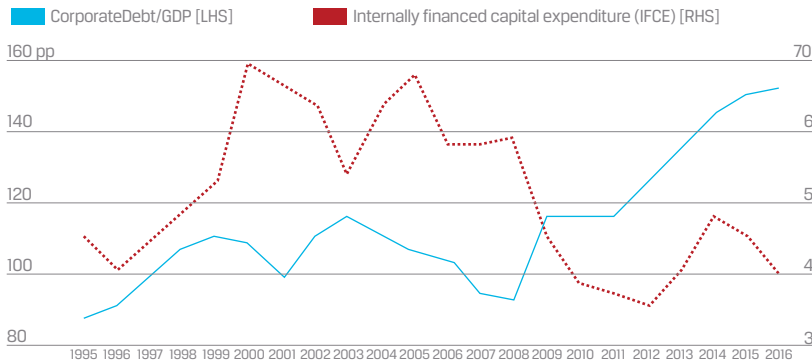
GRAFICO 7: RAPPORTO DEBITO / CAPITALE PROPRIO (D/E) NEL 2019 IN ALCUNI PAESI EUROPEI



Fonte: statista

Anche in Cina il ricorso all'indebitamento è stato storicamente più significativo ed esacerbato peraltro negli ultimi anni da forme di "shadow borrowing":

GRAFICO 8: CORPORATE DEBT/GDP AND INTERNALLY FINANCED CAPITAL EXPENDITURE IN CHINA



Fonte: BIS, OECD, and outhor's calculation

Quindi, se da un lato piattaforme e imprese europee non vorranno perdere la chance di reperire capitali freschi anche attraverso il debt, dall'altro potrebbero decidere di farlo in misura più contenuta rispetto a Cina e USA. In ogni caso ci si potrebbe attendere un mood più aggressivo rispetto al passato, complice la necessità di superare la crisi da COVID-19. Ma chi sono nel resto del mondo gli investitori del crowdfunding? Con i volumi in gioco, è chiaro che non si tratta solo delle "formiche risparmiatrici".

Per capire qualcosa in più, torniamo in UK. Su questo mercato la più nota piattaforma è Seedrs. Nel solo anno 2018 ha raccolto 195 milioni di sterline (quasi 220 milioni di euro): nello stesso periodo il mercato italiano valeva appena 36 milioni di euro. Perché questo successo? La tipologia di investitori è significativamente differente dalla nostra: accanto al pubblico retail, sono presenti non solo angel investor, ma anche e soprattutto VC e investitori istituzionali corporate. Il sito di Seedrs dedica loro un'intera sezione in cui mette in evidenza la propria offerta nei confronti di questi interlocutori.

Un servizio ad hoc consente agli investitori che lo ritengono opportuno di creare un portafoglio diversificato di aziende definendo i criteri di investimento. Se si dispone di fondi sufficienti sull'account Seedrs, il sistema propone scelte automatiche di investimento, lasciando in ultimo la possibilità per l'utente di modificare o addirittura annullare l'operazione. Tutt'altro che trascurabile è poi la presenza di un mercato secondario in piattaforma che offre liquidità per una asset class altamente illiquida per definizione. Seedrs ha dichiarato che il proprio mercato secondario, lanciato a giugno 2017, ha consentito oltre 5.800 exit di investitori da 306 società diverse. Il tutto in maniera normata e trasparente. L'operatore infatti ha recentemente pubblicato per i propri investitori un report di analisi dei risultati evidenziando gli IRR delle operazioni. In Italia in questo ambito siamo ancora alle prime sperimentazioni. È proprio di quest'anno la notizia che Opstart ha lanciato una "bacheca" ("Crowdarena", così è stata battezzata) per favorire lo scambio di quote sulla propria piattaforma. Siamo ben lontani ovviamente rispetto al percorso che può portare a un mercato regolamentato per gli scambi, ma è comunque un importante passo avanti. Come si può vedere sulla stessa piattaforma, si tratta di un portale a disposizione degli investitori crowd, dove si possono pubblicare annunci di acquisto o di vendita di quote, selezionando l'azienda di cui si è (in caso di annuncio di vendita) o si vorrebbe (per annunci di acquisto) essere soci. Sarà interessante osservarne le evoluzioni e soprattutto capire le mosse dei competitor a riguardo. Se torniamo all'ECF non possiamo ovviamente dimenticarci di Crowdcube, il cui caso è ugualmente interessante. Per stessa ammissione di questo operatore, il successo delle campagne è da

attribuirsi all'ampia partecipazione di VC, tra cui Balderton, Index Ventures, Passion Capital, Draper Esprit. Il 60% degli investimenti effettuati attraverso questa piattaforma proviene invece da HNWI. Altro vantaggio competitivo è rappresentato dalle partnership internazionali, tra cui quella con la statunitense SeedInvest: nel corso del 2018, gli investitori provenivano da oltre 100 Paesi extra UK, contribuendo al 13% degli investimenti. Questo ne spiega il forte appeal anche per aziende extra-UK che vogliano effettuare campagne di successo attraendo risorse cospicue da un pubblico internazionale di investitori. Ma questo porta alla ribalta un ulteriore tema: l'home bias che spesso si riscontra nell'ECF. Guardando all'Italia, ad esempio, non vi è al momento significativa evidenza (fatte salve poche eccezioni) di operazioni condotte per società aventi sede in altri Paesi. D'altro lato, la presenza e partecipazione di investitori esteri nelle operazioni sulle nostre piattaforme rappresenta tuttora un'eccezione.

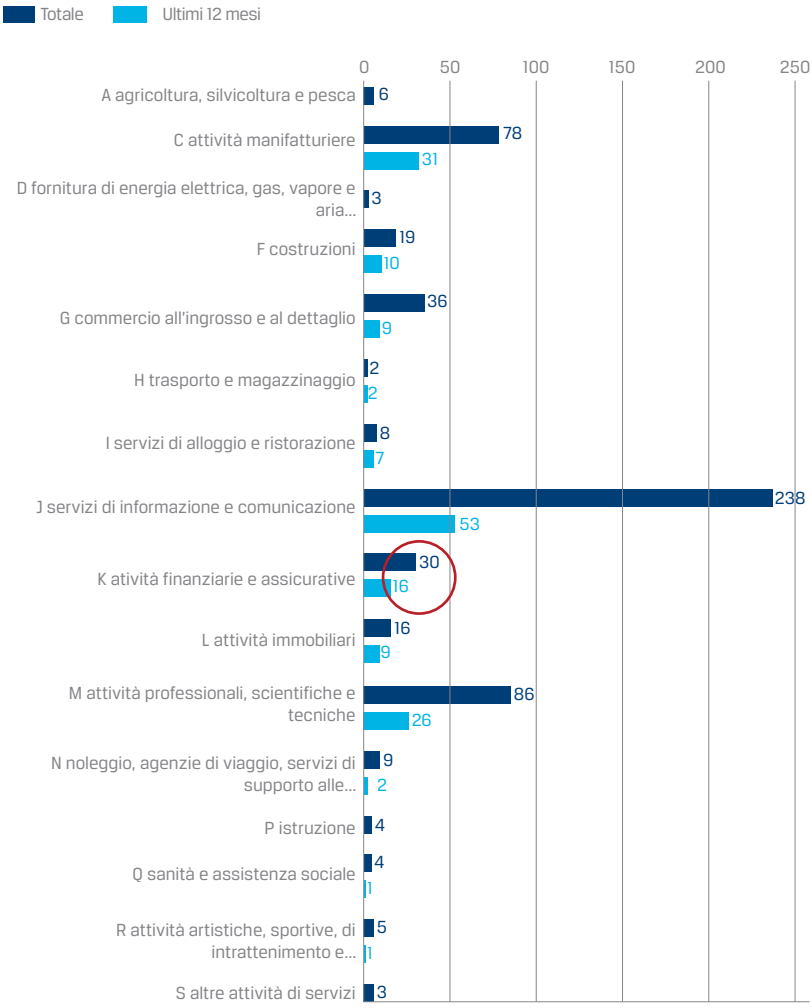
È vero invece l'inverso, e cioè che aziende italiane hanno talvolta preferito il mercato UK per le loro operazioni di fundraising. Tra gli obiettivi, non solo quello di ampliare i volumi raccolti, ma soprattutto di accedere a uno dei network più fertili quanto a innovazione (la vecchia Inghilterra è la patria del Fin-Tech) e opportunità di marketing. Sì, perché è bello tornare nel Bel Paese e dire che si sono raccolti 500K in UK.

Passa importanti messaggi:

a. brand, prodotti e servizi sono noti a livello internazionale
b. si sono gettate sin dalla fase early stage le premesse per lo sviluppo di un mercato che supera i confini domestici
c. gli investitori di un paese straniero hanno superato l'home bias e finanziato una startup italiana.

Perché gli investitori italiani non dovrebbero investire nella stessa società? In alcuni casi la risposta è scontata. Il caso Oval Money, società tutta italiana con sede operativa a Torino ed headquarter a Londra, parla da sè. In altri meno. Interessante è notare come Oval Money non abbia effettuato operazioni di ECF in Italia, ma le cospicue risorse finanziarie italiane siano pervenute attraverso accordi diretti con grandi player per lo più del settore finanziario, in primis Intesa Sanpaolo. In altri casi un'operazione di ECF facilmente proponibile sul mercato UK potrebbe non esserlo su quello italiano. Perché? Molto dipende, ancora una volta, dalla tipologia di investitori presenti sulle nostre piattaforme, cioè il popolo crowd, abituato ai settori tradizionali della nostra economia, seppur rivisitati in chiave innovativa. Il Fin-tech raramente fa parte del target. Basta dare un'occhiata alle società che hanno aperto campagne di ECF sui portali italiani per avere conferma di questa tendenza:

GRAFICO 9: CLASSIFICAZIONE ATECO DELLE 547 IMPRESE PROTAGONISTE DI UNA CAMPAGNA DI ECF FINO AL 30/6/2020



Fonte: osservatoriocrowdinvesting.it

Non sono solo i piccoli risparmiatori ad avere interesse prevalente per settori più tradizionali. Questo trend pare ravvisarsi anche tra gli operatori finanziari o industriali. Del resto, non è un caso che family office e fondi italiani, emanazione di un'imprenditoria legata al settore manifatturiero e commerciale, orientino le loro scelte verso ciò che conoscono meglio. Nelle parole di una nota private banker, sono gli "investitori del tondino".

È evidente quindi che, per fare un salto quantico, occorrono alcuni presupposti:

1. Dare vocazione internazionale alle nostre piattaforme, con sistemi di alleanze in Europa e oltre oceano. Questo potrebbe essere un passaggio fondamentale non solo per portare a bordo in maniera massiccia investitori professionali, ma anche e soprattutto per non delimitare i confini ai soli operatori italiani del settore. Del resto, come alcuni studi dimostrano[6], l'ingresso di questi operatori gioca un ruolo importante anche nel fornire credibilità al sistema di fronte al pubblico retail.
2. Creare alleanze tra il settore finanziario tradizionale e la finanza alternativa. Questo consente da un lato di fare affluire capitali alle PMI e alle startup in tempi più rapidi; dall'altro alle banche di non rimanere escluse da un cambiamento che da sole, forse, non potrebbero mettere in atto. Si tratta di un passaggio fondamentale soprattutto in questa fase in cui alle piattaforme è stato consentito dalla normativa di estendere i servizi anche al settore debt, più diretto concorrente del settore bancario tradizionale.
3. Rendere l'education finanziaria un servizio imprescindibile che le piattaforme devono necessariamente mettere a disposizione (del pubblico retail in particolare), soprattutto per quanto attiene al tema dei rischi.
4. Sviluppare know how in tema di startup e PMI innovative anche attraverso servizi indipendenti di scouting e valutazione. Come individuare quelle che hanno potenzialmente i requisiti per essere appetibili al pubblico degli investitori? Ad oggi, da recenti ricerche sul mercato UK7 risulta come gli investitori dedichino mediamente solo una manciata di minuti a settimana per selezionare le aziende nelle quali investire. Un servizio di analisi finanziaria delle aziende oggetto di crowdfunding potrebbe essere utile allo scopo. Del resto, siamo abituati alle raccomandazioni di borsa e ai report di analisi non gratuiti. Fornire queste ricerche a pagamento, su volumi elevati di investitori e aziende, è un business che potrebbe rivelarsi sostenibile anche parlando di startup e PMI. Rimane per contro di difficile realizzazione la modalità con cui taluni operano oggi: la consulenza ad hoc, spesso domandata al commercialista, figura professionale avvezza per lo più a lavorare con aziende mature.
5. Infine la prevenzione dei rischi. Non abbiamo mai affrontato una crisi del settore finanziario

6 2016 Estrin, S., Gozman, D., Khavul S., Case Study of the Equity Crowdfunding Landscape in London: An Entrepreneurial and Regulatory Perspective

7 2016 Estrin, S., Gozman, D., Khavul S., Case Study of the Equity Crowdfunding Landscape in London: An Entrepreneurial and Regulatory Perspective

in presenza di questi nuovi strumenti. L'ultima vera grande crisi è quella del 2008, quando il crowdfunding era poco più di un progetto. Cosa accadrebbe se il prossimo downturn colpisse duramente questo settore? Come potremmo contrastarne gli effetti negativi? Oggi siamo solo alle "prove dello spettacolo". Molte startup e PMI innovative lamentano proprio il fatto di essere state pesantemente impattate dalla pandemia COVID-19 mentre le misure per rimettere in moto la loro attività sono pressoché marginali o assenti. Segnali come questi, in un verso o nell'altro, possono condizionare significativamente le decisioni degli investitori anche in casi in cui dalla crisi alcune startup possano effettivamente avvantaggiarsi. Del resto, secondo i più, Netflix, startup d'altri tempi, sarebbe stata la più esposta ai venti di una crisi mentre ora, in piena emergenza sanitaria, sta dimostrando al mondo che "È l'animo che devi cambiare, non il cielo sotto cui vivi!" (Seneca, Epistole a Lucilio)

Bibliografia del paragrafo:

- 2016 Estrin, S., Gozman, D., Khavul S., Case Study of the Equity Crowdfunding Landscape in London: An Entrepreneurial and Regulatory Perspective
- 2016 Brüntje, D.,Gajda, O., Crowdfunding in Europe - State of the Art in Theory and Practice
- 2019 Parhankangas, A., Handbook of Research on Crowdfunding
- 2019 Osservatorio Crowdfunding, 5° Report Italiano sul CrowdInvesting
- 2019 Osservatori Digital Innovation, 20 Anni con Passione: I Numeri Chiave del 2019
- 2020 Consob, Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line - Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013

Sitografia:

- www.bccourier.com
- www.beauhurst.com
- www.crowdcube.com
- www.crowdfundingbuzz.it
- www.ec.europa.eu
- www.lendgenius.com
- www.medium.com
- www.merics.org
- www.money.it
- www.opstart.it
- www.osservatori.net
- www.p2pmarketdata.com
- www.seedtable.com
- www.seedrs.com
- https://www.technavio.com
- www.wealthadviser.co

3.3. BENVENUTI NEL NEW DEAL, OVVERO LA NUOVA FRONTIERA DELL'ECF

Nuovi interlocutori, un mercato che cresce, ricerca di investimenti alternativi. Abbiamo visto tutto ciò nel quadro delineato da questo capitolo.

Cosa aspettarsi dunque in un futuro non tanto lontano?

Per rispondere a questa domanda, ci manca ancora un breve sguardo d'insieme all'Unione Europea. È dal 2018 che se ne parla e finalmente un comunicato stampa che risale al dicembre 2019 sembra delineare un quadro che molti operatori auspicano da tempo: l'armonizzazione delle regole di crowdfunding tra i paesi membri.

Si tratta della Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business e l'obiettivo temporale per renderla operativa è il 2021. Non attendiamoci, tuttavia, una strada in discesa, viste le diverse posizioni tra i Paesi.

C'è stata battaglia persino sull'importo massimo della raccolta, figuriamoci cosa potrà accadere sul resto. La prima domanda è: ci serve davvero l'ECSP? Per rispondere, cerchiamo di capire il suo principale vantaggio: l'ottenimento di un "passaporto" che consenta alle piattaforme locali dei singoli paesi membri di poter operare all'interno dell'Unione senza necessariamente avere più sedi legali.

Ecco perché svariati operatori del settore sembrano apprezzarla di buon grado. Immaginate le possibilità offerte alle nostre startup: raccolta di capitali su scala internazionale, accesso alle più disparate tipologie di investitori, sviluppo di una brand identity su scala europea. Ovviamente se tutto va bene e se il progetto è apprezzato; diversamente la cassa di risonanza di una campagna fallimentare non si fermerebbe ai nostri confini.

È del pari un'opportunità anche per gli investitori, che potrebbero fare qualche passo in più per allontanarsi dall'home bias e cercare oltre frontiera un ulteriore fattore di diversificazione dei loro portafogli, anche nell'ambito di una asset class per sua natura illiquida.

Per le piattaforme, infine, l'occasione di approdare sul mercato internazionale è una tentazione irresistibile. Il processo di consolidamento dei leader ne potrebbe risultare accelerato, così come potrebbero accentuarsi forme di specializzazione per settore/stadio di vita delle imprese. Sinora invece, a detta

della stessa Commissione Europea[8], a causa della presenza di regole locali anche marcatamente diverse tra i singoli paesi membri, le piattaforme sono frenate dai rischi e dai costi di compliance che l'ingresso in Stati diversi comporterebbe.

Nella proposta della Commissione sono delineati alcuni principi ispiratori per il framework normativo, uno dei quali merita particolare attenzione. Si tratta del cosiddetto criterio di "proporzionalità", in base al quale "il contenuto e la forma degli interventi dell'Unione Europea non deve eccedere quanto è necessario per realizzare gli obiettivi che il Trattato dell'Unione si pone". Detto in altri termini, l'intento è quello di non "ingessare" il Sistema.

Nel caso specifico del crowdfunding, secondo la Commissione Europea, un eccesso di regolamentazione sarebbe da un lato sproporzionato per le startup e le PMI; dall'altro non adeguato ai diversi modelli di business delle varie piattaforme (si pensi ad esempio a quelle che propongono solo equity crowdfunding rispetto a quelle che offrono anche strumenti di debt o lending, ecc.). La conseguenza è la proposta della stessa Commissione Europea di esentare il crowdfunding dall'applicazione della MiFIDII.

Questa prospettiva fa tirare un sospiro di sollievo a piattaforme e aziende offerenti: facile immaginare che i costi di compliance di una MIFIDII eventualmente estesa a questo ambito potrebbero in parte ricadere sulle imprese sottoforma di maggiori fee.

D'altro lato, si apre tuttavia il campo a inimmaginabili scenari in cui attori del settore finanziario più tradizionale potrebbero vedere di buon grado accordi di varia natura con le piattaforme. E perché mai le piattaforme non dovrebbero essere lusingate da tali accordi, se ciò significasse poter contare su un bacino di investitori più ampio, strutturato e facoltoso rispetto alla semplice platea retail?

Questo è uno scenario in cui accordi di fee-sharing potrebbero prendere piede. Da un lato ci sono le piattaforme desiderose di condurre campagne di successo; dall'altro i gestori di patrimoni che vogliono soddisfare le esigenze di diversificazione in alternative asset class dei loro clienti, ma questo potrebbe voler dire rinunciare a una parte delle fee attuali applicabili agli AUM, parte non indifferente se parliamo della clientela private, ma sicuramente non trascurabile neppure per i clienti affluent. L'importante è che le regole del gioco siano chiare e soprattutto trasparenti agli occhi degli investitori.

Giustamente la Commissione Europea afferma, nel suo documento propositivo, la necessità di gestire a monte i conflitti di interesse garantendo una netta

8 08/03/2018, European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council

separazione dei servizi offerti dalle piattaforme rispetto a quelli messi a disposizione dagli operatori soggetti a MiFIDII.

In aggiunta, la normativa Consob precisa che il gestore di portale non solo deve dischiudere eventuali situazioni di conflitto di interesse, ma deve attrezzarsi di un'opportuna policy per poterli gestire, qualora emergessero. Il tutto comunque rimanendo ben lontano dagli obblighi di unbundling delle commissioni che la normativa MiFID impone.

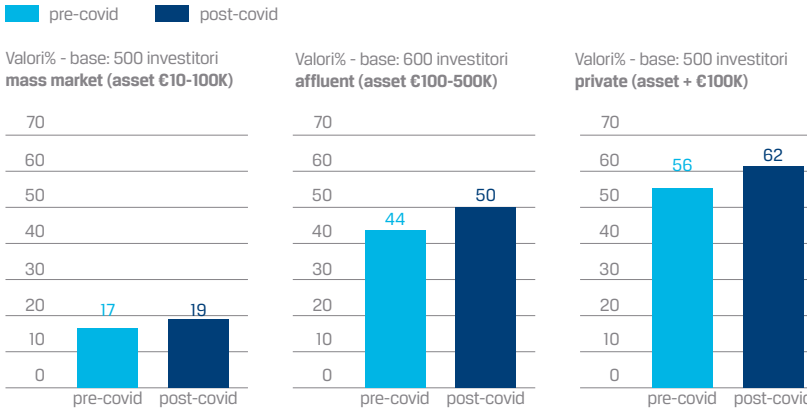
Come le piattaforme si ripartiranno le fee con gli operatori del settore finanziario e soprattutto quanto ciò potrebbe comportare un aumento delle stesse per le aziende? Il quadro si arricchisce ulteriormente se aggiungiamo il recente Decreto Rilancio che il nostro Governo ha emanato per superare i notevoli ostacoli che l'emergenza COVID ha portato al nostro tessuto economico. Il Decreto prevede infatti che, accanto ai più tradizionali PIR (ormai ribattezzati "PIR 2.0") si affianchino i PIR Alternativi che potranno investire anche in strumenti finanziari di aziende non quotate (quindi startup e PMI in primis). E non stiamo parlando di importi trascurabili.

La normativa impone infatti che almeno il 70% del fondo sia investito in società italiane che non appartengono agli indici FTSE Mib e FTSE Italia Mid Cap, incluse le non quotate. Il requisito della stabile organizzazione in Italia fa inoltre un'altra differenza: supporto in primis alle aziende che creano valore nel nostro paese.

Gli asset manager si stanno già muovendo per mettere a punto le soluzioni tecniche, ma c'è da scommettere che ad avvantaggiarsi di questo strumento potranno essere le piattaforme di crowdfunding grazie, anche in questo caso, ad accordi con il settore finanziario tradizionale.

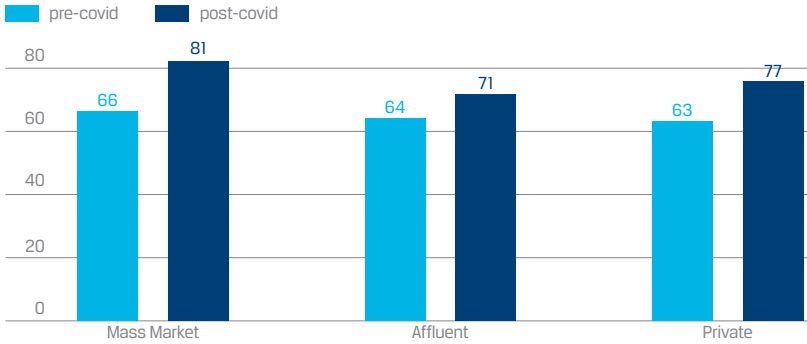
Secondo un recente Rapporto Assogestioni c'è infatti grande interesse da parte degli investitori per investimenti diretti nell'economia reale e tale interesse cresce al crescere del patrimonio (più sentito dagli investitori Private rispetto a quelli Affluent) e nell'era post COVID (maggiore propensione rispetto al passato a supportare le aziende in maniera diretta)

GRAFICO 10: INVESTIMENTI IN ECONOMIA REALE: CRESCE LA CONOSCENZA DOPO LA PANDEMIA, PIÙ TEMPO PER INFORMARSI E MAGGIOR SENSIBILITÀ



Fonte: FNR

GRAFICO 11: L'INTERESSE A INVESTIRE IN AZIENDE ITALIANE GIÀ ALTO PRIMA DELLA PANDEMIA, CRESCE ANCORA DOPO COVID-19



Fonte: FNR

Cosa manca ancora a questo punto? Un ingrediente fondamentale, nell'opinione di chi scrive: le vere competenze per una ricerca approfondita, accurata, di alto livello e diffusa. Chi potrà occuparsene? Non il tradizionale Equity Analyst, o almeno non lui da solo. Ma su questo tema torneremo più avanti.

Bibliografia del paragrafo:

- 08/03/2018, European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council
- 06/2020, I Dossier di Focus Risparmio, Pir e Pir Alternativi Now Open
- 06/2020, Assogestioni, Economia reale per il rilancio del paese: investimenti in prodotti illiquidi, il confronto tra domanda e offerta

Sitografia:

- www.economyup.it

4

La valutazione dell'investimento ECF

Per le aziende già avviate, le metodologie di valutazione sono un patrimonio comune, invece per le aziende nuove o appena nate non è semplice trovare un consenso univoco. Eppure, in tutto il mondo, consistenti flussi di investimento puntano verso queste ultime. Quindi, gli investitori come gestiscono le incertezze della valutazione?

Una possibile soluzione è quella adottata da alcuni business angel: piuttosto che cercare di stimare valutazioni future, preferiscono essere attivamente coinvolti nella gestione dell'azienda, con un contratto di investimento che identifica con precisione i possibili ritorni, graduati nel tempo. Preferiscono dunque accompagnare la crescita per gradi, con un meccanismo che previene la diluizione e garantisce il controllo della gestione della nuova azienda.

Una soluzione alternativa è utilizzare un processo di valutazione, basato sull'analisi qualitativa associata all'analisi quantitativa.

4.1 L'ANALISI QUALITATIVA DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE

Secondo uno studio effettuato presso BA americani[1] i principali elementi su cui valutare la startup sono quattro:

- la passione dell'imprenditore;
- la credibilità dell'imprenditore;
- la qualità del team;
- l'esistenza di una exit potenziale.

L'analisi qualitativa dell'azienda si fonda sulla valutazione del team, del suo coinvolgimento, e della sua qualità, inoltre sull'esistenza di una efficace strategia di uscita (exit).

Oltre all'imprenditore, anche tutto il team è molto importante per il successo di una nuova impresa.

La combinazione di passione ed impegno è la caratteristica giudicata vincente dagli investitori. Il team è valutato sulle competenze possedute e sulle componenti cognitive. La passione e la dedizione sono elementi fondamentali, è necessario un grande entusiasmo per superare le iniziali grandi difficoltà che consentono all'azienda di avviarsi verso un futuro promettente. La ricerca del successo ad ogni costo, che passa anche dal coinvolgimento delle finanze personali. L'investitore cerca riscontri sulla credibilità del team, elemento molto più importante dell'avere

1 R. Sudek, Angel Investment Criteria, Journal of Small Business Strategy

tutte le risposte pronte ad ogni possibile criticità evidenziata nell'analisi di due-diligence. È normale che ci siano elementi di debolezza nei piani aziendali ma occorre avere un team adeguato per poterli affrontare e risolvere.

Avere esperienze imprenditoriali precedenti è sempre positivo. Un'altra caratteristica importante è l'addestrabilità, la capacità di farsi guidare dai mentori per cercare di migliorare grazie alla loro esperienza. La strategia di uscita - Exit - è fondamentale perché date le scarse possibilità di distribuzione di dividendi e l'assenza di un mercato secondario efficace, è l'unica opportunità di ritorno dell'investimento. L'investitore vuole avere chiaro chi è potenzialmente interessato ad acquisire l'azienda e a che prezzo, così da monitorare nel tempo le possibilità.

I metodi di valutazione di tipo qualitativo, sono nati dall'esperienza di esperti business angels e venture capitalist. Sono metodi empirici utilizzati non singolarmente, bensì i risultati di ciascun metodo vengono confrontati fra di loro, con l'obiettivo di individuare un intervallo di valutazione minimo e massimo.

4.1.1 Il metodo scorecard (Bill Payne[2])

È un metodo di valutazione usato per le startup che sono in una fase iniziale, quando non hanno ancora ricavi o comunque ne hanno pochi (la fase cosiddetta Pre-revenues). Ideato da Bill Payne, un famoso business angel americano. Il valore della startup secondo questo metodo, deriva dalla comparazione delle valutazioni di mercato di startup simili per settore e per fase di sviluppo. Il metodo consiste in due fasi. Prima di tutto occorre avere a disposizione un data base di valutazioni di startup dello stesso settore e della stessa area geografica da cui ricavare un valore medio di riferimento. Quindi è necessario comparare i pesi dei fattori di confronto che sono, in ordine di importanza:

- Team;
- Mercato;
- Prodotto;
- Competizione;
- Marketing/Distribuzione;
- Necessità di finanziamenti.

Occorre graduare ciascun fattore della startup rispetto ai riferimenti del settore[3].

2 2011 Payne, B. Scorecard Valuation Methodology, Establishing the Valuation of Pre- revenue, Start-up Companies https://www.angelcapitalassociation.org/blog/scorecard-valuation-methodology-rev-2019-establishing-the-valuation-of-pre-revenue-start-up-companies/

3 https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Blog/scorecardvaluationworksheet1019.pdf?rev=CAC9

Bill Payne fornisce una guida per valutare i pesi rispondendo ad alcune domande chiave. (vedi tabella che segue Payne, 2011)

TABELLA 1

Comparison factor	Weights		Key question
Strenght of the entrepreneur and the management team	0-30%	Impact	Experience
		+	Many years of business eperience
		++	Experience in this business sector
		+++	Experience as a CEO
		++	Experience as a COO, CFO, CTO
		+	Experience as a product manager
		-	Experience in sales or technology
		---	No business experience
		Impact	Willing to step aside, if necessary, for an experienced CEO
		---	Unwilling
		0	neutral
		+++	Willing
		Impact	Is the founder coachable?
		+++	yes
		---	No
		Impact	How complete is the management team?
		-	Entrepreneur only
		0	One competent player in place
		+	Team identified and on the sidelines
		+++	Competent team in place
Size of the opportunity	0-25%	Impact	Size of the target market (total sales)
		--	〈 $50 million
		+	$100 million
		++	〉 $100 million
		Impact	Potential for revenues of target company in five years
		--	〈 $20 million
		++	$20 to $50 million
		-	〉 $100 million (will require significant additional funding)

Comparison factor	Weights		Key question
Strenght of the product and intellectual property	0-15%	Impact	Is the product defined and developed?
		---	Not well difines, still looking a protatype
		0	Well defined, prototype looks interesting
		++	Good feedback from potential customers
		+++	Orders or early sales from customers
		Impact	Is the product compelling to customers?
		---	This product is a vitamin pill
		++	This product is a pain killer
		+++	This product is a pain killer with no side others?
		Impact	Can this product be duplicated by the others?
		---	Easily copied, no inttellectual property
		0	Duplication difficult
		++	Product unique and protected by trade secrets
		+++	Solid patent protections
Competitive environment	0-10%	Impact	Strenght of competitors in this marketplace
		--	Dominated by a single large player
		-	Dominated by several players
		++	Fractured, many small players
		Impact	Strength of competitive products
		--	Competitive products are excellent
		+++	Competitive products are weak
Marketing/ Sales Channels/ Partnership	0-10%	Impact	Sales channels, sales and marketing partners
		---	Haven't even discussed sales channels
		++	Key beta testers identified and contacted
		+++	Channel secure, customers placed trial orders
		--	No parteners identified
		++	Key partners in place
Need for additional investment	0-5%	+++	None
		0	Another angel round
		--	Need venture capital

Comparison factor	Weights		Key question
Other	0-5%	++ --	Positive other factors Negative other factors

Dopodiché occorre dare un punteggio associando una percentuale per ogni caratteristica dell'azienda (il cd fattore di confronto), 150% per una valutazione alta, 125% per una valutazione superiore alla media, 100% per la media, 80% per una valutazione debole e così via.

TABELLA 2: ESEMPIO DI CALCOLO CON VALUTAZIONE SCORECARD

Metodo Scorecard

Fattori di confronto	Intervallo	Comparazione individuata rispetto al mercato	Punteggio Azienda Target	Fattore
Forza del team	0- 30%	30%	100%	0,3
Entità del mercato	0- 25%	25%	80%	0,2
Prodotto/tecnologia	0- 15%	15%	150%	0,225
Ambiente competitivo	0-10%	10%	75%	0,075
Marketing/canale distributivo/partnership	0- 10%	10%	80%	0,08
Necessità di ulteriori investimenti	0- 5%	5%	100%	0,05
Altro	0- 5%	5%	100%	0,05
Totale				0,98

Legenda
Comparazione è il peso del fattore di confronto per l'azienda target
Fattore è dato da: Comparazione x Punteggio Azienda Target

Nella valutazione a titolo di esempio fornita in tabella, la comparazione dei fattori individuata per la startup è al massimo del range previsto. Mentre per quanto riguarda i punteggi, ha un team nella media (Forza del team: 100%), una opportunità di mercato debole (Entità del mercato: 80%), un prodotto molto buono (Prodotto: 150%), contesto competitivo difficile (Ambiente competitivo: 75%), deve sviluppare

meglio la distribuzione (Marketing/Canale: 80%), non ha necessità di ulteriori investimenti (Ulteriori investimenti: 100%), ha un buon feedback dai primi utenti (Altro: 100%). Moltiplicando la somma dei fattori per il valore medio pre-money arriviamo al valore per l'azienda target. Nell'esempio, la somma dei fattori è 0,98, valore inferiore a 1, quindi è stata valutata come meno della media delle aziende comparabili del settore. Se il valore pre-money medio del settore è pari a 2 milioni di euro, il valore dell'azienda target sarà 1.960.000 (2.000.000 x 0,98).

4.1.2 Il metodo della somma dei risk factor (Dave Berkus[4])

Dave Berkus, confonder di Tech Coast Angel[5], basandosi sulla sua esperienza, ha proposto un approccio empirico valido per le startup che ancora non hanno ricavi, ma che hanno un potenziale di crescita tale da raggiungere un fatturato di almeno 20 milioni di dollari in un periodo di cinque anni.

Berkus parte dall'assunzione che è difficile fare previsioni di ricavi e cashflow per le aziende non ancora nate e che sono molto poche le startup che rispettano le previsioni di ricavi previste nei business plan.

Quindi utilizzare proiezioni finanziarie per valutarle non è attendibile, bensì occorre dare il giusto valore a quegli elementi che, se presenti, riducono il rischio di fallimento. Berkus stabilisce che il valore massimo di una startup in fase pre-revenue sia pari a 2,5 milioni di USD, anche se questo valore può essere diverso a seconda delle valutazioni comparabili di aziende dello stesso settore. La valutazione ha come obiettivo l'analisi dei differenti rischi dell'investimento utilizzando un rating con cinque scale, da adattare al settore e alle caratteristiche specifiche dell'azienda.

I fattori di rischio individuati sono: la valutazione dell'idea, del prototipo o della tecnologia, la qualità del team, le relazioni strategiche e la produzione e la vendita. Per ciascuno occorre verificare se esiste una mitigazione del rischio tale da poter associare il valore massimo (500.000) da attribuire alla startup. La valutazione sarà quindi compresa in un intervallo tra 0 e 2.500.000.

4 2016, D. Berkus, The Berkus Method Valuing the Early Stage Investment, Eloquens- https://berkonomics.com
5 https://www.techcoastangels.com

TABELLA 3: VALUTAZIONE BERKUS

Il metodo Berkus

Caratteristiche	Mitigazione del rischio	Valore da attribuire
Team di qualità	Riduzione rischio di esecuzione	Max + 500.000
Una buona idea imprenditoriale	Valore di base	Max + 500.000
Prototipo funzionante	Riduzione rischio tecnologico	Max + 500.000
Buone relazioni strategiche	Riduzione del rischio di mercato	Max + 500.000
Produzione o vendita	Riduzione del rischio di produzione/vendita	Max + 500.000
Valore startup		**Max 2.500.000**

Una evoluzione di questo modello consiste nella determinazione puntale del rating per ognuno dei dei fattori di rischio (Risk Factor Summation Method[6]).

Utilizzando un numero di variabili maggiore, si arriva alla valutazione finale modificando la valutazione media di mercato.

Il Rating assegnato è compreso tra -2 e +2 a cui corrisponde l'aggiustamento monetario di 250.000 moltiplicato per il rating.

TABELLA 4: ESEMPIO DI VALUTAZIONE SOMMA DEI RISK FACTOR[3]

Metodo Somma dei Risk Factor

Fattori di rischio	Rating	Addizione / Sottrazione
Team	2	500.000
Stadio di sviluppo dell'azienda	-1	-250.000
Rischi compliance	1	250.000
Rischi di produzione/supply chain	0	0
Rischi di mercato/marketing	1	250.000
Rischi di liquidità/risorse finanziarie	0	0

6 2016, Kowlessar

Metodo Somma dei Risk Factor		
Competizione	-2	-500.000
Rischi tecnologici	-1	-250.000
Rischi legali	0	0
Rischi di internazionalizzazione	0	0
Rischi reputazioni	0	0
Rischi di exit	1	250.000
Totale aggiustamenti		250.000
Valore medio di startup dello stesso settore		1.500.000
Valore finale (post money)		**1.750.000**

4.1.3 Il metodo dei venture capital

In questo metodo la valutazione parte dalla determinazione del rendimento minimo atteso per l'investitore. Un rendimento che tenga conto dei rischi tipici: lo stadio di sviluppo dell'azienda, la presenza di ricavi, i rischi di esecuzione e di sviluppo del progetto, l'esperienza del team, il mercato e i concorrenti. Tutti questi rischi sono sintetizzati in un intervallo di valori per il tasso di rendimento, compreso tra il 20 e il 40% per gli investimenti considerati a basso rischio e oltre il 50% per gli investimenti ad alto rischio[7]. Una volta individuato il tasso di rendimento, il passo successivo è stabilire il valore da riconoscere all'azienda al momento dell'uscita utilizzando il metodo dei multipli (ad es. il P/E) per aziende comparabili o utilizzando valori di transazioni di mercato. Quindi la valutazione (post-money) viene calcolata attualizzando il valore atteso all'uscita.

TABELLA 5: ESEMPIO DI VALUTAZIONE CON IL METODO VENTURE CAPITAL

Metodo Venture Capital		
Rendimento minimo per l'investitore	*i*	40%
Valore all'uscita	*E*	35.000.000
Tempo all'uscita (anni)	*n*	5
Valore post money	**POST= E ÷ (1+i) ^{n}**	**6.500.000**

7 2009, Damodaran, Development Stage and VC Target Rate of Return

Se l'investimento richiesto è pari a 750.000, la quota di partecipazione sarà pari all'11,5% (750.000/6.500.000). Il valore pre-money si ottiene togliendo al valore post-money l'importo dell'investimento.

4.1.4 Altri metodi empirici

First Chicago[8]
È un metodo che prende il nome dall'omonimo fondo di venture capital che per primo lo utilizzò. È un approccio che considera tre differenti scenari di flussi di cassa attesi: successo, base, e fallimento. Per ciascun scenario si calcola l'attualizzazione dei flussi di cassa (DCF). Ogni scenario ha una probabilità di accadimento e un appropriato tasso di sconto. la valutazione finale è la media dei tre scenari.

Il metodo della sostituzione
Un metodo empirico molto semplice che corrisponde nel calcolare la valutazione minima basandosi su quello che è l'esborso finanziario necessario per ricostruire quanto fatto fino ad oggi, ovvero quando finora è stato investito. Da quando è stata avviata l'iniziativa imprenditoriale, la startup ha sostenuto dei costi effettivi a cui occorre aggiungere anche il lavoro impiegato dagli imprenditori, se non è stato riconosciuto a valori di mercato. Per esempio, i due fondatori hanno lavorato per tre ani senza stipendio e ognuno ha un salario medio di 100.000 se avessero continuato il lavoro precedente inoltre hanno beni a bilancio per 300.000. In questo caso la valutazione è pari a (100.000 X 2 X 3) + 300.000 =900.000.

La regola dei terzi[9]
Quanta percentuale di capitale è meglio riconoscere tra i soci fondatori, il team e gli investitori esterni? Quali sono i giusti pesi? Qual è il giusto mix di capitale che non scoraggia i fondatori e consente agli investitori di avere una sostanziosa partecipazione? Con la regola dei terzi si stabilisce che il capitale sociale post ingresso, dopo l'aumento (post-money) sia distribuito in modo da riconoscere 1/3 delle azioni ai fondatori, 1/3 al team tramite stock option e il rimanente 1/3 agli altri investitori. E' una regola utilizzata anche per verificare l'adeguatezza di altre metodologie e che consente di riconoscere un livello di partecipazione minimo ai primi investitori che hanno creduto nella startup.

8 1987 Sahlmann, W. A., & Scherlis, D. R., A method for valuing high-risk, long-term investments: The "Venture Capital Method." Harvard Business School Publishing
9 http://www.venturechoice.com/articles/valuation.htm

La regola dei traguardi

Con questa regola si stabilisce che nell'aumento di capitale le risorse raccolte sono destinate al raggiungimento di un obiettivo aziendale e contemporaneamente che i nuovi investitori hanno una quota concordata. Gli investitori individuano un traguardo di importanza vitale per l'azienda (l'acquisizione dei primi clienti, oppure la prima partnership importante, un target di ricavi ecc) e quantificano la cassa necessaria per arrivare a tale obiettivo (Burn Rate[10]). Dopodiché si equipara tale importo a una percentuale (anche 50/60%) delle azioni della startup da riconoscere a chi sottoscrive l'aumento di capitale. Per esempio, la società ha necessità di risorse finanziare pari a 500.000 per sviluppare il prototipo. Viene riconosciuto al nuovo investitore che entra nel capitale sociale con 500.000 una partecipazione pari al 60%.

Bibliografia del paragrafo:

- 2014 David S. Rose, Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups, John Wiley & Sons
- 2006 W.H. Payne, The Definitive Guide to Raising Money from Angels, Gust
- 2000 Van Osnabrugge, M. & Robinson, R. J., Angel investing: matching start-up funds with start-up companies: the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalist.
- 2016 CFA Institute, Alternative Investments and Portfolio Management. CFA Program Curriculum 2016, Level I, Volume 6.
- 2015 Gervasoni, A., & Sattin, F., Private Equity e Venture Capital: Manuale d'investimento nel capitale di rischio, Milano: Guerini Next
- 2009 Sahlman, W., A method for valuing high-risk, long-term investments: the "Venture Capital Method". Harvard Business Review

Sitografia:

- https://angel.co
- https://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Blog/scorecardvaluationworksheet1019.pdf?rev=CAC9
- Berkus, D., 2016. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. https://berkonomics.com/?p=2752

10 Vedi paragrafo 4.2.1

4.2 L'ANALISI QUANTITATIVA DEL PROCESSO DI VALUTAZIONE

L'analisi quantitativa riveste un peso determinante nella valutazione di un'impresa o di un progetto imprenditoriale.

Per le società che dispongono di bilanci certificati si procede attraverso due fasi sequenziali: l'analisi consuntiva e l'analisi prospettica. La prima attiene alla verifica dell'evoluzione storica della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società e si concretizza nella riclassificazione degli schemi di bilancio, nel successivo calcolo dei quozienti (ratios) che sintetizzano il livello di profittabilità e solidità patrimoniale e nell'analisi dei flussi finanziari. Le indicazioni ottenute vengono contestualizzate alla luce del settore di appartenenza, della sua fase di sviluppo (startup o società matura) e della fase del ciclo economico (recessione o espansione) e fungono da base per procedere all'analisi prospettica.[11]

Nel caso di start-up o di singoli progetti si procede direttamente alla costruzione delle previsioni economico-finanziarie andando a identificare le principali voci di ricavi e costi e scomponendo le stesse nelle determinanti di volumi, prezzi di vendita, costi del venduto diretti ed indiretti (approccio bottom up). Alternativamente per la componente ricavi si può procedere identificando e quantificando il mercato potenziale e facendo successivamente previsioni sull'evoluzione prospettica della quota di mercato potenziale dell'emittente, mentre per i margini si può identificare il target di lungo periodo in base a quello registrato da aziende mature analoghe e prevedere un sentiero di evoluzione dei margini consistente in base a mercato, contesto competitivo e fattori critici di successo (approccio top down). La stima degli investimenti necessari a far partire e sostenere l'impresa è l'altro tassello importante da tenere in considerazione per giungere alla stima dei flussi di cassa prospettici. L'affidabilità delle previsioni passa anche dall'accuratezza con cui vengono stimati i tempi di sviluppo produttivo e commerciale, il mercato potenziale, i costi del venduto e della struttura necessaria per intraprendere l'iniziativa.

Un'analisi più immediata avviene facendo ricorso ai KPI, che sintetizzano le metriche da osservare per effettuare misurazioni relative di performance di un'impresa.

11 Per un approfondimento sul tema dei metodi quantitativi utilizzati per determinare il valore di un'azienda da parte degli investitori istituzionali al fine di scegliere la convenienza o meno all'investimento nella stessa si veda AIAF, "Linee Guida AIAF per la stesura della ricerca su titoli equity quotati", Gennaio 2020

4.2.1 Le metriche (KPI)

Le metriche sono misuratori di performance utilizzati per comprendere la bontà di una idea imprenditoriale, per verificarne i progressi e per vedere se l'azienda gode di buona salute oppure no.

Dai primi giorni di vita di una azienda, occorre individuare quali sono le caratteristiche che dimostrano il potenziale dell'idea imprenditoriale, in questo sfortunatamente non aiutano le metriche tradizionali come i ricavi, l'ebitda, il ROI, perché nelle startup si trovano importi che vanno dal negativo allo zero e anche quando l'azienda è avviata non sono in grado di rappresentare fedelmente la realtà.

Le metriche più utilizzate sono: LTV, CAC, Churn rate, Burn rate.

LTV (Life Time Value)
L'azienda produce valore per i suoi clienti? È possibile ottenere risultati sufficientemente positivi e in grado di coprire almeno il costo di acquisizione dei clienti? Per saperlo utilizziamo la metrica LTV.

Il valore ottenibile da un cliente, in inglese Life time value è un indicatore di quanto è possibile aspettarsi da un singolo cliente per tutta la durata della relazione commerciale. E' una stima delle vendite che un singolo cliente è in grado di generare fino a quando non sarà più cliente.

LTV=AVG x Customer Lifespan

AVG= ricavi medi per cliente in un periodo di tempo

Customer Lifespan= per quanto tempo un cliente rimane attivo. Calcolato su base storica o prospettica. Il periodo critico è definito Churn (tasso di abbandono), quando il cliente abbandona e quindi non è più cliente.

Esempio:
Il cliente genera ricavi per 100 al mese e ci si attende che rimanga fedele per un anno.
AVG = 100/mese
Customer Lifespan = 12 mesi
LTV = 100 X 12 = 1.200

Churn rate (tasso di abbandono)
Tasso di abbandono = clienti persi durante il periodo/totale clienti all'inizio del periodo + nuovi clienti

Per definizione il Customer life spam= 1/churn rate.

Esempio:
Clienti persi = 80 in un mese
Totale clienti all'inizio del periodo: 5.000
Churn rate mensile= 80/5.000=1,6%

Se l'1,6% dei clienti abbandona ogni mese, significa che in media un cliente rimane per 62 mesi (=100/1,6), ovvero il Customer Lifespan.

CAC
È il costo di acquisizione per cliente, pari alla somma di tutti i costi di marketing necessari per acquisire un cliente divisi per il numero di clienti acquisiti. I costi possono essere: costi per click delle campagne adv, il costo del personale commerciale e di marketing, gli sconti e le promozioni, tutti i costi di marketing offline.

CAC= costi di acquisto clienti/numero di nuovi clienti

Il rapporto LTV/CAC ci mostra quanto è possibile ricavare da un singolo cliente, è un indicatore che dovrebbe risultare >1 e le migliori aziende hanno metriche di LTV/CAC più grandi di 3, il che significa che per ogni Euro speso per acquisire il cliente ci sono ritorni pari a tre volte.

Il rapporto CAC/AVG indica in quanto tempo si ripagai il costo di acquisizione del cliente.

Burn rate
Il Burn rate è quanta cassa occorre per mantenere attiva l'azienda. È un indicatore assoluto che mostra di quante risorse ha bisogno l'azienda per sopravvivere. Normalmente è espresso su base temporale (mensile). Esempio: con un burn rate di 20.000 Euro al mese, l'azienda ha bisogno di 20.000 Euro al mese per mandare avanti l'attività.

Burn Rate mensile = Costi totali sostenuti nel mese

L'indice di sopravvivenza è dato dal totale della cassa disponibile diviso per il Burn rate. E' il numero di mesi di autosufficienza finanziaria dopodiché l'azienda non può più continuare l'attività perché ha finito la liquidità e occorre nuova finanza.

Indice di sopravvivenza (mesi) = Cassa / Burn rate mensile

Il Burn rate è utilizzato per la valutazione delle aziende nella fase Seed e Pre seed. Si calcola la cassa necessaria fino ad arrivare al successivo round di

finanziamento (es. 18/24 mesi) e si offre questo importo per l'ingresso di nuovo capitale, quindi si stabilisce la quota societaria desiderata (vedi paragrafo 4.1.4).

Esempio:
Burn rate = 20.000 / mese
Tempo rimanente fino al secondo round di finanziamento: 18 mesi
Capitale richiesto: 360.000 (20.000x18)
Quota societaria offerta = 20%
Calcolo Valutazione post-money= 360.000 X 100/20 = 1.800.000
Valutazione pre-money= 1.800.000-360.000 = 1.440.000

In sintesi, si offre all'investitore di coprire tutte le necessità finanziarie per l'arco di tempo considerato in cambio di una quota di partecipazione che sarà oggetto di negoziazione. Dal risultato della negoziazione sulla quota, si ricava la valutazione.

4.2.2 Valutazione sui multipli

Il metodo dei multipli fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'iniziativa imprenditoriale con attività similari di cui sono disponibili prezzi di transazioni recenti.

Come prezzi di negoziazione si possono prendere a riferimento sia il valore di borsa di società quotate in borse regolamentate, sia la valorizzazione in sede di cessione di quote parziali/totali di aziende. In entrambi i casi il valore viene parametrato rispetto a dimensioni economiche/finanziarie attuali e prospettiche relative generalmente ai due/tre anni di stima successiva. Alla base del metodo c'è l'assunzione che società che operano nello stesso settore con business model analoghi abbiano identici rischi operativi e quindi richiedono un analogo ritorno dell'investimento; quest'ultimo è sintetizzato dal multiplo del prezzo pagato rispetto a parametri di redditività operativa e/o di patrimonio a disposizione.

L'applicazione del metodo passa attraverso tre fasi:

i. l'individuazione di un insieme di società ritenute comparabili (peer group);
ii. l'identificazione dei multipli adatti alla valutazione di una specifica società/settore (es. EV/EBITDA, EV/Ricavi, P/E, P/CF, P/BV, etc.);
iii. l'applicazione di tali multipli alle stime prospettiche dell'iniziativa imprenditoriale da valutare.

Il multiplo più utilizzato per la sua valenza trasversale su tutti i settori industriali è l'EV/EBITDA che confronta il valore totale dell'azienda (equity+debito) con l'EBITDA o Margine Operativo Lordo, definito come differenza tra ricavi e costi esterni per materie prime, servizi e costo del lavoro. L'EBITDA è assunto come

approssimazione del cash flow operativo e quindi misura la capacità di generare risorse disponibili per gli investimenti e al servizio del debito. In caso di redditività negativa, che caratterizza le aziende early-stage, ci si limita spesso a prendere a riferimento il ratio EV/Ricavi.

La natura innovativa del business, che spesso caratterizza le iniziative che fanno ricorso all'equity crowdfunding, rende difficile trovare società comparabili. In questo caso si opta per prendere come riferimento i multipli applicati all'interno di macrosettori (es. tecnologia) identificando nicchie analoghe per clienti di destinazione (B2B, B2C) e per finalità dei servizi offerti (es. advertising technology, Artificial Intelligence/business analytics, communication, financial applications etc.).

4.2.3 Valutazione a DCF

Il Discounted Cash Flow è un metodo di valutazione che si basa sull'attualizzazione dei flussi monetari futuri stimati per l'azienda.

Il modello del DCF è espresso nella formula:

$$V_a = \sum 1^{n} F_{out} (1+wacc)^{-t} + V_{on} (1+wacc)^{-n}$$

Dove:
Fout sono i flussi monetari operativi unlevered, ovvero non incorporano il pagamento degli interessi sul debito ma sono al netto delle imposte che la società dovrebbe corrispondere se non fosse indebitata.

N è il numero di periodi di previsioni esplicite dei flussi generati (generalmente 5-6 anni).

Von è il valore terminale al tempo n, e si ottiene capitalizzando il flusso monetario dell'anno n, che viene assunto ripetibile nel tempo futuro. Il tasso di attualizzazione deve tener presente le previsioni di crescita future g per cui Von è generalmente ottenuto come Foun/(WACC – g)

WACC è il weighted average cost of capital o costo medio ponderato del capitale.

La stima del WACC per l'attualizzazione dei flussi unlevered si ottiene con la seguente formula:

$$wacc = ke * (E/E+D) + kd * (1-T) * (D/E+D)$$

Dove:
ke = costo del capitale di rischio o equity.
kd * (1-T) = costo del debito della società rettificato per lo scudo fiscale fornito

dagli interessi passivi.
Debito/(Equity+Debito) = misura del livello di indebitamento, possibilmente a valore di mercato.

La stima del ke è ottenuto applicando la teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM) per cui il tasso di rendimento atteso da attività prive di rischio deve essere corretto per il rischio sistematico cioè per il rischio non eliminabile con la diversificazione di portafoglio, o detto altrimenti:
re = rf + β * Equity Risk Premium

Dove:
rf è il tasso risk-free (generalmente rendimento del titolo di debito decennale emesso dallo stato di provenienza dell'emittente). Equity Risk Premium = rm - rf (=premio per il rischio del portafoglio di mercato) dove rm è il rendimento atteso del portafoglio di mercato (o market portfolio). β è una misura di rischio sistematico caratteristica del cash flow da valutare ed è espresso dalla relazione:
β = ϱ * σ / σM

Dove:
σ è la deviazione standard del rendimento (volatilità) dell'attività da valutare.
σM è la deviazione standard del rendimento (volatilità) del portafoglio di mercato.
ϱ è il coefficiente di correlazione tra il rendimento dell'attività e il rendimento del portafoglio di mercato.

Tali quantità sono stimate da vari providers (es Bloomberg, Factset, Reuters) che ne esplicitano le modalità di calcolo. Per le società non quotate viene generalmente preso a riferimento il beta unlevered del settore secondo la formula:
Beta unlevered = beta medio delle società del settore quotate/(1+(1-tax rate)*D/E medio del settore)

4.2.4 Valore target: premio o sconto al fair value

Il teorico valore fair che si ottiene applicando i metodi di valutazione fondamentali può differire dall'effettivo valore di scambio a causa dei seguenti fattori:

i. rischi specifici dell'emittente che non possono essere riflessi nel peer group preso a riferimento o nei parametri usati per determinare il costo del capitale;
ii. obiettivi perseguiti dalle controparti e rispettivi vincoli;
iii. condizioni del contratto, quali esistenza di diverse classi di azioni;
iv. comportamento degli investitori, sintetizzato nell'espressione "finanza comportamentale".

Nei processi di valutazione è quindi necessario verificare se e in che modo

attribuire un premio o uno sconto al fair value ottenuto per rendere il più accurata possibile l'analisi e avvicinarla alle reali condizioni della società da valutare, delle caratteristiche della transazione e delle condizioni del mercato.

Relativamente alla valutazione a multipli di mercato, è possibile che il panel preso a riferimento non sia perfettamente comparabile per cui è necessario applicare uno sconto o un premio al multiplo ricavato da esso, in modo da incorporare i vantaggi o gli svantaggi competitivi che si vedono nel business model da valutare. Se i multipli considerati fossero ripresi da passaggi di proprietà di intere aziende, sarebbe necessario applicare uno sconto al valore teorico ottenuto, visto che l'investitore nel mondo del crowdfunding non entra in possesso del controllo dell'azienda.

Inoltre, un elemento chiave per la valutazione dell'investimento è la natura illiquida dell'investimento sostenuto, che dovrebbe richiedere un extra-rendimento rispetto alla situazione registrata nelle ordinarie transazioni di mercato. Il premio al rischio liquidità può essere incorporato nel calcolo del wacc o può tradursi nell'applicazione di uno sconto rispetto al valore ottenuto a multipli di mercato.

Infine, la finanza comportamentale riconosce l'importanza nelle scelte d'investimento di un "fattore catalizzatore" positivo o negativo che fa scattare l'impulso all'acquisto (o il rifiuto). Può derivare da una pluralità di avvenimenti che spesso si traducono nell'apprezzamento o nel rigetto di certi settori e delle società che vi operano e ne deriva che implicitamente alle stesse viene applicato un forte premio o sconto rispetto al loro potenziale valore teorico. Quest'ultimo deve trovare riconoscimento anche nel valore target a cui si giunge al termine del processo di valutazione.

4.2.5 L'evidenza empirica del pricing

Tutti i metodi di valutazione si basano sul principio che il valore di un'impresa non può prescindere dai flussi di cassa attesi per il futuro e dal grado di incertezza sulla loro realizzabilità. Il prezzo di mercato è, tuttavia, un punto di equilibrio di domanda e offerta e queste rispondono non solo a considerazioni di natura fondamentale ma anche a "mode" del momento.

Specialmente nelle società giovani, uno dei principali elementi alla base del valore riconosciuto è la quantificazione del mercato di riferimento potenziale e tanto più è ampio quest'ultimo e incerto il business model vincente (caratteristiche tipiche di un mercato nascente) quanto più la self-confidence dell'imprenditore lo indurrà a fare proiezioni di sviluppo potenziale futuro molto importante e la self-confidence

degli investitori di saper cogliere il momento giusto li porterà a riconoscere valutazioni importanti a ricavi futuri. In generale, il riconoscimento di un progetto all'interno di un macro trend che gode di un buon sentiment di mercato ne favorisce la validazione dello stesso e l'applicazione dei multipli di mercati alla crescita futura può portare a situazioni di valutazioni generose riconducibili più agli "animal spirit" del mercato che ad analisi fondamentali razionali.[12]

Visto che fare previsioni è tanto più complesso e time consuming quanto minore è la disponibilità di dati storici, è comune per i venture capital far ricorso a metodi di valutazione misti DCF-multipli di mercato semplificati[13]. In particolare, tipicamente si procede con le seguenti tappe:

i. stima di tre-cinque anni di ricavi o utili;
ii. applicazione del multiplo di EV/fatturato o P/E rilevato per le società del settore quotate;
iii. attualizzazione del valore futuro utilizzando un tasso di sconto variabile a seconda del ciclo di vita della società come sintetizzato nella tabella 6.

La pratica di combinare multipli forward looking con tassi di attualizzazione arbitrariamente alti semplifica l'analisi ma a discapito dell'accuratezza e della ragionevolezza del valore stimato.

TABELLA 6: RITORNO DELL'INVESTIMENTO RICHIESTO DAI VENTURE CAPITAL IN FUNZIONE DELLO STADIO DI SVILUPPO DELLA SOCIETÀ

Stadio di sviluppo	Rendimento ricercato
Start-up	50-70%
Primo stadio	40-60%
Secondo stadio	35-50%
Bridge/IPO	25-35%

Fonte: "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Aswath Damodaran, May 2009

12 Per un approfondimento sulle evidenze empiriche dell'importanza dell'overconfidence da parte degli imprenditori e degli investitori per creare situazioni di overpricing collettive sul mercato si veda Bradford Cornell & Aswath Damodaran, "The Big Market Delusion: Valuation and Investment Implications", Financial Analysts Journal, Marzo 2020

13 Per un approfondimento sulle pratiche metodologiche nel mondo del VC si veda Aswath Damodaran, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, Maggio 2009

Bibliografia del paragrafo:

- Aswath Damodaran, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, Maggio 2009
- Bradford Cornell & Aswath Damodaran, "The Big Market Delusion: Valuation and Investment Implications", Financial Analysts Journal, Marzo 2020
- AIAF, "Linee Guida AIAF per la stesura della ricerca su titoli equity quotati", Gennaio 2020
- 2013 Croll, A., and Yoskovitz, B., Lean Analytics: Use Data to Build a Better Startup Faster. O'Reilly Media Inc

Sitografia:

- https://www.forentrepreneurs.com/saas-metrics-2/
- https://kellblog.com/2014/07/30/the-ultimate-saas-metric-ltv-cac/
- https://techcrunch.com/2015/04/05/burn-rate-doesnt-matter/
- https://www.wsj.com/articles/venture-capitalist-sounds-alarm-on-silicon-valley-risk-1410740054
- https://eze.tech/blog/8-startup-metrics-you-should-care-about-first/
- https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/startup-valuation-metrics-internet/
- https://www.slideshare.net/dmc500hats/startup-metrics-for-pirates-long-version/16 Example_Conversion_Metrics_note_not

4.3. LA GOVERNANCE

A questo punto, appare ormai chiaro che la normativa sul crowdfunding si pone tra l'altro l'enconomiabile obiettivo di favorire la partecipazione a investimenti nell'economia reale, anche e soprattutto da parte del pubblico dei piccoli risparmiatori. In quest'ottica, non ci deve stupire che il legislatore abbia voluto tutelare questa categoria, con particolare riguardo ai diritti patrimoniali.

La Consob ha infatti contemplato l'obbligatorietà di specifiche clausole nello Statuto delle aziende che vogliano effettuare operazioni di ECF. Prima di esaminarle e di comprenderne la ratio, vale la pena fare qualche riflessione sostanziale.

Possiamo sostenere che le startup sono aziende con la governance nel DNA. La domanda è: perché? La risposta quasi scontata: anche la governance rientra tra i criteri al vaglio nel processo di scouting di investitori professionali e angel investor. Le startup lo sanno bene e cercano di non farsi trovare impreparate a riguardo.

Nelle lettere di intenti sono molti gli investitori (anche non istituzionali) che chiedono l'inserimento di clausole che disciplinino il buon governo dell'azienda e le decisioni di exit. In base ai casi osservati, mentre in passato molti di questi aspetti erano normati attraverso patti parasociali, oggi le startup tendono a includerli negli statuti.

Se in fase seed l'ingresso di alcuni investitori si realizzava anche prevedendo specifici accordi di governance "a porte chiuse", nelle fasi successive le startup preferiscono la trasparenza e la validità erga omnes garantita dagli statuti.

Quello che è interessante, tuttavia, non è solo l'input che arriva dagli investori, ma il desiderio degli stessi founder di fare della governance un punto di forza delle loro aziende. Sì, perché il founder di una startup non è l'imprenditore di una PMI familiare. Non siamo di fronte al deus-ex-machina di un'azienda, che ne decide quasi in completa autonomia, le sorti, Statuto o non Statuto.

Lo startupper si circonda di best-in-class, li valorizza, amplia e completa, grazie a loro, le competenze della sua azienda. E non ci riferiamo qui ai soli collaboratori. Queste imprese cercano soci con know-how e professionalità elevate, spesso provenienti da settori completamente diversi, con cui confrontarsi costantemente, ricevere input e critiche. Sono i lead investor, che hanno diritto di voto e che spesso compongono gli Advisory Board delle neonate imprese.

E questa è la parte vera della governance, quella sostanziale, elemento fondamentale di valutazione delle scelte anche per i piccoli investitori: Chi è il

fondatore? E il suo team? Come prende le decisioni l'azienda? Chi la supporta a livello di networking strategico, commerciale, finanziario?

Cerchiamo di capire ora quali sono le clausole che tipicamente una startup include nel proprio Statuto.

Nell'esperienza maturata, se ne riscontrano spesso tre principali che attengono alle modalità di exit:

- **Clausola di prelazione**, che riguarda il caso in cui un socio voglia cedere le proprie quote. In tal caso gli altri soci hanno diritto a essere preferiti a terzi, a parità di condizioni. Tale diritto può essere variamente declinato all'interno degli statuti. Si riscontrano casi, ad esempio, in cui esso è escluso qualora riguardi l'alienazione di quote inferiori a una certa percentuale del capitale o di quote prive di diritto di voto. La ratio, in tali situazioni, è quella di snellire il più possibile la negoziazione di partecipazioni ritenute non destabilizzati degli assetti societari preesistenti
- **Clausola di co-vendita** (tag along), che riguarda il caso in cui il socio di maggioranza (Socio Venditore) voglia cedere la propria partecipazione. La clausola tag along è un diritto in capo ai soci di minoranza che consente loro di vendere le proprie quote alle medesime condizioni e allo stesso prezzo concordati dal Socio Venditore con l'acquirente, sfruttando, dunque, la forza contrattuale della maggioranza. Si tratta evidentemente di una forma di tutela dei soci di minoranza, che diversamente rischierebbero di dover alienare le proprie quote a condizioni meno favorevoli rispetto al socio di maggioranza
- **Clausola di trascinamento** (drag along), che riguarda il caso in cui il socio di maggioranza (Socio Venditore) intenda cedere l'intero capitale della società, comprendendo, dunque, anche le partecipazioni di minoranza. Si tratta di un diritto in capo al Socio Venditore, che "trascina" le partecipazioni degli altri soci nel progetto di cessione, consentendo quindi al terzo acquirente di poter entrare in una compagine societaria senza timore di trovare soggetti sgraditi. I soci di minoranza, d'altro lato, hanno il vantaggio di poter cedere i loro pacchetti alle stesse condizioni del Socio Venditore

Ma veniamo alla normativa Consob. Il focus, anche in questo caso, non poteva che essere la tutela delle minoranze. In questo senso si spiegano:

- L'obbligo di contemplare in Statuto o nell'atto costitutivo la clausola di co-vendita. Ciò implica che, qualora un'azienda voglia aprire un'operazione di ECF, non lo può fare se tale diritto a favore dei soci di minoranza non è contemplato. Questo spiega, tra l'altro, perché sempre più spesso le startup tendano a inserire la tutela dei soci di minoranza sin dalla loro costituzione o, se non l'hanno fatto in prima battuta, corrano ai ripari ben prima di avviare una raccolta con la formula crowd. Del resto, si possono spesso notare forme di "perfezionismo progressivo" negli statuti delle nuove imprese: ritorni successivi dal notaio per perfezionare, mettere a punto strumenti più snelli di governance, recepire feedback,

esigenze e suggerimenti dei nuovi soci.

- La comunicazione sul sito internet della società dei patti parasociali. In questo caso l'obiettivo è di garantire la più ampia trasparenza degli accordi di governance che possano riguardare un numero ristretto di soci. In conseguenza del dettato di questa norma, sono sempre più numerose le società che decidono di abbandonare i patti parasociali e contemplare il governo societario unicamente all'interno dello Statuto.
- Descrizione delle clausole predisposte dalle piccole e medie imprese con riferimento alle ipotesi in cui i soci di controllo cedano le proprie partecipazioni a terzi successivamente all'offerta. Tipici casi, elencati dalla Consob, riguardano le clausole di wayout dall'investimento, presenza di eventuali patti di riacquisto o di di lock up e put option a favore degli investitori. La normativa prevede anche di esplicitare la durata di tali clausole.

Non è per contro richiesta la clausola di trascinamento, poiché si tratta di un diritto a tutela dei soci di maggioranza.

La Consob non si spinge oltre sull'argomento, lasciando all'autonomia societaria le modalità per delineare le clausole in statuto. Non poteva che essere altrimenti: queste aziende hanno la necessità di essere snelle, di plasmare le loro regole per prendere decisioni rapide, indispensabili anche quando si tratta di cambiare tragitto in corsa o di trasformare delle crisi in opportunità, come l'emergenza COVID-19 ci sta dimostrando.

Bibliografia del paragrafo:

- 2017 Ministero per Lo Sviluppo Economico, Annual Report on Innovative Startups and SMEs
- 2018 CFA Society Italy, Investimenti ESG
- 2018 Professionisti GEA, L'Accelerazione Digitale – Problemi e opportunità per le Imprese Italiane
- 2020 Ministero per Lo Sviluppo Economico, Cruscotto di Indicatori Statistici – Startup Innovative - 4° trimestre 2019
- 2020 Consob, Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line -Adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013

Sitografia:

- www.studiorebecca.it

5
Evidenze empiriche

In questo capitolo abbiamo focalizzato l'attenzione sulle campagne ECF italiane del 2019 raccogliendo i dati dalle prime cinque piattaforme[1]. Sono state escluse le campagne di real estate e di lending crowdfunding.

L'obiettivo dell'analisi è duplice:

1. identificare le caratteristiche principali della raccolta di capitale proprio attraverso il ricorso alle piattaforme di crowdfunding;
2. verificare la sussistenza o meno di fattori critici di successo di una campagna.

Per fare ciò abbiamo separato i dati delle offerte andate a buon fine rispetto a quelle non concluse e abbiamo ricercato gli elementi comuni nei due cluster singolarmente considerati che potessero spiegare i fattori critici di successo o di insuccesso. L'elenco delle campagne analizzate è consultabile nell' Appendice – Elenco campagne analizzate.

1 Le piattaforme sono state individuate per importi raccolti dalla nascita: Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart, fonte: www.crowdfundingbuzz.it). Stiamo parlando in ogni caso delle piattaforme leader in Italia. Quanto a numerosità delle operazioni di successo, BackToWork, Mamacrowd, Opstart e 200 si attestano al di sopra dell'80% (BackToWork è in testa con l'84% delle campagne concluse positivamente). La percentuale di successo di Crowdfundme è più bassa, ma comunque significativa (71%). Guardando invece all'entità della raccolta, il primato dell'overfunding spetta a Mamacrowd che, quando va a segno con le operazioni, è quella che di gran lunga supera i target a valore: la differenza tra la raccolta effettiva e l'obiettivo minimo si attesta intorno agli 8 milioni di euro per il totale delle campagne andate a buon fine. La segue a ruota Crowdfundme con circa 7,6 milioni di euro di overfunding sul totale delle campagne andate a segno.

5.1 LE OFFERTE ECF DI SUCCESSO: CARATTERISTICHE

Nel corso del 2019 le cinque piattaforme prese in considerazione hanno realizzato 129 collocamenti di ECF, di cui 102 chiusi positivamente. Il nostro universo di osservazione ha avuto un tasso di successo delle campagne presentate pari al 79.1%, che risulta superiore al tasso del 72.7% registrato in media sulle 553 campagne equity chiuse dall'insieme delle piattaforme autorizzate a partire dall'entrata in vigore della normativa del 2013 fino al 30 giugno 2020[2].

La maggiore percentuale di chiusure positive da parte dei cinque leader storici del mercato testimonia a nostro parere l'importanza dell'esperienza acquisita e del bacino potenziale di investitori per favorire il buon esito del collocamento. Le campagne di successo analizzate rappresentano un universo investibile di circa 465,6 milioni di euro di valutazione pre-money.

L'ammontare totale di capitale azionario sottoscritto è stato pari a 43,4 milioni, con un valore mediano di raccolta pari a 224.129 euro. In media gli emittenti si sono aperti a capitale di terzi per l'8.5% del totale. La campagna più ambiziosa è stata quella di Sixth Continent sul portale 200 Crowd che ha chiuso con una raccolta di 3.295.500 Euro; l'importo minimo raccolto è stato di 50.050 Euro di Exept su BlackToWork.

Il livello mediano di investitori per singola campagna è stato di 70; l'investimento mediano è stato di 3,101 euro a fronte di un importo di investimento minimo ammesso di circa 500 Euro.

Le evidenze empiriche mostrano che le campagne di successo hanno catalizzato investimenti ben superiori al minimo consentito, a dimostrazione che il fenomeno della partecipazione di impulso legata alla conoscenza della società verso la quale si destina per "simpatia" un'offerta simbolica è limitato.

Agli estremi del campione troviamo la campagna di Tiassisto24 con 82.000 euro raccolti su BackToWork da sette investitori, mentre il record per il maggior numero di partecipanti appartiene a StartupItalia sulla piattaforma Mamacrowd con ben 2.069 sottoscrizioni di importo medio di 1,286 Euro a fronte di un taglio minimo di 240 Euro, seguita da Sixth Continent con 1.060 adesioni di 3,109 Euro medie contro 500 Euro del minimo richiesto.

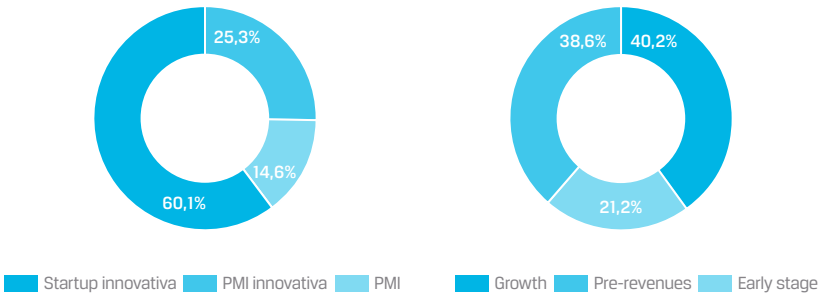
A livello di caratteristiche dei nuovi soci entranti, notiamo che oltre il 60,7% delle raccolte ha riguardato società nella cui compagine figuravano già business angels e/o fondi di private equity. Inoltre le raccolte dove è esplicita la presenza di questa

2 Fonte: Quarto Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano luglio 2020

tipologia di investitori hanno una dimensione media superiore del 67% alle altre. Le evidenze testimoniano quindi l'importanza della presenza di figure professioniste nelle valutazioni di investimenti in nuove iniziative per accrescere il livello di confidenza della bontà nel progetto favorendo il buon esito della raccolta.

L'analisi della tipologia di impresa che ha chiuso con successo la raccolta evidenzia che si tratta in gran parte di start up innovative (60% del campione). Il protagonista medio delle campagne di successo è un'azienda in fase growth (40% del campione) o early-stage (39% del totale).

GRAFICO 1: BREAKDOWN DEL CAPITALE RACCOLTO PER TIPOLOGIA E STADIO DI SVILUPPO DELL'AZIENDA

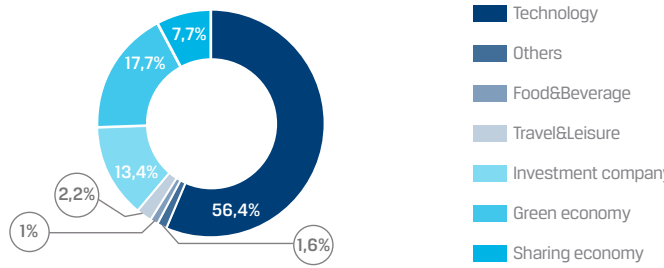


Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

A livello settoriale, abbiamo esulato dal riferimento ATECO riportato nella visura identificando dei cluster che meglio connotassero l'iniziativa rispetto a grandi macro-trend di logiche di investimento.

In base alla nostra riclassifica, una folta rappresentanza del campione è riconducibile al mondo "technology", che catalizza quasi il 56% degli investimenti. Seguono distanziati le holding di investimento ed i progetti che ruotano intorno alla "green economy", che rappresentano rispettivamente il 18% ed il 13% del totale raccolto. I settori tradizionali fanno generalmente riferimento al retail, al travel&leisure, ai servizi per il real estate ed al food&beverage che nel loro insieme non superano il 5% del totale raccolto.

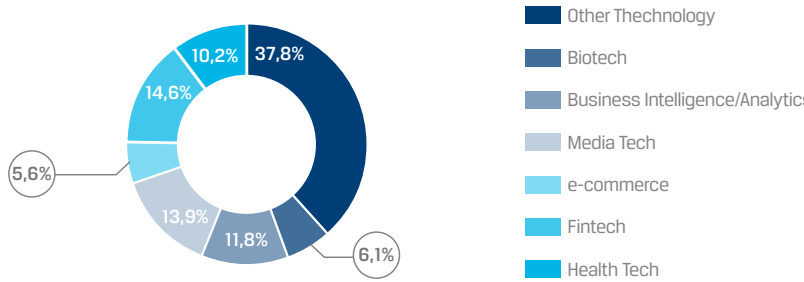
GRAFICO 2: BREAKDOWN DEL CAPITALE RACCOLTO PER SETTORE DI APPARTENENZA DELL'AZIENDA



Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

All'interno della macroarea "technology" i mondi fintech e media tech occupano quasi il 15% ciascuno del totale; seguono le realtà che si occupano di business intelligence/analytics e di health tech (rispettivamente 12% e 10% del totale). Biotech e e.commerce sono gli altri sub-settori rilevanti rappresentando oltre il 5% del totale.

GRAFICO 3: BREAKDOWN DEL CAPITALE RACCOLTO NEL SETTORE TECHNOLOGY PER SUB-SETTORI



Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

A livello di caratteristiche qualitative degli emittenti, evidenziamo che il valore

mediano dei membri del team è di cinque persone. Il possesso di uno o più brevetti è presente solo nel 43% del totale delle raccolte di successo e l'esplicitazione delle possibili exit strategy ha riguardato il 49% delle raccolte: entrambe le caratteristiche non sembrano quindi rappresentare una condizione necessaria per il successo. Sul fronte della valutazione pre-money degli emittenti, abbiamo calcolato che il valore mediano di Prezzo/Patrimonio netto è stato di 40x mentre il multiplo mediano di Prezzo/Ricavi (calcolato sui dati dell'ultimo bilancio disponibile) si è attestato a 35x. Il secondo round di offerte in piattaforma è al 99% dei casi una campagna di successo. Abbiamo inoltre analizzato quelle campagne di successo che mediamente hanno raccolto il doppio dell'obiettivo minimo.

Queste campagne che hanno ottenuto un grande successo di raccolta, hanno le seguenti caratteristiche (valori di mediana):

1. la valutazione è pari a 4 milioni, Price/book pari a 61X, Price/sales pari a 29x;
2. i ricavi sono pari a 30.300 Euro, l'utile netto è negativo (mediana pari a -1.048 Euro);
3. il team è composto da 5 persone;
4. il 45% ha un brevetto depositato. Le aziende con un brevetto hanno una mediana di valutazione superiore e pari a 5 Milioni, dato che testimonia di un maggior valore attribuito all'esistenza del brevetto. Inoltre hanno un team composto da 8 persone e l'83% ha investitori professionali nel capitale sociale. La valutazione è pari a 51X il Price/book e 47X il Price/sales.

TABELLA 1: SINTESI DEI KPIS DELLE CAMPAGNE DI SUCCESSO

Totale valore pre-money	465.559.000
Totale capitale azionario sottoscritto	43.429.000
Valore mediano di raccolta	224.129
Valore mediano di investimento	3,101
Presenza di BA, VC	60.7% della raccolta totale
Mediana numero investitori	70
Tipo società prevalente	Start-up innovativa
Stadio di sviluppo prevalente	Growth
Settore prevalente	Technology
Mediana numero team	5
Presenza di brevetti	43% della raccolta totale
Società con exit strategy esplicitata	48.6% della raccolta

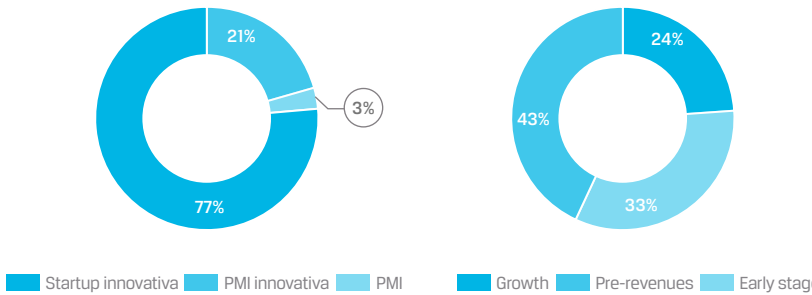
Mediana Valutazione pre-money	2.229.000
Mediana Price/Book	40x
Mediana Price/Sales	35x

Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

5.2 LE OFFERTE ECF NON ANDATE A BUON FINE: CARATTERISTICHE

Le campagne che non hanno raggiunto l'obiettivo minimo di raccolta hanno rappresentato un universo valutato in 81,1 milioni di Euro. Solo il 48% di tale universo ha nella propria compagine azionaria business angel e/o fondi di private equity, a riprova che normalmente la presenza di tali figure si accompagna ad un buon esito dell'operazione, come già detto sopra. Si tratta in gran parte di start-up innovative (77% del totale), seguite da PMI innovative (21% del totale) e vedono una predominanza di early-stage (43%) e di pre-revenues (33%).

GRAFICO 4: BREAKDOWN DELLE VALUTAZIONI PRE-MONEY PER TIPOLOGIA E STADIO DI SVILUPPO DELL'AZIENDA

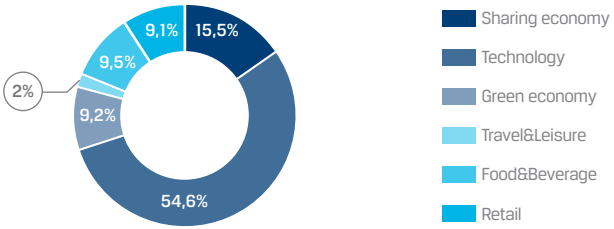


Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

Il settore prevalente rimane quello tecnologico (55% della capitalizzazione pre-money totale), seguito dal mondo della sharing economy (15% del totale). Non si

segnalano holding di investimento che non abbiamo raggiunto l'obiettivo minimo di raccolta. I settori tradizionali presenti rientrano anche in questo campione nel mondo food&beverage, travel&leisure e retail e pesano oltre il 20% della valorizzazione totale.

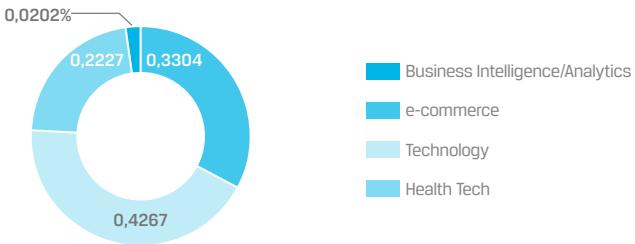
GRAFICO 5: BREAKDOWN DELLE VALUTAZIONI PRE-MONEY PER SETTORE DI APPARTENENZA DELL'AZIENDA



Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

All'interno della macro-area technology, e.commerce e healthcare sono i subsettori più rappresentati cumulando oltre il 55% delle valutazioni pre-money. Non si segnalano rappresentanti del mondo Media Tech e Biotech.

GRAFICO 6: BREAKDOWN DELLE VALUTAZIONI PRE-MONEY DEL SETTORE TECHNOLOGY PER SUB-SETTORI



Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

Il valore medio del numero dei membri del team è di quattro, che confrontato con il cinque delle campagne di successo identifica una preferenza per realtà con una struttura manageriale più articolata. Il 74% di tali società non ha indicato ipotesi di exit strategy nel pitch ed il 74% non possiede brevetti.

A livello di valutazione pre-money degli emittenti, abbiamo calcolato che il valore mediano di Prezzo/Patrimonio netto è stato di 39x mentre il multiplo mediano di Prezzo/Ricavi si è attestato a 23x. Quest'ultimo multiplo è influenzato dalla componente significativa di realtà pre-revenue (33% del totale).

Il confronto della valorizzazione sul multiplo patrimoniale con le iniziative chiuse con successo mostra che la convenienza economica sintetizzata da valorizzazione dello status quo patrimoniale non è un driver per la scelta di investimento. Le prospettive economiche future sono le uniche variabili determinanti per cui il pitch riveste un'importanza rilevante in quanto fonte principale di dati di evoluzione possibile del business.

SINTESI DEI KPIS DELLE CAMPAGNE NON ANDATE A BUON FINE

Totale valore pre-money	81.786.000
Valore mediano di raccolta	18.750
Valore mediano di investimento	1,657
Presenza di BA, VC	48% del valore pre-money
Mediana numero investitori	14
Tipo società prevalente	Start-up innovativa
Stadio di sviluppo prevalente	Early-stage
Settore prevalente	Technology
Mediana numero team	4
Presenza di brevetti	26% del valore pre-money
Società con exit strategy esplicitata	26% del valore pre-money
Mediana Valutazione pre-money	2.400.000
Mediana Price/Book	39x
Mediana Price/Sales	23x

Fonte: elaborazione dati piattaforme Mamacrowd, Crowdfundme, 200 Crowd, BacktoWork, e Opstart su raccolte 2019

5.3 CONCLUSIONI

Riportiamo di seguito una sintesi delle nostre conclusioni:

- **Track Record della Piattaforma.** Il livello di esperienza della piattaforma, che probabilmente impatta sulla dimensione del bacino potenziale di investitori a cui si rivolge, tende a influire sul buon esito del collocamento.
- **Investitori professionali.** La maggior parte delle aziende che hanno chiuso con successo una campagna avevano nella propria compagine azionaria business angels e/o fondi di venture capital e la loro raccolta è stata in media superiore del 60% a quella delle altre, a dimostrazione che il loro giudizio professionale viene riconosciuto come un "certificato di garanzia" della bontà dell'investimento.
- **Esperienza di raccolta della società emittente.** La seconda campagna ECF dell'azienda ha molte più probabilità di avere successo. Solo in un caso si è verificato che l'azienda con alle spalle una campagna di successo, alla seconda offerta in piattaforma abbia fallito.
- **Stadio di sviluppo.** Lo stadio di sviluppo dell'azienda non rappresenta un elemento cruciale per decidere se investire o meno visto che l'universo delle campagne che non hanno raggiunto il livello minimo di sottoscrizioni è ripartito tra pre-revenue, early stage e growth e la prevalenza di growth ed early-stage tra le raccolte di successo non è tale da evidenziare una preferenza sostanziale. Tuttavia, il fatto che le aziende pre-revenue siano tra le aziende meno presenti tra le campagne di successo e tra le più rappresentate tra l'universo investibile che non ha raggiunto la soglia minima di raccolta dimostra la maggiore difficoltà a ricorrere al canale crowdfunding da parte di tali iniziative imprenditoriali.
- **Brevetti.** Il possesso di brevetti non è un elemento necessario per dare fiducia all'iniziativa ma la presenza di brevetti tra le iniziative che non hanno raggiunto l'obiettivo minimo è meno di un terzo, a significare che comunque esiste un certo grado di apprezzamento di tale fattore. Le aziende con brevetto ottengono raccolte record, valutazioni superiori e attraggono investitori professionali nel capitale.
- **Team.** Il fatto che le raccolte fallite hanno visto un numero mediano del team di riferimento inferiore (4 contro cinque delle campagne di successo) è da noi interpretato come prova che la consistenza numerica e l'articolazione della struttura organizzativa è elemento qualitativo importante per la valutazione dell'investimento
- **Valutazione.** La mediana di valutazione delle campagne di successo (2.200.000) è inferiore a quella delle campagne che non hanno successo (2.400.000), il che può indicare una maggiore preferenza verso le offerte con valutazioni di importo pari o di poco superiore a 2 milioni. Tale importo (2 milioni) è in effetti un valore di riferimento che è abbastanza utilizzato dagli investitori per confrontare le valutazioni delle diverse aziende. Le offerte che hanno ottenuto un record di raccolta (superiore a 2 volte l'importo minimo chiesto), hanno una valutazione mediana pari a 4 milioni. La convenienza economica sintetizzata nella valorizzazione del patrimonio esistente non determina la scelta dell'investimento, a conferma

che è il riconoscimento delle prospettive future a guidare la scelta. La capacità del pitch di fornire indicazioni qualitative e possibilmente anche quantitative sull'evoluzione prevedibile del business è un fattore cruciale per il successo della campagna.

- **Settori.** Gran parte delle emissioni sono riconducibili a macro-trend settoriali "di moda", tra cui primeggiano le iniziative tecnologiche e di "green economy"; non abbiamo evidenziato nessuna correlazione tra il settore e l'esito della raccolta, con la sola eccezione del food&beverage. Abbiamo individuato, in generale, poche campagne in questo settore. Tra le cinque aziende che hanno presentato il loro progetto di raccolta solo due (èPasta e MeMento) sono riuscite a raccogliere con successo, andando addirittura in overfunding. La startup innovativa èpasta è sicuramente un caso interessante: in utile, con un fatturato importante, ha raggiunto il breakeven in soli 3 anni di attività. Il modello di business è innovativo. L'azienda ha ideato un nuovo format di ristorazione per offrire pasta fresca cucinata e condita al momento in modalità take away. Originale anche la cup dove la pasta viene servita, che consente di mantenerla calda e preservarne il sapore. I container-cucina sono posizionati a Milano, in prossimità dei principali poli universitari. Altro caso di successo è MeMento, startup innovativa che, sebbene in perdita, ha saputo attrarre investitori proponendo un distillato analcolico ottenuto da un mix di acque aromatiche con i profumi del Mediterraneo. Il prodotto si presta a fare da base a svariati cocktail e l'azienda ha puntato da subito a un posizionamento di fascia alta, entrando in alcuni tra i più noti cocktail bar italiani e avviando ancora in erba un processo di internazionalizzazione. Meno felici invece le sorti di Birrificio Belgrano, Wow Food e Marcello Experience. In tutti e tre questi casi la valutazione pre-money era significativamente più elevata rispetto alle due campagne concluse con successo e potrebbe essere quindi stato un fattore che ha giocato a sfavore delle tre aziende. Tra le tre raccolte non andate a buon fine solo in un caso (Marcello Experience) non c'erano i benefici fiscali sottesi al carattere innovativo delle aziende, segno che non può essere stato unicamente questo fattore a fare la differenza.
- **Strategie di exit.** non registriamo alcuna correlazione tra l'esplicitazione diretta nel pitch delle possibili exit strategy da parte dell'emittente ed il buon esito dell'operazione.
- **Importo del taglio minimo.** Il taglio minimo dell'investimento richiesto non sembra incidere sul buon esito della campagna. La moda del taglio minimo è 500 euro in tutti i casi. Si può quindi ragionevolmente ritenere che non sia il taglio più o meno elevato a determinare l'esito delle campagne. Questo contraddice la considerazione puramente intuitiva che le campagne di maggior successo potrebbero essere quelle con taglio minimo più basso, cioè più accessibili anche ai piccoli risparmiatori. Anzi, al contrario, tra le campagne di successo se ne trovano anche con taglio minimo più significativo (addirittura 20.000 euro o superiori). Le scelte di investimento basate sulla familiarità conoscitiva dell'emittente sembrano proporzionalmente limitate visto che l'investimento mediano nelle campagne di successo del nostro campione è stato superiore a tre mila euro, ben superiore ad un'offerta simbolica ad una società verso cui si nutre simpatia.

Perché una campagna è di successo? Quali sono gli "ingredienti giusti" per andare a buon fine? La nostra analisi sulle campagne di ECF del 2019 ha rivelato alcuni aspetti in controtendenza rispetto a quanto intuitivamente ci si potrebbe aspettare:

- non è il multiplo di valutazione rispetto ai valori di bilancio a decretare il successo di una campagna;
- l'innovazione piace e i settori innovativi ancor di più, ma questo non basta;
- se è vero che l'universo delle iniziative di successo è rappresentato per lo più da startup innovative, è altrettanto vero che piacciono quelle che si sono messe alla prova dei fatti. Ci sono iniziative commerciali avviate, c'è un fatturato. Tutti elementi che danno concretezza agli investitori e che, forse, rispecchiano il pragmatismo italiano del fare impresa: "Fatemi vedere quanto avete venduto";
- il team fa la differenza: variegato nelle competenze e nella numerosità;
- i "champion" piacciono: la presenza di business angel o di altre figure specializzate (VCs, incubatori) ha un effetto "me too" sulle campagne. Se l'esperto è entrato a bordo, c'è un "bollino blu" che attrae ulteriori investitori.

Non si può escludere a priori che l'ingresso di nuovi operatori lato investimento e di interlocutori via via più sofisticati lato imprese possa portare a un cambiamento di questo scenario. Interessante sarà quindi ripetere le stesse analisi sugli anni successivi e coglierne trend e cambi di rotta.

Bibliografia del paragrafo:

- Giancarlo Giudici, "5° Report italiano sul CrowdInvesting", Politecnico di Milano, luglio 2020

Sitografia:

- https://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-in-italia-infografica

6
Exit e mercato secondario

Al termine della campagna di ECF, si aprono diverse prospettive per le aziende e per gli investitori: chi è entrato in una startup spesso ci resta anche nei round successivi, seguendo quindi l'azienda nel suo percorso di crescita con l'obiettivo di cogliere opportunità di investimento future. Alternativamente l'investitore potrebbe avere la necessità di liquidare le proprie quote, con l'obiettivo di portare a casa un capital gain con una exit di successo, o di diversificare il portafoglio, per ragioni di liquidità o meramente fiscali.

Il legislatore ha infatti previsto una detrazione d'imposta (per le persone fisiche) e una deduzione d'imposta (per le persone giuridiche) nel caso si investa in startup o PMI innovative, ma il vantaggio fiscale è soggetto alla condizione che l'investimento sia mantenuto in portafoglio per almeno 3 anni. La norma ha un suo ragionevole fondamento: quello di non privare anzitempo le aziende innovative di risorse finanziarie preziose per il loro sviluppo.

Per venire incontro alle svariate esigenze di investitori e delle imprese sono state quindi individuate delle alternative che necessariamente portano le piattaforme di ECF a connettersi tra loro, ma anche con gli attori della finanza tradizionale e dell'industria.

È possibile classificare le modalità di exit da un investimento in equity crowdfunding in cinque diverse categorie:

1. Cessione di quote (di maggioranza) a un fondo
2. Cessione di quote di maggioranza o dell'intera azienda a un operatore industriale
3. Alienazione di quote ex art. 100 ter comma 2-bis del TUF
4. Cessione di quota ad un altro investitore mediante una "bacheca"
5. Quotazione su mercato secondario

1. **Cessione di quote (di maggioranza) a un fondo.** La cessione di quote a un fondo è di solito un passaggio intermedio per l'investitore: alcuni operatori finanziari entrano con quote minoritarie già in nel primo round, con l'intenzione di aumentare la propria partecipazione o di favorire l'ingresso di ulteriori fondi in round successivi. In entrambi i casi è perché prospettano la possibilità di traghettare loro stessi l'azienda alla cessione a un operatore industriale. Le logiche dei fondi, in questi ultimi anni sono in parte cambiate: minori ticket, acquisizioni anche di pacchetti di minoranza (magari qualificata), orizzonte temporale più lungo.
2. **Cessione di quote di maggioranza o dell'intera azienda a un operatore industriale.** La cessione a un operatore industriale è il vero "fuoco d'artificio": le startup possono dare una vera e propria spinta al cambiamento, portando innovazione nelle aziende tradizionali. Questo spesso vuol dire raggiungere nuovi mercati o soddisfare esigenze di segmenti specifici di clientela che stanno assumendo rilevanza. Non necessariamente si tratta

di innovazione di prodotto, spesso è più semplicemente di processo o di servizio o va a completare un pacchetto di offerta dell'azienda acquirente. Nel caso di cessione il singolo investitore non è parte attiva del processo, bensì trae beneficio dalle azioni di valorizzazione messe in atto dall'azionista di maggioranza, pertanto non può decidere il timing dell'uscita e non ha voce in capitolo nel propiziarla.

3. **Alienazione di quote ex art. 100 ter comma 2-bis del TUF.** Un primo tentativo di rendere liquide le quote sottoscritte mediante portali di EFC è stato effettuato con l'introduzione del comma 2-bis dell'art 100 ter del Testo Unico della Finanza (TUF)[1], con il quale è stata data la possibilità di fare una intestazione fiduciaria delle quote di partecipazione in piccole e medie imprese costituite in forma di società a responsabilità limitata da parte di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e)[2]. Il vantaggio dato da questa possibilità è quello di permettere all'investitore, qualora decidesse di vendere in toto o parzialmente le quote sottoscritte, di delegare direttamente all'intermediario la gestione del trasferimento della titolarità delle quote al nuovo intestatario, con risparmio in termini di costi e tempistiche. L'opportunità dettata dal comma 2-bis è stata colta da diversi portali – in primis Opstart che ha stretto un accordo con Directa SIM per facilitare quindi l'accesso alla modalità di investimento in equity crowdfunding da parte dei clienti della Società di Intermediazione Mobiliare[3]. È importante notare come tuttavia questa modalità di exit rimanga parziale in quanto oggetto della disciplina sono esclusivamente le piccole medie imprese costituite in forma di S.r.l.[4]
4. **Cessione di quota ad un altro investitore mediante una "bacheca".** Nelle recenti modifiche del 2019 alla disciplina del crowdfunding (articolo 25-bis del TUF), sono state introdotte le cosiddette "bacheche elettroniche", per cui "I gestori possono istituire, in una sezione separata del portale, una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di crowdfunding svolta sul proprio portale"[5]. Per quanto l'esplicitazione della volontà faciliti sicuramente un contatto con potenziali investitori, la definizione del prezzo e la conclusione dell'accordo non avvengono

---

1 La nuova versione della norma è stata introdotta con il Decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017

2 Si tratta dei seguenti servizi di investimento:
- Negoziazione per conto proprio;
- Esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- Assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- Collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;
- Ricezione e trasmissione di ordini;

3 https://www.opstart.it/intestazione-quote-100ter-directa-sim

4 Webinair Innexta Consorzio camerale Credito e Finanza "L'equity crowdfunding e la strada verso il mercato secondario" intervento di Alessandro Maria Lerro

5 Modifiche al regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e successive modifiche e integrazioni (Regolamento Crowdfunding) per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019. (Delibera n. 21110/2019). https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/10/25/19A06647/sg

sulla bacheca: il servizio rimane accessorio e non si configura come intermediazione.[6] Va anche sottolineato come queste strutture si configurino come silos segregati in quanto non è possibile per una società che raccoglie su una piattaforma essere oggetto di interesse da parte di nuovi investitori su una bacheca gestita da una piattaforma diversa[7]. Se da un lato quindi la novità dall'articolo 25-bis non può che essere salutata positivamente, neanche questa soluzione può essere intesa come risolutiva. Occorrerebbe lavorare per creare un unico luogo di aggregazioni di tutte le offerte sparse per le varie piattaforme; in tal senso avviare un dialogo tra i vari operatori del settore potrebbe essere proficuo per raggiungere l'obiettivo, attualmente non perseguibile per come è disciplinata la fattispecie[8].

5. **Quotazione su mercato secondario.** L'ultima modalità di exit individuabile è quella della quotazione su un mercato secondario[9]. Dal punto di vista dell'investitore si tratta dell'exit preferibile, in quanto permetterebbe - almeno sulla carta - di uscire dall'investimento nel modo più veloce e meno costoso possibile, anche solo per esigenze di rimodulazione del portafoglio. Dal punto di vista della società, tuttavia, si tratta della modalità di raccolta di capitale più onerosa: i requisiti iniziali e su base continuativa richiesti da un'operazione di quotazione (citiamo tra gli altri quelli relativi alla governance societaria, agli obblighi di informativa societaria e alla presenza di un modello di controllo dei rischi) sono di norma affrontabili solo da aziende in fase di consolidamento. È interessante anche rilevare come spesso start up e piccole medie imprese siano restie ad aumenti della base societaria per la potenziale perdita del controllo dell'impresa stessa, nel momento in cui le quote distribuite nel primo round, magari rivolti a "family and friends", vengano ad essere incrementate in quelli successivi, magari finendo nelle mani di soggetti non conosciuti/non graditi. In questo senso un'operazione di quotazione amplificherebbe enormemente, per sua stessa natura, il problema del controllo[10]. Per tutti questi motivi solitamente le aziende all'inizio del proprio percorso di crescita non hanno la volontà o le risorse per affrontare i mercati secondari, naturalmente rivolti a società più mature. Si è tuttavia assistito recentemente ad una modalità di quotazione su mercato secondario da un lato facilitata e meno onerosa per l'emittente dall'altro potenzialmente più attraente per l'investitore, che ha preso il nome di Crowdlisting® e che sarà approfondita nel dettaglio nel capitolo 6.1. Analizzeremo invece nel capitolo 6.2 il caso di una società che dopo una campagna su piattaforma di equity crowdfunding ha affrontato con successo il processo di quotazione sul mercato AIM Italia di Borsa Italiana SpA.

---

6 Webinair Innexta Consorzio camerale Credito e Finanza "L'equity crowdfunding e la strada verso il mercato secondario" intervento di Alessandro Maria Lerro

7 Webinair Innexta Consorzio camerale Credito e Finanza "L'equity crowdfunding e la strada verso il mercato secondario" intervento di Fabio Allegreni

8 Webinair Innexta Consorzio camerale Credito e Finanza "L'equity crowdfunding e la strada verso il mercato secondario" intervento di Alessandro Maria Lerro

9 Mercato in cui ha luogo o scambio di titoli già in circolazione. https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-secondario.html

10 Webinair Innexta Consorzio camerale Credito e Finanza "L'equity crowdfunding e la strada verso il mercato secondario" intervento di Matteo Masserdotti

6.1 IL CROWDLISTING®

Per capire meglio come funziona questa modalità di accesso al mercato secondario abbiamo intervistato Giovanni Vecchio, Director, Italy Representative di Euronext.

In che modo il Crowdlisting® si differenzia da una quotazione sul mercato secondario "tradizionale"?
Il Crowdlisting® è l'unione di una modalità di raccolta di capitale da parte di una società, effettuata tramite crowdfunding su una piattaforma, e di una modalità di arrivo sul mercato secondario, in considerazione di alcune regole peculiari che disciplinano la fattispecie del "technical listing".

Come quotazione su un mercato secondario tradizionale, da porre a confronto con la novità che è il Crowdlisting®, ci riferiamo ad una quotazione mediante Initial Public Offer[11] (IPO), tipicamente fatta su un mercato regolamentato[12], nonché ad oggi l'unica possibile sul mercato AIM Italia[13]. Un'altra premessa necessaria è che i mercati secondari dedicati alle piccole e medie imprese solitamente sono strutturati come Multilateral Trading Facility (MTF)[14] ovvero, mercati il cui accesso non è regolamentato dal Regolatore e con un set di regole facilitate rispetto ai tradizionali per quanto riguarda ammissione, organizzazione e funzionamento. La minor regolamentazione significa pertanto che i titoli portati in quotazione non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle Autorità di Vigilanza in materia di Mercati Regolamentati: in fase di ammissione non c'è alcuna istruttoria da parte di Consob. Ciò detto vi è un regolamento del mercato da parte del gestore del mercato che impone una serie di requisiti alla società che si propone per la quotazione e un minimo set di regole a livello italiano e comunitario in ogni caso applicabili in termini di abusi e trasparenza.

Il tema Crowdlisting® è quindi intimamente legato alle modalità di accesso al mercato, più che alle modalità di raccolta di capitale secondo la legge italiana o Consob. Ciò che lo differenzia dalla quotazione mediante IPO sono le modalità e quindi le regole, che disciplinano l'accesso al mercato.

Nei regolamenti dei mercati MTF di Euronext (Access, AccessPlus e Growth) veniva

---

11 Particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html

12 Mercato mobiliare basato su una specifica regolamentazione relativa all'organizzazione e al funzionamento del mercato stesso e gestito da una società di gestione. https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/mercato-regolamentato.html

13 AIM Italia è un mercato Multilateral Trading Facility gestito da Borsa Italiana SpA e dedicato alle piccole e medie imprese dove la quotazione avviene esclusivamente mediante Initial Public Offer.

14 (Artt. 62, comma 2, D.Lgs. n. 58/1998 e 31, comma 1, del Regolamento Consob n. 20249/2017 (Mercati).

già permesso di effettuare un listing non necessariamente contestuale ad una raccolta, tradizionalmente intesa in Italia come IPO con un bookbuilding[15] e che prevede un processo strutturato e rigido volto agli istituzionali, ma in seguito ad un semplice round in equity. Da qui è nata l'idea di permettere agli operatori che completavano round di equity tramite crowdfunding di accedere al mercato Euronext tramite un "technical listing".

Nello specifico il requisito per l'accesso al mercato Growth è di aver raccolto almeno due milioni e mezzo in equity a un prezzo che abbia visto il coinvolgimento di tre nuovi soggetti; il mercato Access Plus impone un milione minimo di raccolta in equity e tre nuovi soggetti, mentre il mercato Access non impone nessun limite di raccolta o soggetti permettendo anche un listing senza raccolta.

Secondo i requisiti appena esposti una società interessata ad un listing senza processo stringente di IPO deve raccogliere capitale entro 12 mesi dalla richiesta dell'ammissione sul nostro mercato, nelle modalità che più preferisce e che gli sono concesse dalla legge italiana, ivi compreso anche il crowdfunding (da qui il termine Crowdlisting®); non entriamo come mercato, fatte salve le regole e la verifica dei requisiti hard e soft della società, ad imporre determinate modalità di raccolta, ci interessa solo l'ammontare e la presenza del numero minimo di soggetti richiesta per il mercato a cui la società vuole accedere e il rispetto di alcuni requisiti in termini di emittente oltre che il minimo set di regole comunque applicati in fase ongoing da parte del legislatore europeo e italiano.

In questo modo si staccano le tecnicalità della raccolta dalle tecnicalità di un listing: a chiunque abbia raccolto si può dare un listing. Crowdlisting® non vuol dire altro che una società che si quota perché ha raccolto del capitale tramite il crowdfunding.

È corretto quindi dire che non si tratta di un nuovo prodotto o di una nuova regolamentazione che avete istituito ma è la somma delle possibilità già esistenti che trovano fattibilità grazie alle caratteristiche specifiche del regolamento dei mercati MTF di Euronext.
Esattamente.

Entrando più nell'operativo: al mercato Access si può accedere anche con una raccolta di 500 mila euro, quindi come ve lo immaginate questo mercato fatto per lo più di investitori retail, almeno in fase iniziale?
C'è una premessa da fare: il retail, i piccoli risparmiatori, che investono in

15 Processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli. https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html

crowdfunding investono in un prodotto che per sua natura è un prodotto rischioso. Pertanto, in questa logica la gente che investe sul crowdfunding e poi fa un Crowdlisting® non deve comparare questa operazione con l'investimento in un'altra società quotata. Anche se tecnicamente la società è quotata su un mercato si tratta pur sempre di una società che ha lo stesso grado di rischio di una società che si è fermata ad un round di crowdfunding.

Certamente il listing permette all'investitore di avere un prezzo di riferimento consultabile sulle piattaforme di trading e di poter comprare e vendere le proprie azioni a proprio piacimento. Va comparato a quello che è una società privata che fa un round di crowdfunding che si affaccia su un mercato secondario, e sceglie un mercato strutturato con una infrastruttura sviluppata piuttosto che uno strumento quale una bacheca, che si porta dietro tutta una serie di limiti e di inefficienze. Il mercato Access in questo senso è una piattaforma di scambio, in cui le caratteristiche delle società prevalgono sulle caratteristiche del mercato è una piattaforma per dare liquidità per dare visibilità e per poter permettere scambio e micro-scambi alle società che hanno raccolto in crowdfunding.

Tuttavia, non bisogna crearsi false aspettative e paragonare un mercato come Access, entry level, ad un mercato più maturo pur rimanendo nell'ambito delle PMI, come Euronext Growth o AIM Italia. L'alternativa ad investire nel mercato Access è investire in una start up che rimane privata, è sbagliato pertanto proporre agli investitori retail l'investimento in queste società come società quotate nel significato comune del termine.

Una critica che spesso viene mossa ad Access è che i titoli quotati scambiano poco: ma scambiano poco non perché si tratta di un mercato illiquido, ma per ragioni intrinseche alle società quotate: si tratta, ricordiamolo, di società che hanno 300/400 persone che hanno investito in round di crowdfunding, ed ora che il titolo è listato è necessario trovare dei nuovi acquirenti per poter cominciare a far scambiare il titolo. Il mercato può essere un'ottima vetrina per la visibilità della società, che però poi deve proporsi attivamente ai nuovi investitori facendosi conoscere.

Dal punto di vista della società oggetto di Crowdlisting®, invece si tratta di una incredibile possibilità di crescita: è un modo democratico per raccogliere, in quanto non diventa più elitario. Quanti risparmiatori non possono partecipare ai collocamenti di PMI perché gli unici collocatori sul retail sono le grandi banche e pochi broker specializzati che non raggiungono sempre efficientemente l'investitore retail con una tranche da 1000 euro, sulle società che si quotano su AIM Italia? Il paradigma qui è completamente ribaltato, posto che si sia consapevoli dei rischi

derivanti da un investimento di questo tipo. È un modo per canalizzare se vogliamo anche il risparmio privato perché su questi mercati, ove la società ne sia eligibile, sono previsti gli sconti fiscali sia per investitori che per società e PIR previsti dai vari decreti per PMI/Startup Innovative.

Dal punto di vista di un investitore sofisticato, quale ad esempio un Business Angel che invece è consapevole della rischiosità sottesa all'investimento in start up innovative, spesso sorge la domanda legata alle opportunità di Exit e soprattutto alle strategie di Exit che queste start up e PMI innovative possono avere in mente. Possiamo dire in questo senso che anche il Crowdlisting® può essere una di queste?
Si, se stiamo parlando di una exit dove non esci nel momento in cui ti quoti, ma una exit progressiva, nel tempo, nel momento in cui si creano condizioni di liquidità idonee alla vendita. Lo stesso problema si avrebbe anche per quotazioni su AIM Italia o su Euronext Growth: a meno che non stiamo parlando di società che si quotano con raccolte di capitale importanti sui mercati azionari principali (dove i requisiti di flottante e raccolte sono diversi), per tutti gli altri la liquidità dell'investimento va costruita nel tempo ed è difficile uscire subito a prezzi adeguati.

In questa logica aver investito in una società che effettua una operazione di Crowdlisting® non ha nessun tipo di malus, anzi, burocraticamente rimane più agevole l'exit rispetto ad altre modalità di cessione delle quote, perché lo scambio viene effettuato sul mercato e non dal notaio.

C'è poi l'exit come conseguenza di un trade sale, quindi qualcuno compra la società, e per questa fattispecie il regolamento crowdfunding impone che ci sia il tag-along[16] da parte di tutti gli investitori, retail e istituzionali, ma questo è indipendente se è sul mercato o meno. Anzi, paradossalmente se si è su un mercato come Access è anche molto più agile fare un takeover.

Si tratterebbe infatti di fare un'OPA[17] societaria, in cui una protezione delle minoranze c'è di più che in una società privata, la liquidità è maggiore o uguale perché alla peggio la liquidità è zero come se fosse privata. Chi vuole può aderire, esercitando la clausola di tag-along e quindi uscendo dalla società chi non vuole trattiene le quote.

16 Il tag-along è una prerogativa accordata dal diritto societario che assicura la partecipazione dei soci minoritari all'accordo con cui il socio di maggioranza cede la sua partecipazione, permettendo a costoro di vendere la loro partecipazione con gli stessi termini e alle stesse condizioni del socio di maggioranza. Questo diritto viene generalmente riconosciuto come clausola standard di qualsiasi contratto di partecipazione all'investimento con la finalità di proteggere gli interessi dei soci minoritari. https://italiancrowdfunding.it/equity-crowdfunding-e-tag-along-una-tutela-per-gli-investitori

17 Per Offerta Pubblica di Acquisto si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm

Il Crowdlisting® quindi moltiplica le possibilità di exit, se vogliamo: c'è già più trasparenza, la due diligence in qualche modo è già fatta perché i bilanci sono pubblici, il documento d'ammissione per accedere alla quotazione, seppur tecnico è scritto, quindi c'è più di trasparenza, si ha un prezzo di riferimento, non fosse altro il prezzo del round di crowdfunding e chiunque apra un home banking si vede il prezzo di riferimento per la società.

La trappola è pensare che quel prezzo sia un prezzo a cui si possono vendere tutte le azioni ma questo non lo si può dire nemmeno per società che hanno grande capitalizzazione.

Parlando di investitori non sofisticati, e quindi retail, che si approcciano a strumenti di questo tipo, quali sono le tutele previste, se previste dal mercato, e se non sono previste come l'investitore retail può essere educato a un tipo di investimento come quello del crowdfunding?
È fondamentale per i piccoli risparmiatori avere chiaro quali sono i rischi in un investimento di questo tipo. Sicuramente come Euronext quello che facciamo è provare a fare education, ma a livello di struttura di mercato non possiamo imporre troppe regole perché avrebbero l'effetto di irrigidire il mercato e perdere proprio la sua natura di semplicità e facile accessibilità: Le regole applicate sono le minime comuni a tutta Europa in tema di capital markets ed MTF così come recepite dalle normative nazionali oltre che poche ulteriori regole secondo il senso comune.

Poi quello che facciamo è cercare di proteggere andamento della società sul mercato attraverso un meccanismo di adattamento dei treshold di negoziazione sia dinamico che manuale: si tratta di un monitoraggio dei titoli poco liquidi per capire se sono interessati da ordini anomali o speculazioni mirate a danneggiare gli imprenditori ma anche a protezione del retail.

A mio modo di vedere però il retail deve poter accedere a questi mercati, che non devono essere esclusivamente appannaggio di investitori istituzionali. Rimane un tema di democratizzazione delle opportunità di accesso agli investimenti e ancora una volta è importante avere chiaro con quale altro ambito di investimento/liquidità/sicurezza li si paragona, come ad esempio la medesima società privata senza nessun obbligo nemmeno di pubblicazione del bilancio.

Quali sono i costi a carico dell'azienda interessata ad una operazione di Crowdlisting®?
Una premessa è doverosa: essendo un processo che stacca il listing dalla raccolta, il costo di una operazione di private placement e direct listing (quindi anche di Crowdlisting®) è modulare e dipendente da come e con quali professionisti e

investitori l'emittente vuole portarla avanti, dal tipo di raccolta etc. In parole povere è come entrare in gioielleria e poter scegliere per il proprio gioiello il metallo, la pietra, il taglio, le finiture: da poche centinaia di euro a diverse centinaia di migliaia per un anello con un solitario a grande caratura e taglio pregiato.

Seppur con una forzatura, immaginando una operazione con solo una raccolta in crowdfunding, i costi minimi necessari sono in primo luogo di tipo legale, che variano a seconda dello studio legale e del Listing Sponsor[18] che l'azienda ha individuato come consulenti per l'operazione e che potrebbero essere inferiori rispetto a quelli previsti per una quotazione tradizionale in considerazione di un processo meno rigido e strutturato.

Vi sono poi costi tecnici di dematerializzazione delle quote, siamo nell'ordine di qualche migliaio di euro, e poi i costi specifici del mercato all'ammissione e poi su base continuativa.

Gli altri costi sono relativi ai vari advisor che la società coinvolge per la raccolta di crowdfunding e alle piattaforme, ma questi ci sarebbero sia con che senza mercato e dipendono da come l'emittente vuole gestire la raccolta, da quali sono i target investitori e dalle fee dei portali.

Quali sono i vincoli normativi e i requisiti in fase di ammissione a carico dell'azienda che vuole fare Crowdlisting®?
Sul mercato Euronext i requisiti dipendono dal mercato di riferimento, è chiaro che esistono mercati con meno requisiti per permettere un tipo di processo che costa di meno, per il quale si hanno meno presidi e che va di pari passo probabilmente con meno liquidità e meno visibilità.

Che tipo di informazione periodica è dovuta su base continuativa?
Come per tutti i mercati MTF è previsto l'obbligo di presentare il bilancio annuale e i comunicati price sensitive oltre alle norme europee in termini di Market Abuse Regulation[19]. Ulteriori regole variano di mercato in mercato e di paese in paese.

Come avviene quindi poi il salto di visibilità per una start up o PMI innovativa che è su Access, con l'obiettivo di passare da un mercato entry level al mercato Growth o su un mercato regolamentato[20], quindi non un MTF?
All'interno del gruppo Euronext il passaggio dal mercato Access a Growth, trattandosi sempre di mercati MTF è eseguito in maniera estremamente agile senza un nuovo processo simile ad una nuova quotazione se la società è in regola con i

18 L'analisi del ruolo del Listing Sponsor in una operazione di Crowdlisting® è trattata in seguito
19 https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014R0596
20 http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-italiani

requisiti specifici del mercato. Invece sul regolamentato è la normativa ESMA indica quali sono i requisiti cioè il prospetto approvato da parte del Regolatore competente.

Ricapitolando, il mercato Access è destinato al mondo retail perché nasce da lì il mercato primario e diventa lo sbocco "diretto" come secondario sul medesimo investimento. Non è quindi prevista successivamente la figura del Nomad, ovvero del "Nominated Advisor" che tanta importanza invece ha su un mercato come AIM Italia per la responsabilità di due diligence che gli viene demandata, corretto?
Per quanto riguarda il tema del Nomad vorrei fare un po' la voce fuori dal coro: la presenza della figura del Nomad su base continuativa su un mercato può essere uno strumento di protezione degli investitori ma fino ad un certo punto, in quanto non è garanzia di qualità assoluta: questo perché in base alla normativa vigente la responsabilità resta in capo all'emittente. Anzi talvolta la presenza costante del Nomad "deresponsabilizza" l'emittente. Fatta questa premessa personale e quasi a carattere filosofico, una figura equivalente al Nomad esiste anche su Euronext, si chiama Listing Sponsor e assume il ruolo di strutturatore dell'operazione; il Listing Sponsor predispone l'adeguata documentazione per lo sbarco sul mercato e verifica in fase di ammissione l'adeguatezza dell'emittente. Sui mercati Growth e AccessPlus il Listing Sponsor è in ogni caso obbligatorio all'ammissione e su base continuativa, mentre sul mercato Access è presente solo all'ammissione. Il costo è generalmente molto contenuto.

Il Listing sponsor esiste per dare forma all'operazione, per presentare dei buoni documenti, per raccontare la storia della società e per far sì che la società non sia sola a gestire il processo ma che ci sia qualcuno che gli spieghi come funzionano i mercati, che la guidi nel mondo dei Capital Markets.

Tengo anche a precisare che di per sé Access non è un mercato focalizzato sul retail. Ha un focus su un target specifico di società: queste società sono tendenzialmente più piccole rispetto alle società quotate su un mercato come Growth o AIM Italia. È' un mercato che nella specificità delle aziende che si quotano dall'Italia post crowdfunding diventa un mercato – l'unico ad oggi - al servizio dell'investitore retail.

Esiste la figura dello Specialist come figura in supporto della liquidità del titolo?
Lo Specialist non è obbligatorio su nessun mercato perché siamo fortemente convinti che sia una figura tecnica e che non necessariamente sia una garanzia di liquidità. Lo Specialist serve per aprire ogni giorno il book del titolo. È certamente possibile richiederlo, e in tal caso ha un prezzo, ma non è una figura obbligatoria prevista dal regolamento del mercato. Personalmente rimango convinto che

per questo tipo di società ciò che davvero costituisce un supporto alla liquidità, più che lo Specialist siano operatori di mercato che fanno corporate brokerage per la società, l'equity research che analizza la società e la propone ai gestori e i road show degli imprenditori che parlano con gli investitori. La liquidità inoltre si costruisce con una maniacale focalizzazione ai risultati e alla trasparenza.

A livello di microstruttura di mercato nei nostri mercati si negozia o in continuo o con la doppia asta quindi i titoli fanno prezzo in asta due volte, al mattino e al pomeriggio, nel frattempo puoi negoziare all'ultimo prezzo.

Tornando al tema dell'importanza dell'equity research come volano di visibilità per queste società si tratta di società piccole con una raccolta contenuta che hanno necessità però di farsi conoscere e in questo senso la ricerca può essere uno strumento importante. Qual è la ricerca "giusta"? Quali sono le competenze da mettere a disposizione?
L'equity research per come è adesso fa fatica ad adattarsi alle logiche di questa tipologia di investimenti, ma d'altronde quando nasce un nuovo mercato è sempre così: un esempio chiaro è quello che è successo con AIM Italia, che è nato 20 anni fa e di pari passo è nata e cresciuta nel tempo l'offerta di equity research sulle PMI, evolvendosi con la normativa. Adesso con MIFID II è diventata ancora più costosa. Sicuramente in seguito al boom degli ultimi anni del mercato dell'equity crowdfunding si arriverà anche al business della ricerca per le società oggetto di questi tipi di investimento, anche per società oggetto di crowdfunding e magari non ancora quotate. Il mio augurio è che nascano soggetti diversi, indipendenti, che siano attrezzati come struttura per poter fornire a prezzi ragionevoli le research, magari con delle competenze diverse dagli equity analyst tradizionali, quindi magari una research più piccola, meno quantitativa più facile da leggere per un investitore non sofisticato, che vada a prendere i macro temi e che abbia molta più attinenza all'ambito tech di quanto non abbia la tradizionale. Una equity research indipendente e competente, con messaggi chiari e trasparenza e indipendenza.

Eppure sembra che l'importanza dell'equity research sia sottovalutata dalle emittenti.
Vero: quello che voglio dire io è che la copertura, la visibilità e l'attenzione futura su queste società viene creata attraverso l'equity research: la diffusione delle informazioni su queste società e la successiva spinta anche sul retail e sugli investitori istituzionali, nei limiti consentiti dalla sollecitazione al pubblico risparmio, deve essere prodotta in modo costante ed indipendente da professionisti che ne capiscono anche del settore tech e dev'essere diffusa a tutti in modo semplice, facile e fruibile. Questo è un requisito necessario ma non sufficiente per la liquidità:

poi certamente la società deve lavorare bene e appena possibile pian piano andare a costruirsi la liquidità anche sugli investitori istituzionali, ma questa non gliela dà il mercato in sé. Poi il salto di mercato, chiamiamolo così, avviene in maniera spesso molto naturale, anche su spinta di investitori istituzionali che cominciano a dire all'imprenditore di voler investire in loro a patto di fare il salto di mercato, da Access a Growth o AIM Italia che sia.

Lo strumento del listing non è destinato in esclusiva a una piattaforma piuttosto che a un'altra. Sappiamo che lavorate con Opstart, ma lavorate anche con CrowdFundMe, è corretto?
Confermo, come mercato siamo agnostici sulla piattaforma così come il mercato è agnostico sul broker o sull'investment bank.

Quindi questo vuol dire che l'opportunità di Crowdlisting® al momento è aperta a qualsiasi piattaforma di equity crowdfunding laddove venga raggiunto un accordo tra la piattaforma stessa e Euronext.
In realtà quello che occorre è trovare un accordo sull'operazione con gli investitori, la società e una valutazione adeguata: come dicevo noi lavoriamo bene o male con tutte le piattaforme, ovviamente puntiamo alla qualità di ciò che ci viene proposto, anche per evitare di danneggiare la qualità del mercato stesso.

Quante società avete adesso quotate sui vostri mercati MTF Access e Growth?
Attualmente quotate 10 società italiane, che vanno da 400 milioni di capitalizzazione a 10 milioni. Alcune di esse con Crowdlisting®, altre in private placement e altre in IPO tradizionale.

Ultima domanda: quali scenari per il futuro vi aspettate dal Crowdlisting® in cui voi stessi come mercato avete puntato tanto in questi ultimi anni? Credete che questa potrebbe diventare davvero una modalità di investimento che prenderà piede presso il grande pubblico?
Molto dipenderà da come il retail risponde: abbiamo visto per esempio in tema di Covid-19 che negli ultimi quattro mesi il tasso di flussi inflows sulle società da parte del retail è stato del 400%.; vuol dire che un piccolo risparmiatore pensa "sono a casa e mi sto annoiando, va tutto male, la banca e i miei investimenti non vanno bene, i fondi non vanno bene, vado mi compro le azioni tecnologiche". La stragrande maggioranza dei flows del retail è sulla tecnologia.

Quindi io in realtà ci credo nella misura in cui credo che il risparmiatore piccolo o grande che sia creda e crederà nella tecnologia e nelle PMI e startup del nostro paese e nella capacità dell'ecosistema di selezionare le meritevoli. Se l'assunto tiene e quindi continuerà questo trend innovativo di chiamiamoli "smart

investments", piuttosto che la forte spinta istituzionale nel promuovere PMI, specialmente le più innovative a carattere tecnologico, allora credo molto nel Crowdlisting®, perché è uno dei vari strumenti a disposizione, assieme al Venture Capital, per permettere ad una società giovane di raccogliere capitale e promuovere una crescita organica.

Continuiamo a parlare di Crowdlisting® con Giovanpaolo Arioldi, presidente della piattaforma di Crowdfunding Opstart

Da dove nasce l'idea del Crowdlisting®?
Abbiamo riflettuto su quello che è avvenuto negli USA con Spotify, che di fatto si è quotata senza fare una vera IPO e questa cosa ci ha in un certo senso illuminati. Ho quindi pensato di sviluppare una soluzione attraverso la quale fosse possibile replicare in economia le costose IPO (Initial Public Offers) in borsa, mediante il technical listing su una piattaforma di negoziazione europea. Questa soluzione si è concretizzata nella creazione di una nuova piattaforma fintech che abbiamo denominato appunto Crowdlisting® ed il cui marchio è stato registrato a livello europeo. Attraverso tale piattaforma è possibile intraprendere un percorso denominato di Crowdlisting® per rendere liquide e liquidabili le azioni di una società che ha raccolto capitali attraverso una campagna di equity crowdfunding su Opstart.

La campagna di raccolta di Cesynt Advanced Solutions S.r.l. i-Skilled lanciata sulla piattaforma Opstart in data 27 giugno 2019, è stata la prima assoluta campagna di "Crowdlisting®" italiana.

Il percorso si sviluppa in 4 semplici step:

1. *Opstart effettua le opportune verifiche sui requisiti di quotazione per attestarne la fattibilità, in conformità alle norme e ai regolamenti dei mercati di Euronext.*
2. *La società effettua una campagna di raccolta sul portale Opstart*
3. *Una volta raggiunto il target minimo di raccolta, al termine della campagna di offerta Opstart sottopone il progetto alle verifiche del Listing Sponsor e di Euronext.*
4. *Una volta approvato il progetto, la società sarà ammessa a negoziazione su uno dei mercati di Euronext.*

Grazie a questo percorso le società potranno aprirsi sempre di più agli investitori professionali e retail, con un nuovo fondamentale vantaggio: gli strumenti finanziari acquistati saranno finalmente liquidi e trasferibili senza dover sostenere i gravosi costi di trasferimento, di notaio, delle imposte di bollo e di registro, agevolando così l'acquisto di piccole quantità di azioni anche da parte di piccoli investitori. Il percorso realizzato attraverso la piattaforma Crowdlisting®, garantirà alle società un

sensibile aumento del bacino dei potenziali investitori, i quali potranno trasferire le proprie azioni sul mercato secondario, anche con operazioni intraday.

Con questa soluzione di technical listing sui mercati Access, Access Plus e Growth di Euronext, rendiamo negoziabili le quote degli investitori che hanno investito e creduto nell'azienda quando era ancora una startup o una PMI che muoveva i primi passi, che possono trovare una exit oppure restare ancora più vicini all'azienda che si trova in una fase di scale up e che quindi potrebbe dare loro ancora molta soddisfazione economica al loro investimento.

È bene anche ricordare come, in attuazione dei commi da 89 a 92 dell'articolo 1 della legge 27 dicembre 2017, n. 205 (legge di bilancio 2018) le PMI che decidono di quotarsi in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione – quali anche i segmenti Access, Access Plus e Growth di Euronext - potranno usufruire di un credito d'imposta pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di 500.000 euro.

Quali sono i riferimenti normativi del *Crowdlisting®*?
Ci si basa sul regolamento Consob per l'equity crowdfunding e sulla regolamentazione TUF più in generale che disciplina i mercati finanziari e le società che voglio quotarsi o fare un technical listing o private placement.

Esiste un preciso lasso temporale che deve essere rispettato tra la conclusione della raccolta di ECF e l'avvio delle negoziazioni di *Crowdlisting®*?
No, ma le tempistiche medie sono circa 120-150 gg

Quante operazioni sono state effettuate da quando il Crowdlisting® è attivo su Opstart?
Ne abbiamo fatta una e ve ne sono in pipeline altre tre entro fine anno.

Quale sviluppo vi aspettate nei prossimi anni per questa tipologia di strumento (volumi negoziati, aziende che vi accederanno, investitori)?
Ci aspettiamo una importante migrazione di operazioni di IPO tradizionali in favore di operazioni secondo il percorso di Crowdlisting® nei prossimi anni.

Esistono altri mercati UE ed Extra-UE dove questa forma ha già preso piede?
Non ancora: ci sono tuttavia altre piazze dove poter fare un technical listing, come Vienna e Malta, ma il mercato più liquido e prestigioso è quello di Euronext.

6.2 LA QUOTAZIONE SUL MERCATO AIM ITALIA

Concludiamo il capitolo relativo alle opportunità di Exit con l'intervista a Francesco Zorgno, presidente e Co-Fondatore di CleanBnB, società nata all'inizio del 2016

che fornisce servizi di gestione degli immobili in affitto breve, valorizzandone la visibilità degli annunci sulle piattaforme online; dopo aver chiuso due round di raccolta sulla piattaforma di equity crowdfunding CrowdFundMe, CleanBnB ha affrontato con successo il processo di quotazione sul mercato MTF AIM Italia di Borsa Italiana SpA.

Come prima cosa vi chiediamo di raccontarci la storia "patrimoniale" della società, ovvero delle tappe di raccolta di capitale che vi hanno poi portato all'IPO sul mercato AIM Italia.
CleanBnB viene costituita con un capitale sociale di 10 mila euro a gennaio 2016, dopo un primo passaggio in un acceleratore di start up. Successivamente viene aperta una finestra di investimento di un solo giorno per i soci dell'acceleratore interessati partecipare al capitale sociale a seguito della quale entrano 8 nuovi soggetti con un ammontare totale investito di 39 mila euro a una pre-money[21] di 250 mila euro. Il giorno dopo la chiusura di questo round è partita la prima campagna di equity crowdfunding sulla piattaforma CrowdFundMe, che all'epoca non aveva ancora fatto nessun round: siamo stati la settima campagna di crowdfunding in Italia in assoluto.

Forse per l'epoca è stata una operazione sconsiderata, ma vedevamo, ai tempi, l'equity crowdfunding esclusivamente come uno strumento per raccogliere soldi, mentre in realtà ora siamo consapevoli che il potenziale è ben altro: la pre-money che ci eravamo prefissati era di 400 mila euro (oggi sarebbe considerata molto bassa) e abbiamo raccolto in due mesi circa 127 mila euro portando a bordo 99 soci. A quel punto ci siamo resi conto di aver fatto una straordinaria operazione di marketing, perché avevamo un centinaio di persone, in tutta Italia, che parlavano di noi e che avevano interesse di dire che erano soci di CleanBnB.

Inoltre, almeno 20 di loro ci hanno chiesto di gestire il business di CleanBnB nelle loro città: abbiamo iniziato così a espanderci sul territorio italiano e a diventare sempre più conosciuti.

Da subito, inoltre, avevamo preso molto sul serio il regolamento Consob che disciplina l'equity crowdfunding in termini di trasparenza, correttezza e comunicazioni ai soci: a giugno 2016 abbiamo presentato la trimestrale e non abbiamo mai smesso di farlo; questo ha contribuito sicuramente alla creazione della reputazione che abbiamo raggiunto in poco tempo.

21 La pre-money valuation è un termine ampiamente usato nei settori private equity o venture capital, che si riferisce alla valutazione di un'azienda o azioni precedenti ad un investimento o finanziamento. Se un investimento aggiunge capitale ad un'azienda, essa avrà differenti valutazioni prima e dopo l'investimento stesso. Investitori esterni, come venture capitalist o angel investor useranno tale strumento per determinare l'ammontare del rientro in capitale del loro investimento nei confronti di un imprenditore e la sua startup. https://it.wikipedia.org/wiki/Pre-money_valuation

I passi successivi sono stati due round di aumento di capitale, entrambi nel 2017: con il primo sono entrati due Business Angels con dei tagli elevati di capitale e una pre-money di un milione di euro mentre il secondo round è stato riservato al veicolo di investimento Boost Heroes con una pre-money di un milione e mezzo. Nel 2018 abbiamo fatto uno dei primi secondi round di equity crowdfunding in Italia, dandoci questa volta obiettivi più ambiziosi. Qui c'era un tema di valutazione, quanto eravamo cresciuti dal 2016 e quale obiettivo di raccolta volevamo darci? Passati due anni dal primo round di equity crowdfunding abbiamo dieci volte più immobili in gestione, dieci volte più fatturato, dieci volte più Ebitda: possiamo dire di valere dieci volte di più? Ci abbiamo provato, fissando la pre-money a 4 milioni di euro. E così ci siamo presentati al mercato, pensando di raccogliere 200 mila euro, ma nel contempo farci tanta pubblicità: in tre settimane abbiamo raccolto mezzo milione di euro e abbiamo chiuso il round oltre ogni aspettativa.

È chiaro che lo strumento dell'equity crowdfunding era diventato molto più maturo rispetto a due anni prima, con commitment medi più elevati. È interessante anche dire che un buon 20% del totale raccolto si riferisce a nuovi investimenti di vecchi soci: questo vuol dire che gli investitori premiano una storia di equity ben raccontata, con un progetto serio e chiaro e che ha fatto della trasparenza informativa un valore.

Con queste premesse, a luglio del 2019 andare in quotazione su AIM Italia è stato quasi naturale, pur senza essere stato pianificato all'origine, perché di fatto ci comportavamo già da società quotata, da un punto di vista di informativa societaria.

Eppure il vostro business ben si prestava ad esempio a una modalità di exit di tipo industriale, che cosa vi ha portato a optare per un'ipotesi di quotazione su AIM Italia invece magari di attendere qualche anno facendo ancora crescere la società per renderla poi appetibile per un operatore internazionale?
Parto dal presupposto che per noi la quotazione non è una exit ma è sicuramente stata un'ottima opportunità di exit per tutti coloro che sono entrati a una pre-money di 250-400 mila euro, perché abbiamo completato la quotazione con una capitalizzazione di quasi 14 milioni di euro e oggettivamente molti hanno sfruttato questa opportunità. Non è stata però una exit per i fondatori né per i nostri 4-5 investitori principali. L'exit vera è un'altra, ha bisogno di 4-5 anni, di un progetto industriale e ha diversi soggetti interessati. Ci sono per esempio le piattaforme Booking.com e Airbnb, i fondi immobiliari i grandi fondi di gestione e poi ci sono altri operatori del settore molto grandi.

L'exit per noi è essere l'unico soggetto posizionato che può generare valore per chi nel mercato italiano vede un grande potenziale ma non riesce ad entrare da fuori.

Questo è un progetto di più lungo respiro che può anche passare da operazioni di aggregazione di altri operatori italiani più piccoli in CleanBnB.

La quotazione è un fantastico strumento di crescita e non solo per i soldi che abbiamo raccolto. Questa non è la exit dei fondatori.

Ci interessa anche molto capire come una società che ormai è quotata sta comunicando ai propri soci questa fase è particolare perché sappiamo benissimo che l'era Covid ha avuto un impatto significativo nel settore turistico, che è stato uno dei più colpiti. Quindi quali sono state le nostre modalità di comunicazione alla platea dei soci in un contesto difficile come questo?

Sicuramente la comunicazione è importantissima: la premessa è che il Covid ha generato un distress in tutta l'economia, e soprattutto nei business di chi si sposta e chi viaggia, che hanno sofferto molto dalla metà di marzo alla metà di maggio. Già da giugno 2020 i numeri di riavvio del business stati sono particolarmente interessanti. Siamo lontani dai numeri che avremmo voluto avere ma si è innescato un trend di ripartenza nei mesi estivi che è stato molto incoraggiante, e che anche in caso di ricadute virali potrebbe essere più sostenibile viste le nuove norme di comportamento che la popolazione sta mettendo in atto per prevenire i contagi. Chiaro che nei mesi di lockdown il titolo ha seguito un andamento negativo provocato dall'arresto del business. La comunicazione che noi abbiamo scelto in quei mesi non è stata una comunicazione trionfalistica del tipo "il settore è ripartito", e avremmo potuto farlo perché per esempio ai primi di luglio abbiamo fatto il record assoluto di incassi in un giorno da quando esistiamo, ma è stato un evento estemporaneo, non era questo che ci interessava comunicare.

Quello che è successo nel nostro settore è che processi di evoluzione che sarebbero dovuti durare 3-4 anni si sono risolti in 2-3 mesi: è improvvisamente salito il livello di professionalità, è stata scremata l'offerta. Noi ci siamo posizionati qui: abbiamo fatto su tutti i canali di comunicazione una serie di azioni estremamente mirate da un lato a spiegare cosa è cambiato nel settore, che regole segue il viaggiatore e come CleanBnB si è adeguata, quali misure di sicurezza abbiamo messo in atto, come sono gestiti i nostri immobili, come facciamo la sanificazione e quali sono i protocolli che abbiamo ufficialmente approvato. Qual è la nostra posizione nel settore con gli altri operatori. Quest'estate abbiamo lanciato un nuovo progetto che si chiama TrustFood che mira a identificare ristoranti protetti perché chi viene a dormire da noi vuole sapere dove andare a mangiare, senza dover sempre ricorrere alle app di Delivery. È vero che l'appartamento è molto più sicuro degli alberghi, però l'ospite deve mangiare: allora ecco che qualifichiamo in ogni località dei ristoranti che hanno le condizioni di sanificazione di accessibilità per la

massima protezione. Quindi la comunicazione diventa il racconto di come cambia il business e come diventa sostenibile nel lungo periodo anche se ci dovesse essere una ricaduta.

L'altro elemento riguarda le aggregazioni: ovvio che tutti gli operatori del settore hanno sofferto e molti non sopravviveranno o non sono già sopravvissuti a questo pericolo. Ma CleanBnB è un progetto aperto, noi lavoriamo molto di aggregazione e di partnership: alcuni piccoli operatori hanno chiesto di confluire in CleanBnB per poter superare il momento di crisi ma anche grandi operatori ci hanno chiesto di valutare operazioni un po' più significative.

Fin da subito avete detto puntiamo sulla trasparenza nella comunicazione con i soci, e quindi eravate già preparati al vostro interno ad affrontare la compliance, l'informativa societaria che caratterizza l'essere sul mercato. Perché non avete puntato ad andare direttamente a mercato attraverso il Crowdlisting© dopo il round sulla piattaforma di EFC e invece avete scelto di aspettare arrivandoci con un IPO su un mercato regolamentato?
Innanzitutto faccio una premessa: il Crowdlisting© è uno strumento che secondo la nostra concezione ha acquisito flessibilità, duttilità e facilità di accesso in tempi molto recenti e oggi è veramente a disposizione di tutti ma due anni fa, quando abbiamo cominciato a valutare la quotazione, subito dopo il round di crowdfunding del 2018, era ancora uno strumento poco approcciabile. Invece, la quotazione su AIM Italia, che fino a pochi mesi prima non era assolutamente in radar, era diventata improvvisamente appetibile. C'è stata questa finestra quasi magica per le iniziative come la nostra, tra gli ultimi mesi del 2018 e quasi tutto il 2019, che ha reso più accessibile e più veloce questo aspetto. Oggi, probabilmente avendo degli strumenti molto più evoluti e delle success stories di Crowdlisting©, forse avremmo fatto delle valutazioni diverse o quantomeno le avremmo prese in considerazione.

All'epoca noi abbiamo seguito le orme di altri soggetti. Non dimentichiamo che siamo la seconda società in Italia e credo finora l'ultima che dopo un round di equity crowfunding è andato in quotazione. La prima è stata proprio il portale su cui abbiamo raccolto capitale, CrowdFundMe e noi abbiamo guardato con grande attenzione il loro percorso, ci hanno fatto da apripista. C'erano delle alternative in realtà sul piatto: un terzo round di crowdfunding – qualcuno ne ha fatto anche quattro - però dove si arriva? Oppure fare un'operazione chiusa, quindi non rinunciare ad aprirsi al pubblico e avere un leading investor, che tuttora non abbiamo e forse questa è stata un po' la nostra fortuna, fino a questo momento. Però ci siamo anche resi conto che così si usciva dal perimetro di sostenibilità: i round chiusi in sequenza tendono a far salire molto la valuation post money

andando spesso oltre la soglia in cui alla fine si avrà una ragionevole exit su quella post money. A un certo punto si rischia di arrivare un processo di sopravvalutazione della società che poi le metriche di business forse non raggiungeranno mai e a quel punto la exit diventa impossibile perché con gli investitori entrati a una certa valutazione, poi difficilmente potrai fare una exit a una valutazione più bassa; se vogliamo il confronto col mercato è un sano bagno di realtà e di realismo: ci siamo confrontati con soggetti che neanche sapevano cosa fosse AirBnB: prima che arrivassimo noi non c'era nulla, nessun riferimento di mercato. Questa è stata la sfida più interessante che ci ha portato a quotarci su una capitalizzazione che era esattamente quella giusta cioè un punto di partenza. Ci siamo quotati presentando un piano industriale che poi doveva essere corroborato da step di raggiungimento del piano. Cosa che peraltro nel 2019 abbiamo fatto, anzi abbiamo addirittura over performato di un buon 20%. In conclusione, il percorso credo tutt'ora che fosse in quel momento storico il più corretto.

Per quanto riguarda l'importo di valutazione con cui siete arrivati in quotazione all'AIM Italia, siete stati guidati da una banca in particolare, è stata una decisione derivante da una vostra convinzione?

Ci siamo quotati con una pre-money che era quella che noi fondatori avevamo in mente ma è stato possibile soprattutto grazie a un processo di validazione e di discussione con gli analisti finanziari che ci hanno accompagnato e poi con il confronto con gli investitori. Ricordo che noi volevamo raccogliere 2 milioni e mezzo di euro e il mercato ce ne ha offerti 6 alla nostra valutazione. Alla fine abbiamo chiuso a 3.9, che per il nostro piano era la cifra che ci bastava. Alla valutazione di 10 milioni di pre-money, ci siamo arrivati per le peculiarità della nostra storia: avevamo fatto cinque aumenti di capitale e ogni round ha seguito come multipli la progressione delle nostre metriche: portafoglio gestito, numero di soggiorni, numero località gestite e fatturato. Tra il 2018 e il 2019 c'era stato sostanzialmente un multiplo di 2.5x per tutte queste metriche, quindi da una post money di 4 milioni e mezzo nel 2018 siamo arrivati a una pre-money di 10 milioni nel 2019. E' sempre stata una sequenza lineare in cui si sono agganciate le metriche di riconoscimento del valore primario della società a quelle che sono le nostre metriche oggettive di mercato comunicate trimestralmente. Quindi non è stato particolarmente complesso far incontrare le nostre aspettative, il parere degli analisti finanziari e soprattutto le disponibilità del mercato.

Cosa è cambiato all'interno della vostra società post post quotazione da un punto di vista organizzativo, di governance e degli obblighi di informativa societaria?

Gli obblighi di informativa in quanto società quotata ci costringono a fare una serie di passaggi di approvazione interna e di validazione ulteriore sulle informazioni che forniamo: non basta che noi sappiamo che sono informazioni oggettive ma dobbiamo sempre fare dei passaggi interni, e questo ovviamente ha limitato un po' la nostra capacità comunicativa. L'altro aspetto è che prima i nostri soci sapevamo chi erano e li raggiungevamo uno per uno, mentre ora non è più possibile: ecco forse questa comunicazione ha un'efficacia di tipo diverso, maggiore su certi aspetti ma minore su altri. Chiaramente siamo passati da Srl a SpA quotata, e laddove prima avevamo un amministratore unico ora la società ha un Consiglio di Amministrazione e un collegio sindacale. Dal punto di vista di assetto societario questo è stato un passaggio di grande maturità perché abbiamo smesso di essere referenziali: dal punto di vista più operativo i soci fondatori hanno dovuto fare una cosa difficilissima cioè delegare alcune attività strategiche ad altri, per cui esempio abbiamo creato una linea di middle management, che è ancora in evoluzione, a cui abbiamo delegato attività strategiche come la gestione di attività amministrative, di controllo di gestione e business development e abbiamo iniziato questo processo ancora prima di essere formalmente quotati. Questo peraltro ha permesso di far sì che non subissimo alcun rallentamento del business durante il processo di quotazione, cosa che tipicamente accade a tante società, perché mentre noi fondatori eravamo focalizzati sulla quotazione le linee di middle management portavano avanti la società.

Avete raccontato prima che siete arrivati alla decisione di quotazione in maniera molto naturale, volevamo chiedervi a questo punto, dopo quasi due anni sul mercato AIM Italia, un feedback sulla vostra scelta, anche in termini di timing e costo - opportunità.

Credo che come timing non avremmo potuto essere più fortunati: abbiamo centrato la finestra temporale giusta. Per quanto riguarda i costi ecco penso che il processo di quotazione sia estremamente oneroso, l'avevamo messo a budget quindi non è che è stata una sorpresa lo sapevamo e ne abbiamo tenuto conto delle nostre valutazioni di piano. Sicuramente è una grossa barriera all'ingresso perché innanzitutto non è detto che la quotazione vada a buon fine: ci sono una serie di costi che devono essere sostenuti lo stesso e che non vengono capitalizzati, non c'è un bonus quotazione in questo senso. La domanda è se è un processo troppo oneroso per le opportunità che è in grado di dare: dal mio punto di vista mettere una barriera all'ingresso è comunque corretto, probabilmente, perché screma e costringe ad affrontare il processo solo a chi veramente può permetterselo. Io parlo da start up che aveva tre anni quando si è quotata e penso che per una società come la nostra ci fossero molti livelli, molti passaggi e molti soggetti sui quali si

sarebbe potuto fare un alleggerimento procedurale, però per contro devo anche dire che senza i consulenti che avevamo avuto bordo non ci saremmo mai quotati: il loro valore aggiunto nel guidarci in un percorso completamente nuovo che non conoscevamo è stato essenziale.

Forse un suggerimento potrebbe essere quello di cercare di spostare la maggior parte dei costi a buon esito della quotazione perché molti non ci provano neanche proprio perché hanno paura di trovarsi ad affrontare dei costi che poi non riuscirebbero più a gestire, e non possiamo far sì che la società che non si quota fallisca, dobbiamo evitare questo. L'altro tema è quello dei costi ongoing, sui quali sono un pochino più scettico: oggettivamente quotarsi si trascina dietro una quota di costi fissi molto importanti, che riguardano in massima parte dei consulenti che devono essere a disposizione e questi costi fanno la differenza in un periodo come questo in cui il business soffre a causa di fattori esogeni: questo è un aspetto significativo su cui secondo me è necessario lavorare. A conti fatti il fardello più grosso che una società come la nostra si trova oggi ad affrontare sono i costi connessi al fatto di essersi quotata. Se non ci fossimo quotata non avremmo uno zoccolo duro di costi che oggi è fortemente penalizzante, dato il contesto economico che stiamo vivendo, ma che sarebbe penalizzante anche se andassero bene. Rischiamo che a un certo punto uno si trovi sbilanciato perché non esistono strumenti di ammortizzazione sui costi ongoing di quotazione in un momento sfavorevole di mercato. Su questo credo che vadano fatte delle riflessioni molto accurate un po' a tutti i livelli sia nell'obbligo che ci siano certi adempimenti che magari calmierare determinati costi fissi di consulenza: il costo non può essere lo stesso per una società che come noi ha fatturato l'anno scorso 3.2 milioni e una che ne ha fatti 32 e una che ne ha fatti 120. In questo momento è questa l'unica cosa che mi sentirei di dire e che secondo me pesa più del costo iniziale connesso al processo di quotazione che comunque ha dietro, non dimentichiamolo, dei processi di maturazione della società che deve costruire un sistema di controllo di gestione che ha un costo oggettivamente ben speso.

L'ultima domanda è sui PIR alternativi e sulla tua view a riguardo e soprattutto quali vedi essere a oggi i maggiori limiti legati al veicolare PIR alternativi sull'economia reale?

Il tema dei PIR è stato all'inizio un fattore determinante che ci ha fatto dire che era il momento giusto ma poi abbiamo capito che non avrebbe fatto la differenza. Le aspettative sono tante ma ad oggi i numeri parlano chiaro e purtroppo è uno strumento che non ha ancora dimostrato minimamente il suo vero potenziale che reputo però altissimo e pertanto ritengo che vada comunque inserito in un progetto di quotazione.

Appendice – Elenco campagne analizzate

Nome azienda	Data chiusura campagna	Piattaforma
Traction	06/01/19	BackToWork
InVRsion	15/01/19	BackToWork
Birrificio Belgrano	25/01/19	BackToWork
TiAssisto24	26/01/19	BackToWork
Nterilizer	19/02/19	BackToWork
Autentico	21/02/19	BackToWork
SkyAccounting	01/03/19	BackToWork
Cloud Pathology Group	10/04/19	BackToWork
Exept	20/04/19	BackToWork
ComeHome	13/05/19	BackToWork
1177	01/06/19	BackToWork
Start and Partners	01/06/19	BackToWork
Biovecblok	14/06/19	BackToWork
Stem Sel	14/06/19	BackToWork
Movecoin	23/06/19	BackToWork
Autoo	01/08/19	BackToWork
Amavido	03/08/19	BackToWork
Ilovecomm	03/08/19	BackToWork
Improovo	03/08/19	BackToWork
Solar Fertigation	03/08/19	BackToWork
Orteat	24/09/19	BackToWork
Gopib	26/09/19	BackToWork
U-Earth	18/10/19	BackToWork
Dianax	25/11/19	BackToWork
Nanomnia	29/11/19	BackToWork
Stem Sel	01/12/19	BackToWork
Microcredito d'Impresa	13/12/19	BackToWork
NCG	13/12/19	BackToWork
VillageCare	21/12/19	BackToWork
Nicefiller	28/12/19	BackToWork
Teethan	22/06/20	BackToWork
èpasta	08/01/19	Crowdfundme
HRT	11/01/19	Crowdfundme

Nome azienda	Data chiusura campagna	Piattaforma
BePooler	13/01/19	Crowdfundme
TT Games	18/02/19	Crowdfundme
Just Mary	11/03/19	Crowdfundme
Orange Fiber	27/03/19	Crowdfundme
Memento	29/03/19	Crowdfundme
PCUP	31/03/19	Crowdfundme
Nakuru	05/04/19	Crowdfundme
02 Factory	10/04/19	Crowdfundme
MyBobyTest	15/04/19	Crowdfundme
Aicube	24/04/19	Crowdfundme
Paladin2	29/04/19	Crowdfundme
Lektro	10/05/19	Crowdfundme
Social academy	13/05/19	Crowdfundme
Taxman	13/05/19	Crowdfundme
TrenDevice	30/05/19	Crowdfundme
Innovative-RFK	11/06/19	Crowdfundme
Offlunch	14/06/19	Crowdfundme
Kelony	19/07/19	Crowdfundme
Eurodispenser	22/07/19	Crowdfundme
Quomi	06/08/19	Crowdfundme
Magicart	25/08/19	Crowdfundme
DeepSpeed	29/08/19	Crowdfundme
Cynomys	03/09/19	Crowdfundme
GeneraME	10/09/19	Crowdfundme
Radoff	17/09/19	Crowdfundme
Biovally Investment partners	02/10/19	Crowdfundme
InfinityHub	02/10/19	Crowdfundme
CoQua Lab	16/10/19	Crowdfundme
Lifedata	24/10/19	Crowdfundme
Fidelity House	31/10/19	Crowdfundme
Arco FC	13/11/19	Crowdfundme
LOCARE	26/11/19	Crowdfundme
ForStar.shop	29/11/19	Crowdfundme

Nome azienda	Data chiusura campagna	Piattaforma
RepUp	16/12/19	Crowdfundme
Kyneprox	23/12/19	Crowdfundme
Ecolumiere	31/12/19	Crowdfundme
Inkdome	22/01/19	Mamacrowd
Rentopolis	29/01/19	Mamacrowd
Eattiamo	31/01/19	Mamacrowd
Green Energy Storage	18/03/19	Mamacrowd
Linky	21/03/19	Mamacrowd
StartupItalia	31/03/19	Mamacrowd
Wonderstore	15/04/19	Mamacrowd
SmartMicroOptics	02/05/19	Mamacrowd
Smartphoners	12/05/19	Mamacrowd
Gialle&Co	27/05/19	Mamacrowd
Homeero Building	28/05/19	Mamacrowd
Epicura	30/05/19	Mamacrowd
Wear Me	03/06/19	Mamacrowd
Keesy	02/07/19	Mamacrowd
Notizie.it	28/07/19	Mamacrowd
Docety	31/07/19	Mamacrowd
Userbot	06/08/19	Mamacrowd
Bionit Labs	19/09/19	Mamacrowd
Nuova Industria	02/10/19	Mamacrowd
Kippy	10/10/19	Mamacrowd
SportClubby	30/10/19	Mamacrowd
Airlite	30/11/19	Mamacrowd
Mazzolari	11/12/19	Mamacrowd
The Grand House	27/12/19	Mamacrowd
Vivavoce	31/12/19	Mamacrowd
Cocoround2	05/01/19	Opstart
Cultaround	18/01/19	Opstart
iSpare	06/03/19	Opstart
Gaia Food Academy	16/03/19	Opstart
Forever Bambu' 8	21/03/19	Opstart

Nome azienda	Data chiusura campagna	Piattaforma
Japal	24/03/19	Opstart
Colan	25/04/19	Opstart
equiticket	02/05/19	Opstart
GardenStuff	15/05/19	Opstart
Breakfast point	18/07/19	Opstart
LiveSonar	30/10/19	Opstart
Leark	11/12/19	Opstart
GoGoBus	15/12/19	Opstart
Cesynt Advance Solutions	18/12/19	Opstart
alfred	31/12/19	Opstart
Green Energy Sharing	31/12/19	Opstart
Huknow	31/12/19	Opstart
TOUCH menu	31/12/19	Opstart
Edilmag	06/01/19	Two Hundred
Splittypay	06/01/19	Two Hundred
Yo Agents	28/01/19	Two Hundred
Dishcovery	31/01/19	Two Hundred
Growishpay	15/05/19	Two Hundred
Vidoser	05/06/19	Two Hundred
Utego	27/06/19	Two Hundred
Piedmont Delights	02/07/19	Two Hundred
Axieme	07/08/19	Two Hundred
Marcello Experience	27/08/19	Two Hundred
Sixth Continent	31/08/19	Two Hundred
Genesy Project	10/09/19	Two Hundred
HiNelson	22/09/19	Two Hundred
SEO Tester Online	03/12/19	Two Hundred
Prize Me	09/12/19	Two Hundred
Matchplat	14/12/19	Two Hundred
Wow Food	23/12/19	Two Hundred

CFA Society Italy

CFA Society Italy è l'associazione Italiana dei professionisti che lavorano nell'industria finanziaria italiana. CFA Society Italy nata nel 1999 come organizzazione no profit, è affiliata a CFA Institute, l'associazione globale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore. CFA Society Italy ha attualmente oltre 500 soci attivi, nel mondo i professionisti certificati CFA® sono oltre 167.000. Assegnato per la prima volta nel 1963, CFA® è la designazione di eccellenza professionale per la comunità finanziaria internazionale. Il programma CFA® offre una sfida educativa davvero globale in cui è possibile creare una conoscenza fondamentale dei principi di investimento, rilevante per ogni mercato mondiale. I soci che hanno acquisito la certificazione CFA® incarnano le quattro virtù che sono le caratteristiche distintive di CFA Institute: Etica, Tenacia, Rigore e Analisi. CFA Society Italia offre una gamma di opportunità educative e facilita lo scambio aperto di informazioni e opinioni tra professionisti degli investimenti, grazie ad una serie continua di eventi per i propri membri. I nostri soci hanno la possibilità di entrare in contatto con la comunità finanziaria italiana aumentando il proprio network lavorativo. I membri di CFA Society Italy hanno inoltre la posibilità di partecipare attivamente ad iniziative dell'associazione, che consentono di fare leva sulle proprie esperienze lavorative. L'iscrizione e il completamento degli esami del programma CFA®, anche se fortemente raccomandati, non sono un requisito per l'adesione e incoraggiamo attivamente i professionisti italiani del settore finanziario a unirsi alla nostra associazione.

www.cfasi.it | info@cfasi.it

Tutti i contenuti pubblicati su questo documento, sono di esclusiva proprietà degli autori e/o di terze parti in qualità di licenziatari, e sono protetti da copyright e altre leggi sulla proprietà intellettuale.