



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

EQUITY CROWDFUNDING: CARATTERISTICHE,
PROBLEMATICHE E DIFFUSIONE.

RELATORE:

CH.MA PROF.SA CINZIA BALDAN

LAUREANDO:

MATTEO MACHI'

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	5
COS'È L'EQUITY CROWDFUNDING?	5
CARATTERISTICHE DELL'EQUITY CROWDFUNDING	5
EVOLUZIONE NORMATIVA: DAGLI USA ALLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA	9
LA LEGISLAZIONE NEGLI U.S.A.	9
LA LEGISLAZIONE IN EUROPA	12
LA LEGISLAZIONE IN ITALIA	13
CAPITOLO 2	15
LA DIFFUSIONE E L'EVOLUZIONE DEL CROWDFUNDING IN ITALIA	15
CAPITOLO 3	25
IL PROGETTO ISKILLED E IL CROWDLISTING	25
LA CYSSENT ADVANCED SOLUTIONS SRL	26
ISKILLED	27
LA PRIMA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING	28
LO STRUMENTO INNOVATIVO: IL CROWDLISTING	30
LA CAMPAGNA DI CROWDLISTING	32
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	34
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	37

INTRODUZIONE

L'*equity based crowdfunding* è una forma di finanziamento alternativa, alle volte complementare, rispetto alle forme tradizionali, come ad esempio il ricorso al credito bancario o la quotazione sui mercati regolamentati. Questo strumento finanziario prevede la raccolta di capitale proponendosi, tramite piattaforme autorizzate dalla Consob, a un insieme di potenziali investitori. I soggetti che decidono di finanziare un'impresa o, più in generale, un progetto imprenditoriale, acquisiscono azioni dell'impresa, divenendo così soci della stessa. Il *crowd* (folla) avrà un ritorno economico in seguito all'investimento solo se i manager saranno capaci di mettere in atto azioni che produrranno nel medio periodo risultati positivi. ' *Si parla di equity based crowdfunding quando tramite l'investimento online si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società e la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso dei diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa*': questa è la definizione fornita dalla Consob del modello che negli ultimi anni ha avuto così tanto successo. Il fenomeno viene regolamentato per fornire alle start up e alle piccole e medie imprese la possibilità di reperire le risorse necessarie al proprio sviluppo; la normativa inerente è ancora oggi in evoluzione e nel corso degli anni è stata data a sempre più imprese la possibilità di utilizzare l'*equity based crowdfunding* per sostenere la propria crescita. Nel 2019 si presenta come un modello ormai diffuso, capace di sostenere i progetti imprenditoriali nel momento in cui la necessità è maggiore, cioè nei primi anni dalla costituzione delle imprese.

Nel primo capitolo del presente lavoro il *Crowdfunding* viene introdotto definendo quelli che sono i modelli finanziari sottostanti e ponendo il focus sul modello dell'*equity based crowdfunding*. Nel dettaglio, si evidenziano le caratteristiche che rendono unico il modello e i cinque attori principali, il proponente (uno o più imprenditori *creators*), la piattaforma di *equity crowdfunding* (gestore), gli investitori (*crowdfunders*), il progetto (o idea imprenditoriale) e la regolamentazione. Viene quindi presentata l'evoluzione normativa, trattando separatamente la normativa degli Usa, quella europea e infine quella italiana. Il fenomeno viene per la prima volta regolamentato negli Stati Uniti, durante la presidenza di Barack Obama, data la necessità di trovare nuovi strumenti che alimentino la crescita occupazionale dopo la crisi finanziaria del 2008.

Nel secondo capitolo si ripercorre la storia del *crowdfunding* in Italia dal 2005, anno in cui il modello, pur nella sua forma primitiva, fa la sua comparsa nel mercato italiano; in particolare, vengono descritte le piattaforme nazionali che per prime si occupano di *crowdfunding*. In una fase iniziale i portali si focalizzano sul modello *donation based* e *reward based*; una volta regolamentato il fenomeno *equity based*, sono diverse le piattaforme che fanno la propria comparsa nel settore. Utilizzando, come fonte principale, i report sul *Crowdinvesting* italiano pubblicati annualmente dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, si cerca di mettere in evidenza, anno dopo anno, l'evoluzione e la diffusione dell'*equity crowdfunding*.

Nel terzo capitolo si analizza il caso aziendale di Cesynt Advanced Solutions S.r.l, una società che fornisce servizi *ICT* e opera nei settori della formazione e-learning e della consulenza bancaria. Nello specifico, l'impresa utilizza lo strumento dell'*equity crowdfunding* pubblicando sulla piattaforma Opstart la campagna iSkilled, per reperire i fondi necessari a sviluppare lo stesso software. Viene trattata brevemente la storia dell'impresa, ponendo poi il focus sul primo round di raccolta, sul software LMS iSkilled e infine sulla seconda campagna che l'impresa è in procinto di lanciare sempre sulla stessa piattaforma. Questo secondo round di raccolta prevede l'utilizzo dello strumento innovativo del *crowdlisting*, definibile come un percorso di medio termine, che inizia con la presentazione di una campagna di *equity crowdfunding* e si conclude con la quotazione della società su Euronext, un mercato regolamentato in cui è possibile scambiare le azioni delle PMI. È la prima volta che questo modello finanziario viene utilizzato e permette di abbassare notevolmente il rischio connesso all'investimento, in quanto rende liquide le azioni, che possono essere così concluse anche in operazioni *intraday*.

CAPITOLO 1

COS'È L'EQUITY CROWDFUNDING?

Caratteristiche dell'*equity crowdfunding*

Il termine *Crowdfunding*, inizialmente tradotto in finanziamento dal basso, deriva dalla mera traduzione di due parole inglesi: *crowd*, folla, e *funding*, finanziamento.

Alessandro Brunello ne: “*Il manuale del crowdfunding*” (2014), lo definisce come: “*Un processo di collaborazione tra più persone che decidono di stanziare il proprio denaro, in linea di massima piccole somme, per sostenere gli sforzi, i progetti e le visioni di altri privati cittadini, ma anche di aziende, enti e organizzazioni*”.

Oggi si può ritenere un fenomeno di tipo globale che consente, tramite piattaforme *online*, di sottoporre la propria idea imprenditoriale, e non solo, a un vasto pubblico di potenziali investitori. Lo scopo primario è quello di raccogliere i fondi necessari per l’attuazione di un progetto; il mezzo che, negli ultimi anni, ha reso possibile ciò, contribuendo alla diffusione del fenomeno, è sicuramente lo sviluppo di Internet.

Internet, come spiega Wilson (2014), sta alla base di due degli elementi costituenti il modello del *crowdfunding*. In primo luogo, permette la raccolta di piccole somme di denaro da un’ampia platea di soggetti grazie alla riduzione dei costi di transazione. Tali soggetti rappresentano il *crowd* e le somme così raccolte possono essere considerevoli. In secondo luogo, rende possibile la disintermediazione, collegando in maniera diretta i finanziatori e coloro che sono alla ricerca di fondi. La piattaforma di *crowdfunding* svolge il ruolo di facilitatore giacché rende possibile l’incontro tra le due parti e pone regole che variano da una piattaforma all’altra.

Nella concezione più moderna il termine *Crowdfunding* si deve a Michael Sullivan che creò la piattaforma *Fundavlog* nel 2006; il fine della piattaforma era creare un incubatore per progetti ed eventi legati al video blog che prevedeva la possibilità di raccogliere fondi *online*; il tentativo però si rivelò fallimentare.

Tra il 2008 e 2009 hanno vita due piattaforme di *crowdfunding*, *Indiegogo* e *Kickstarter*, che ben presto diventeranno simbolo del fenomeno del finanziamento dal basso.

Anche il Presidente degli Stati Uniti d'America, Barack Obama, durante le presidenziali del 2008, ottenne parte dei finanziamenti della campagna elettorale attraverso la strategia di *donation-based crowdfunding* (Vassallo, 2014).

Il *crowdfunding*, pur essendo trattato il più delle volte nella sua accezione generale, comprende in sé diversi modelli finanziari, fra cui:

1. *Donation-based*: modello in cui i soggetti donano una somma di denaro per supportare un progetto senza aspettarsi niente in cambio, se non una ricompensa simbolica.
2. *Reward-based*: modello in cui i finanziatori si aspettano di ottenere una ricompensa di natura diversa da quella finanziaria, come ad esempio un'edizione limitata del prodotto o la vendita di un prodotto con prelazione rispetto agli usuali clienti dell'impresa.
3. *Lending-based*: modello in cui il finanziatore si aspetta di ottenere un compenso fisso, fino a che l'investimento iniziale non viene ripagato.
4. *Equity-based*: modello in cui il finanziatore ottiene una quota di partecipazione al capitale della società, commisurata alla somma investita.

Nonostante tali modelli abbiano riscosso notevole successo, l'attenzione, in questo elaborato, viene posta sull'*Equity crowdfunding* che, pur avendo il maggiore potenziale di crescita, è il modello più complesso.

L'*equity-based crowdfunding* viene definito dalla CONSOB come segue: *si parla di equity based crowdfunding quando tramite l'investimento online si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società e la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso dei diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa*. Il *crowd* che investe in un progetto imprenditoriale, come suggerito dalla definizione, ottiene delle azioni dell'impresa (la ricompensa per il finanziamento) ed è quindi soggetto al rischio della stessa. Un eventuale ritorno in termini economici, sotto forma di dividendi o di *capital gain*, è legato all'abilità dell'imprenditore di mettere in atto decisioni che producano, nel medio-lungo periodo, risultati positivi. Quest'ultimo aspetto è caratterizzato da un elevato grado d'incertezza; è, infatti, estremamente difficile valutare le capacità dell'imprenditore al momento dell'investimento e il rischio di perdere la somma di denaro stanziata è molto alto. La complessità del modello, derivante da quanto scritto, impone al legislatore e alle autorità competenti di trattarlo con attenzione.

L'*equity crowdfunding* sostiene la crescita economica, dando alle *startup* e alle PMI innovative l'opportunità di svincolarsi dal credito bancario, ottenendo finanziamenti dal *crowd* tramite piattaforme apposite, in particolare nelle fasi critiche di sviluppo dell'impresa, come quelle del *seed financing* e dell'*early stage financing*, in cui i tassi di fallimento sono molto alti. Il ruolo che svolge l'*equity crowdfunding*, nella crescita economica, assume una maggiore importanza

in momenti di crisi, in cui le banche sono restie a concedere prestiti a imprese che non sono dotate di adeguate garanzie.

Il motivo che porta i soggetti a investire in progetti imprenditoriali non è il solo ritorno finanziario. Come afferma Wilson (2014), gli investitori sostengono la cultura dell'innovazione e ricercano benefici emozionali e sociali, decidendo di supportare imprese con le quali condividono interessi, visione e valori. Essi sono anche motivati dal fatto di poter ottenere una partecipazione di capitale in un'impresa di successo prima che diventi tale, ricevendo così un ritorno in termini di prestigio, giacché sono stati tra i primi a cogliere le potenzialità di un progetto che si è poi rivelato vincente.

L'Italia è stata il primo Stato a definire questa tipologia di *Crowdfunding* e, nel giugno 2013, la CONSOB ha emanato apposito regolamento che ha consentito di gestire le piattaforme di *Equity Crowdfunding* previa autorizzazione dallo stesso organo di vigilanza. Nel 2018 è stato pubblicato l'aggiornamento del regolamento da parte della CONSOB con il quale vengono declinate le piattaforme autorizzate che possono pubblicare campagne di raccolta di capitale di tutte le società offerenti, qualificate come PMI.

L'*equity crowdfunding* ha la presenza di cinque attori principali:

- il proponente (uno o più imprenditori *creators*);
- la piattaforma di *equity crowdfunding* (gestore);
- gli investitori (*crowdfunders*);
- il progetto (o idea imprenditoriale);
- la regolamentazione.

Il proponente

Il proponente è il soggetto che lancia il progetto e lo pubblica su una delle piattaforme on-line. I motivi che lo inducono ad avviare la campagna di raccolta fondi possono essere diversi e spesso si rilevano caratteristiche di forte soggettività.

Come Gerber scrive nel saggio 'Crowdfunding: Why People are Motivated to Post an Found Projects on Crowdfunding Platforms' (2011), i creators (uno o più imprenditori) sono stimolati ad utilizzare lo strumento del crowdfunding per:

- Reperire fondi sottoforma di capitale di rischio, svincolandosi così dall'utilizzo del credito bancario;
- Accrescere la propria visibilità personale, portando ad esempio la propria idea imprenditoriale a conoscenza di altri soggetti e ricevendo così da questi ultimi un feedback positivo, nel caso in cui il progetto venisse ritenuto valido;

- Allargare il proprio network relazionale, stringendo rapporti con individui con i quali si potranno intrattenere relazioni che vanno al di là della semplice transazione finanziaria che concerne il reperimento di fondi;
- Apprendere tramite l'esperienza, perché svolgere un ruolo attivo nel campo del crowdfunding significa mettersi alla prova ed accrescere le proprie competenze nel marketing, nella gestione e pianificazione finanziaria.

La piattaforma

Le piattaforme di equity crowdfunding sono portali online che svolgono il ruolo di facilitatori per l'incontro tra proponente e potenziali investitori. Attraverso la piattaforma i creators pubblicano il proprio progetto imprenditoriale e gli altri attori, gli investitori, possono aderire attraverso l'acquisto degli strumenti finanziari. I gestori delle piattaforme applicano una commissione che solitamente varia da portale a portale, viene anche applicata una commissione di gestione che prescinde dall'esito della raccolta e una commissione di risultato quando l'operazione abbia esito positivo chiamata *success fee*. Le piattaforme presenti a livello globale operano con il business model e sono soggette al rispetto della normativa vigente nel paese di appartenenza, in Italia le piattaforme sono sottoposte al regolamento CONSOB e devono rispettare le norme per poter svolgere la loro funzione di intermediario.

Gli investitori

Gli investitori (o *crowdfunders*) sono i protagonisti dell'investimento e sono coloro che apportano le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione del progetto. Nel determinare il successo di una campagna di *crowdfunding* gioca un ruolo fondamentale la modalità di trasmissione delle informazioni rilevanti riguardanti il progetto, attraverso l'utilizzo di immagini e video per attirare l'attenzione ed emozionare l'investitore.

L'approccio emozionale, inteso come il coinvolgimento emotivo dell'investitore in un progetto imprenditoriale, costituisce un elemento di rischio per i potenziali sottoscrittori in particolare nella fase di valutazione dell'investimento. Il *crowd* tende infatti a finanziare imprese con le quali condivide visione e valori, con il rischio di implementare una scelta sulla base di una valutazione irrazionale, senza cioè tenere a mente le reali potenzialità che un'idea imprenditoriale possiede.

Il progetto

Il progetto è l'idea imprenditoriale pubblicata sulla piattaforma, costituisce l'elemento centrale attorno al quale ruota il fenomeno dell'*equity crowdfunding*.

I progetti che raccolgono capitale di rischio attraverso il modello *equity-based* sono di tipo business, questi prevedono un ritorno economico monetario ai finanziatori, vengono anche offerti agli investitori ulteriori benefici non monetari, i cosiddetti *reward*, aventi l'obiettivo di accrescere il ritorno atteso dall'investimento.

Le caratteristiche che deve possedere un progetto, al fine di essere pubblicato su una piattaforma sono:

- la descrizione chiara dell'idea e dei proponenti;
- la chiarezza espositiva con cui le informazioni sono fornite al pubblico.

Tali caratteristiche risultano essenziali per i progetti di tipo *equity*, in quanto caratterizzati da investimenti in capitali di rischio e pertanto ai potenziali investitori devono essere fornite tutte le informazioni necessarie affinché assumano decisioni di investimento consapevoli.

I proponenti devono pubblicare sulla piattaforma i documenti che riguardano l'offerta:

- Il business plan, con una dettagliata descrizione dell'impresa e del modello di business;
- Il piano di marketing, con le analisi delle prospettive di mercato relative al prodotto o servizio offerto;
- La struttura organizzativa;
- La descrizione del management e delle ulteriori informazioni relative all'offerta.

La regolamentazione

La regolamentazione riveste un ruolo determinante per lo sviluppo del fenomeno *dell'equity crowdfunding*.

Ogni singola nazione ha adottato le proprie regolamentazioni al fine di governare la crescita esponenziale del fenomeno, tuttavia si ritiene necessario un confronto tra le regole delle varie nazioni, per analizzare le dinamiche di funzionamento.

Evoluzione Normativa: dagli USA alla regolamentazione Europea

La legislazione negli U.S.A.

I primi ad essersi interessati all'*equity crowdfunding* sono stati gli Stati Uniti; tale interesse verso il *crowdfunding* e, nello specifico, per l'*equity model* è motivato dalla necessità di trovare nuovi strumenti che alimentino la crescita occupazionale dopo la nota crisi finanziaria del 2008.

Nel 2011 il Presidente degli Stati Uniti, Barak Obama, al fine di stimolare la creazione di nuove imprese ha proposto la *Startup America Initiative*.

Il 5 Aprile 2012 la Camera dei rappresentanti, con modifica del Senato, approva la legge che prende il nome di **JOBS Act** (Jumpstart Our Business Startups).

Prima dell'introduzione della *JOBS Act*, la normativa vigente che regolava il modello *equity-based* era il *Securities Act* del 1933 che, insieme all'*Exchange Act* del 1934, disciplinava le transazioni sui mercati finanziari. Il *Securities Act* poneva diversi vincoli all'applicazione dell'*equity based crowdfunding* e di conseguenza, ne rallentava la diffusione.

Con l'applicazione del *JOBS Act* si persegue l'obiettivo di rendere più semplice il reperimento di capitale per le piccole imprese americane, rendendo la normativa più snella ed eliminando in parte i vincoli imposti dalla normativa precedente. Il *Title III* del *JOBS Act* rappresenta il cuore della normativa sul *crowdfunding*; il *Regulation Act*, è stato promulgato dalla SEC per l'attuazione del *Title III*. Con l'applicazione della normativa l'importo dei capitali versati dalla totalità degli investitori non può superare il milione di dollari nel corso dei 12 mesi. Agli emittenti è imposta la registrazione e l'onere di fornire agli investitori i nomi degli amministratori, i possessori di quote superiori al 20%, l'identificazione dell'emittente stessa, le informazioni della situazione economica/finanziaria, il *business plan*, la finalità dell'investimento raccolto tramite la campagna di *crowdfunding*, l'importo *target* dell'offerta, la durata e le informazioni sul prezzo dei titoli.

La legge prescrive che l'emittente che richiede maggiori fondi debba fornire maggiori informazioni finanziarie.

Con il *JOBS Act* viene istituita una nuova tipologia di impresa, la *Emerging Growth Company*, EGC, (impresa emittente), il cui fatturato annuo lordo è inferiore a un miliardo di dollari; essa mantiene lo *status* se, nei primi cinque anni dalla quotazione, non emette titoli di debito non convertibili superiori a un miliardo di dollari per un periodo di almeno tre anni. Queste caratteristiche sono presenti nella maggior parte delle *startup*.

Le imprese che hanno le sopra citate caratteristiche godono di tre benefici:

- sono esenti dai requisiti di informativa sulla remunerazione dei dirigenti;
- sono esenti da una serie di obblighi contabili;
- possono usufruire di condizioni più flessibili nelle comunicazioni agli investitori (le EGC possono direttamente comunicare con gli investitori qualificati e accreditati).

L'operazione di finanziamento in *crowdfunding* deve essere effettuata rivolgendosi ad un intermediario registrato come *broker* o ad un apposito portale, il *funding portal*, la cui figura è stata introdotta con il *Title III*. L'intermediario autorizzato effettua la registrazione in coerenza

con le norme vigenti e deve condurre un'analisi attraverso una *due diligence* sull'identità e sulla storia delle emittenti al fine di contenere i rischi di frode.

Gli intermediari devono inoltre:

- educare gli investitori a interpretare le informazioni fornite in conformità alla normativa;
- garantire che l'investitore conosca i rischi connessi all'investimento e che sia in grado di sostenerli.

Il *funding portal*, come spiegato da Piattelli (2013), agisce da intermediario nella transazione coinvolgente l'offerta o la vendita di titoli per conto di terzi, a condizione che:

- non offra consulenze in materia di investimento;
- non solleciti acquisti e vendite e non acquisti titoli offerti o presentati sul proprio sito *web* o portale;
- non remunerati dipendenti, agenti o altri soggetti al fine di sollecitare le transazioni sul proprio sito *web* o portale;
- non detenga, gestisca o posseda i fondi degli investitori né i loro titoli;
- non eserciti le attività che la SEC definisce come precluse ai *funding portal* con apposito regolamento.

La normativa impone un limite massimo di investimento per singolo investitore e per singolo progetto:

- l'investitore può investire al massimo il 5% del proprio reddito annuale e comunque non più di 2.000 dollari se il proprio reddito annuo netto è inferiore a 100.000 dollari;
- se il reddito è pari o superiore ai 100.000 dollari il limite sale al 10%; rimane tuttavia sempre il limite assoluto di 100.000 dollari di investimento.

Inoltre, l'emittente ha l'obbligo di osservare tutte le direttive della SEC al fine di tutelare l'investitore dai rischi che comporta tale l'investimento. Con l'approvazione della *JOBS Act* e quindi con l'effettiva introduzione dell'*equity crowdfunding* nell'ordinamento statunitense, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) ha avuto l'onere di fissare gli aspetti regolamentari al fine della creazione di piattaforme di intermediazione.

La legislazione in Europa

In Europa, negli ultimi anni, il *crowdfunding* ha raggiunto risultati importanti e si è dimostrato, per la raccolta di capitale, un valido strumento alternativo, se non complementare, alle forme di finanziamento tradizionali.

La mancanza, però, di un quadro normativo di riferimento unico e omogeneo a livello comunitario, ha fatto sì che la crescita di questo fenomeno avvenisse in maniera disomogenea tra i paesi membri dell'Unione Europea, generando la creazione di diversi regimi regolatori non coerenti tra i diversi stati. Si è così creata una barriera normativa, che è andata ad accrescere i già esistenti ostacoli alla creazione e allo sviluppo di un mercato unico e transazionale del *crowdfunding*.

Si vuole in sostanza dire che ogni paese membro ha regolamentato il fenomeno attraverso una legislazione nazionale con il risultato che le normative adottate risultano spesso diverse fra loro. Il rischio che si corre è quello di impedire ad alcuni soggetti di investire in un progetto in cui credono a causa della sola appartenenza a uno Stato piuttosto che a un altro; limite che invece non è imposto dal modello, dato l'utilizzo di Internet che permette l'accesso alle piattaforme a qualsiasi investitore da qualsiasi parte del mondo.

L'Unione Europea ha cercato di esprimersi, più recentemente, attraverso l'emanazione di direttive, regolamenti e guide. I *policy makers* conoscono bene le potenzialità dell'*equity crowdfunding* e, per questo motivo, si sono approcciati al fenomeno con estremo interesse, ritenendolo un mezzo che può supportare e accrescere l'innovazione, l'occupazione e gli investimenti.

Un importante regolamento, emanato il 14 Giugno 2017 e attuato in parte nel 2017 e poi nel 2018 e nel 2019, è quello relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato. L'obiettivo «è assicurare la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati, rafforzando allo stesso tempo il mercato interno dei capitali» (Regolamento del Parlamento e del Consiglio Europeo, 2017).

Nel 2018, la Commissione Europea ha redatto la prima bozza del Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese; questa regolamentazione si andrà a inserire nella normativa europea sul finanziamento dal basso, migliorando le opportunità di investimento e la diffusione del *crowdfunding* transnazionale e creando un "passaporto" europeo per le piattaforme di *crowdfunding*. Si tratta di un'azione regolamentare che uniformerebbe le regole di protezione degli investitori e della gestione dei portali per tutte quelle piattaforme che decideranno di abbandonare la licenza nazionale per ottenere quella rilasciata dall'ESMA. Tale bozza fa ben sperare per il futuro.

In conclusione, risulta indispensabile che lo sviluppo del *crowdfunding*, all'interno dell'Unione Europea, passi attraverso la condivisione e la creazione di normative e regole comuni per ottenere maggiori benefici da questo fenomeno, riducendo al minimo i rischi. Tali regole devono tener presente che le imprese che utilizzano lo strumento del *crowdfunding* sono generalmente di piccole dimensioni e, per questa ragione, non possono essere assoggettate alle stesse norme che regolano il finanziamento per le imprese di grandi dimensioni. Una normativa snella è di fondamentale importanza per evitare che la struttura delle piccole imprese si appesantisca inutilmente, generando così costi che le stesse non sarebbero in grado di sostenere.

La legislazione in Italia

Come si evince dal sito ufficiale della Consob, l'Italia ha il primato di aver introdotto una disciplina specifica riguardante l'*equity-based crowdfunding* in Europa.

La prima normativa che disciplina il fenomeno è stata introdotta con il D. L. n. 179 del 18 Ottobre 2012 (Decreto Crescita 2.0) convertito poi con la legge 17 dicembre 2012 n. 221 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" e dà la possibilità di accedere alle piattaforme per la raccolta di capitale solo alle imprese che rientrano nella definizione di *start-up innovative*. Nel corso degli anni poi, sono stati effettuati diversi interventi di modifica con l'obiettivo di affinare la disciplina alla luce del quadro normativo europeo e della concreta esperienza applicativa. La novità di maggiore rilievo introdotta da questi interventi è l'estensione della categoria di imprese alle quali è data la possibilità di reperire capitale attraverso le piattaforme di *equity crowdfunding*. Come si evince sul sito della *Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana*, una prima apertura è avvenuta con il D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015, con il quale viene concessa anche alle PMI innovative, agli OICR e alle società che investono principalmente in start-up e PMI innovative, la possibilità di reperire capitale attraverso il *crowdfunding*. Con la Legge di Bilancio 2017 del Senato, art. 1 comma 70 e con il D.L. n. 50 del 24 aprile 2017 (Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo), consultabile sul sito del *Senato della Repubblica Italiana*, il legislatore ha deciso di consentire, in via generale, a tutte le piccole e medie imprese, di accedere a questo canale di raccolta di capitale di rischio. Tale ampliamento dimostra la volontà del legislatore di consentire alla maggior parte delle imprese italiane, data la natura dello stesso tessuto imprenditoriale, di accedere a canali di finanziamento diversi da quello bancario e di reperire così più facilmente i capitali necessari per la realizzazione dei propri progetti. L'ampliamento consentito ha richiesto

un rafforzamento delle misure a tutela degli investitori. In tal senso, il legislatore ha ritenuto necessario incrementare i poteri di controllo della Consob sull'attività dei portali. L'effettiva entrata in vigore del provvedimento è avvenuta a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo regolamento CONSOB sull'*equity crowdfunding* approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017.

L'indirizzo scelto dal governo dimostra l'attenzione del legislatore riguardo un fenomeno, *l'equity crowdfunding*, che ha dimostrato di avere buone potenzialità di crescita e di poter offrire un contributo reale all'economia. Il legislatore persegue un duplice scopo, da una parte quello di tutelare gli investitori e d'altra parte quello di garantire il corretto funzionamento del mercato.

CAPITOLO 2

La diffusione e l'evoluzione del *crowdfunding* in Italia

Il fenomeno del *crowdfunding* inizia a diffondersi in Italia nel 2005 seppur in forma primitiva. Nasce, infatti, in quell'anno la prima piattaforma che raccoglie i progetti imprenditoriali dei soggetti che sono in cerca di una forma di finanziamento diversa da quelle classiche. La piattaforma è Produzioni dal Basso ed "è stata il laboratorio del *crowdfunding* italiano: lasciando all'utente la libertà di fare ciò che vuole, rappresenta un osservatorio interessante sull'evoluzione dei progetti e delle logiche del *crowdfunding*" (Pais, 2014). Produzioni dal Basso si presentava come una piattaforma generalista, aperta a tutti, adatta ai piccoli progetti imprenditoriali, gratuita e capace di offrire la possibilità di decidere il metodo di pagamento; quest'ultimo elemento è di particolare importanza, soprattutto nei primi anni dalla nascita della piattaforma, in quanto molti dei soggetti erano restii a effettuare pagamenti tramite *paypal*, preferendo forme di pagamento *offline* come i bonifici. Negli anni successivi fanno la loro comparsa nel mercato altre piattaforme, che si occupano di *social lending*, fra le quali, nel 2008, Zopa Italia, che si sarebbe trasformata poi nel 2012, una volta modificata la ragione sociale, in Smartika e Prestiamoci, marchio commerciale di Agata Spa, nata nel 2010. Al contrario di Paesi come gli Stati Uniti e l'Inghilterra, il mercato del *social lending* era ancora poco sviluppato in Italia sia in termini di somme di denaro prestate che in termini di numero di piattaforme attive. Nel 2011 si assiste a un vero e proprio *boom*; nascono, infatti, Rete del dono, BuonaCausa, Shinynote, Eppela, Cineama e Boomstarter. Nel 2012 nascono piattaforme settoriali, territoriali e piattaforme ibride che mettono insieme due o più forme di *crowdfunding* e, sempre nello stesso anno, il legislatore propone, attraverso il Decreto Sviluppo Bis, convertito nella Legge 221/2012, una normativa volta a regolare il modello dell'*equity-based crowdfunding*. Il 2013 è l'anno che si contraddistingue per alcune novità, fra cui la nascita e la diffusione di diverse piattaforme di *local crowdfunding*, l'iscrizione presso il registro Consob della prima piattaforma di *equity crowdfunding*, cioè Starsup e il lancio di un progetto di *civic crowdfunding*, un modello del *crowdfunding* che si occupa del finanziamento di opere pubbliche attraverso il coinvolgimento dei cittadini. Sempre nello stesso anno, viene iscritta nella sezione speciale del registro Consob la piattaforma Unicaseed. L'*equity crowdfunding* italiano parte a rilento ed i tassi di crescita si collocano al di sotto delle previsioni; i motivi che possano spiegare ciò sono da ricercare nella scarsa conoscenza dello strumento, nei limiti

legislativi, nell'elevato tasso di analfabetismo digitale, nel timore di effettuare pagamenti elettronici e nella scarsa apertura nei confronti di collaborazione e condivisione. Nonostante ciò, nel 2014, vengono iscritte altre due piattaforme presso il registro Consob e molte altre mostrano l'intenzione di fare la propria comparsa in questo ambito. Il settore del *crowdfunding* italiano cresce molto nel 2015; si registra un consistente aumento del capitale raccolto tramite le piattaforme che è quasi raddoppiato rispetto all'anno precedente e che complessivamente ammonta a 56,8 milioni di €. Ciò emerge da una ricerca condotta dalla professoressa I. Pais relativamente a 82 piattaforme in Italia, di cui 69 attive e 13 in fase di lancio. Dalla stessa ricerca emerge però che il tasso di insuccesso delle campagne di *crowdfunding* è cresciuto rispetto all'anno precedente di un +7%. Uno dei motivi che spieghi tale *trend* riguarda l'incapacità di sviluppare un adeguato *business plan* e di comunicarlo efficacemente agli investitori.

Al 15 Giugno 2016, come si evince dal *1° Report sul Crowdfunding*, pubblicato sul sito del Politecnico di Milano, i dati relativi all'*equity crowdfunding* italiano mostrano una crescita sia in termini di capitale raccolto sia per numero di piattaforme iscritte presso il registro Consob. Si contano 48 campagne presentate e 19 portali attivi. Le piattaforme registrate possono essere distinte in base alla loro specializzazione. La maggior parte è generalista ovvero considera diverse offerte a prescindere dal settore di appartenenza dell'impresa, altre invece, come EcoMill e Fundera, presentano progetti che riguardano principalmente la sostenibilità e il rispetto dell'ambiente. È interessante notare che 5 fra le piattaforme che hanno ottenuto l'autorizzazione non hanno presentato alcun progetto e risultano quindi inattive. Le campagne promosse e concluse con successo si differenziano fra loro per capitale raccolto e per la durata. Il capitale complessivamente raccolto tramite lo strumento dell'*equity crowdfunding* in Italia ammonta a 5,6 milioni di € al 15 Giugno 2016 e mostra un valore medio, a livello di singola campagna, pari a 316.903 €. Il valore minimo raccolto è pari a 50 mila € mentre il valore massimo è pari a 1 milione di €. La durata delle campagne è molto eterogenea, alcune di queste durano per pochi giorni altre alcuni mesi, per cui tracciare un *trend* chiaro a riguardo è difficoltoso. Si può però concludere che i primi giorni dal lancio di una campagna sono determinanti per il successo della stessa e ciò mette in evidenza il ruolo cruciale che assumono le attività di *marketing*. Delle 48 campagne presentate al 15 Giugno 2016, 36 si sono concluse e di queste ultime 19 con successo; il tasso di successo che è quindi pari al 52,8% non si discosta molto da quello rilevato in contesti esteri. Le imprese protagoniste delle campagne sono in totale 47, di cui 45 costituite come *start up* innovative. Tra gli investitori figurano principalmente persone fisiche, l'80% delle quali uomini con un'età compresa tra i 36 e i 45 anni. È interessante notare che il 43% dei sottoscrittori abbia versato una somma inferiore ai

500 €, a evidenza della capacità dell'*equity crowdfunding* di attirare e coinvolgere i piccoli investitori. Cifre superiori a 10.000 € sono principalmente sottoscritte da persone giuridiche e, in alcuni casi, da *business angel*, una categoria di investitori professionali, che vedono l'*equity crowdfunding* come un'opportunità per trovare progetti imprenditoriali in cui investire.

Il 2° *Report sul Crowdfunding*, pubblicato sul sito del politecnico di Milano e aggiornato al 30 Giugno 2017, mostra l'evoluzione che l'*equity crowdfunding* sta vivendo nel panorama italiano. Si contano 19 piattaforme attive e registrate presso la Consob, tre delle quali hanno ottenuto l'autorizzazione per l'iscrizione al registro negli ultimi dodici mesi. Le campagne presentate complessivamente al 30 Giugno ammontano a 109, 61 delle quali pubblicate dal 1 Luglio 2016. Le piattaforme che hanno mostrato, negli ultimi dodici mesi, la maggiore attività, sia in termini di capitale raccolto sia in termini di progetti pubblicati, sono Mamacrowd e Crowdfundme. È molto interessante evidenziare che il numero di piattaforme ad aver raccolto capitale nel corso dell'ultimo anno è diminuito rispetto all'anno precedente (8 piattaforme contro le 11 dell'anno passato). Questo dato mostra la capacità, sviluppata tramite l'esperienza da parte di alcuni portali, di attrarre proponenti e investitori. In totale il capitale raccolto al 30 Giugno 2017 ammonta a 12.417.323 €, dei quali 6.853.364 € raccolti nell'ultimo anno, facendo registrare così un aumento in termini percentuali consistente e pari a +123%. Il valore medio di raccolta, a livello di singolo progetto concluso, ammonta a 246.158 € ed è in diminuzione rispetto a quello registrato al 15 Giugno 2016, a dimostrazione del fatto che il mercato ha compreso come non sia facile raggiungere la soglia minima, ridimensionando di conseguenza le proprie ambizioni. La volontà delle società emittenti è generalmente quella di mantenere il controllo societario una volta conclusa la campagna presentata ed è per questo motivo che in sole tre campagne la quota di capitale offerta è stata superiore al 50%; in alcuni casi, inoltre, vengono offerti in cambio della somma di denaro sottoscritta quote partecipative non ordinarie, senza diritto di voto o con diritto di voto limitato. Per aumentare la probabilità di successo di una campagna è ormai prassi consolidata svolgere un'attività di *pre-marketing*, antecedente alla stessa campagna, in modo da garantirsi un certo numero di adesioni già nelle prime ore dal lancio. Il miglioramento in termini percentuali del tasso di successo, che si attesta al termine del primo semestre del 2017 intorno al 59,6%, è in linea con il *trend* già registrato al 15 giugno 2016. Le imprese protagoniste delle campagne sono in totale 106, di cui la maggior parte *start up* innovative anche se si può notare un aumento di PMI innovative che raggiungono quota 7 a fronte delle sole 2 al 15 Giugno 2016. Per quanto concerne la loro distribuzione geografica i dati parlano chiaro: delle 106 imprese, 43 hanno sede in Lombardia, 12 in Lazio e 8 in Toscana; tra le regioni del Sud spicca la Sardegna con 6 imprese. Un'analisi condotta sul *crowd* mostra come il numero di investitori, in termini percentuali, ad aver sottoscritto una quota di capitale

tra 500 e 5.000 € sia cresciuto negli ultimi 12 mesi (39%); rimane invariato il dato relativo ai sottoscrittori per quote inferiori a 500 € (43%); gli investimenti più consistenti per un valore superiore ai 10.000 € sono effettuati generalmente da persone giuridiche e investitori professionali. Gli uomini continuano a essere i principali sottoscrittori delle quote di capitale (l'85% sul totale) e quindi si rileva, anche nell'ultimo anno, una netta prevalenza del sesso maschile.

Il 2018 è un anno cruciale per la diffusione dell'*equity crowdfunding* italiano come mostrano i dati riportati nel 3° Report sul *Crowdinvesting*, pubblicato sul sito del Politecnico di Milano, aggiornati al primo semestre del 2018. Al 30 giugno di quest'anno si contano 27 portali iscritti presso il registro Consob, di cui due nella sezione speciale. Dal 1 Luglio 2017 sono state pubblicate 122 campagne, portando così a 231 il numero complessivo di campagne presentate di *equity crowdfunding* in Italia a partire dalla sua regolamentazione. Dei 122 progetti presentati presso i gestori autorizzati 28, 26 e 25 sono stati pubblicati rispettivamente su Crowdfundme, Mamacrowd e Opstart. Tenendo conto anche dei dati degli anni passati si nota un processo di concentrazione delle campagne presso pochi portali. In testa alla classifica, per numero di progetti presentati dalla regolamentazione dell'*equity based*, è Crowdfundme con 47, seguito da Mamacrowd con 38 e Opstart con 33; Upstart scivola in quarta posizione con 31 progetti. Il 64,5% delle offerte presentate sono state pubblicate presso uno di questi quattro portali. Il capitale complessivamente raccolto al termine del primo semestre del 2018 ammonta a 33.273.196 €, di cui 20,9 milioni negli ultimi dodici mesi con una crescita percentuale pari al 168%. Il 2017 ha visto crescere molto il numero di campagne concluse ma i dati relativi al primo semestre del 2018 evidenziano un vero balzo in avanti. Sono 54 le campagne concluse, di cui 42 con successo, contro le 80 concluse nel 2017, di cui 50 con esito positivo. In totale dal 2014 sono 134 le campagne che hanno avuto esito positivo, su un totale di 200 campagne concluse. Il tasso di successo è cresciuto molto nell'ultimo anno, assestandosi al 67% al 30 Giugno 2018 e il merito di ciò va sicuramente dato agli operatori del mercato che nel tempo hanno sviluppato l'abilità necessaria per proporre e puntare sui progetti migliori. L'entrata nel mercato delle PMI, a seguito dell'attuazione della legge di Stabilità del 2017, ha fatto sì che il valore medio di raccolta e la variabilità delle quote raccolte aumentassero negli ultimi mesi; il valore medio, a livello di singola campagna, per il primo semestre del 2018, è di 203.168 €, contro i 177.496 € del 2017 e la raccolta oscilla tra un valore minimo di 37.500 € e un valore massimo di 3 milioni. La quota di capitale offerto per la raccolta di denaro è stata in media del 13,5% e conferma il *trend* di diminuzione della quota partecipativa offerta. Rimane poi forte la tendenza da parte dei proponenti di non voler cedere il controllo societario e di voler mantenere la maggioranza dei diritti di voto; sono, infatti, rari i casi in cui venga offerto più del 50% del

capitale in cambio del denaro raccolto. 214 sono le imprese protagoniste del lancio dei progetti di *equity crowdfunding*, delle quali 181 sono *startup* innovative. Il mercato risulta quindi dominato dalle *startup* innovative e l'evoluzione degli ultimi dodici mesi non sembra aver invertito questa tendenza, dato che tra le imprese che hanno presentato progetti dal 1 Luglio 2017 il 76,9% erano *startup* innovative. La distribuzione geografica degli emittenti mostra una forte concentrazione al Nord Italia, con la Lombardia al primo posto fra le regioni italiane; al Sud si distingue la Puglia con 12 campagne proposte. La composizione del *crowd* non differisce molto da quella già registrata negli anni passati. In prevalenza i sottoscrittori sono uomini, tra i 36 e i 49 anni, che sottoscrivono nel 35% dei casi una somma inferiore a 499 € e, nel 51% dei casi, una somma compresa fra 500 e 5000 €. Aumenta, rispetto al passato, il numero di investitori che sottoscrivono più di una campagna così come aumenta il numero di investitori professionali che sottoscrivono quote consistenti di capitale. Alcune delle imprese che hanno concluso con successo una campagna di *equity crowdfunding*, hanno nuovamente usufruito dello strumento, presentando nuovi progetti. In tutti i casi, tranne che per Forever Bambù 8, la seconda campagna ha avuto successo, registrando un importo raccolto più elevato.

Osservando i bilanci delle società che si sono finanziate nel tempo attraverso il modello *equity based* e ponendo il *focus* su alcuni elementi quali il ricavo da fatturato, l'EBITDA e l'utile netto, è possibile analizzare le *performance* delle imprese emittenti.

Il ricavo da fatturato cresce in media, seppur in maniera contenuta, con imprese che riescono sin da subito a mostrare un *trend* positivo; a un anno dalla conclusione della campagna, 3 imprese mostrano un ricavo superiore a 200.000 €, 4 compreso tra 100.000 € e 200.000 € e 5 tra 25.000 € e 100.000 €, facendo rilevare un miglioramento rispetto all'anno in cui le imprese hanno effettuato la raccolta. Solo in quattro dei casi presi in analisi le società emittenti, dopo un anno dal finanziamento, non riescono ancora a generare ricavi. Il margine operativo lordo (EBITDA) mostra un *trend* negativo chiaro e significativo. Il numero di imprese con EBITDA negativo per un importo superiore a 50.000 € dopo un anno dalla conclusione della campagna raddoppia, passa infatti da 4 ad 8; si dimezza invece il numero di imprese con margine operativo lordo leggermente positivo (compreso tra 0 e 10.000€), diminuendo da 4 a 2. Questi dati sono in linea con le strategie delle società emittenti, che effettuano investimenti grazie al capitale raccolto attraverso le campagne sui portali. Molto simile è l'andamento in termini di utile netto, sono solo due le imprese che si distinguono sotto questo aspetto, registrando un valore superiore ai 10.000 €. Per misurare il rendimento potenziale dei titoli sottoscritti durante le operazioni di *equity crowdfunding*, la School of Management del politecnico di Milano ha proposto un indice il 21/11/2017: l'Italian Equity Crowdfunding Index. Tale indice mostra l'apprezzamento teorico delle quote di capitale sottoscritte dal *crowd* che al 1 Luglio 2018 evidenziava un valore

di 116,59. Ciò significa che se un investitore avesse investito l'1% in ogni operazione di *equity* conclusa con successo, il valore del suo portafoglio sarebbe cresciuto del 16,59%.

In Italia, al 30 Giugno 2019, sono 35 i portali che hanno ricevuto l'autorizzazione della Consob per operare nel mercato dell'*equity crowdfunding*. I dati relativi ai dodici mesi che intercorrono tra il 1 Luglio 2018 e il 1 Luglio 2019 sono disponibili nel 4° Report sul Crowdfunding, pubblicato sul sito del Politecnico di Milano. Otto dei 35 portali registrati hanno ottenuto l'autorizzazione nell'ultimo anno e il numero di piattaforme attive e non attive è molto elevato se confrontato con quello di altri contesti esteri e con l'estensione del mercato. Data l'alta concorrenza, le piattaforme hanno adottato strategie di diversificazione proponendo alternative nuove. Alcune piattaforme si presentano come generaliste, permettono a qualsiasi individuo di usufruire dei servizi offerti e valutano le diverse proposte delle società emittenti, a prescindere dal settore di appartenenze; altre ancora sono riservate ad una cerchia ristretta del *crowd*, che generalmente paga una *fee* per usufruire dei servizi della piattaforma; altre ancora sono dette verticali e si occupano di promuovere i progetti di imprese che operano in ambiti specifici. Le campagne collocate dal momento in cui la normativa è stata presentata fino al termine del primo semestre del 2019 sono 401, di cui 261 concluse con successo, 103 con esito negativo e 37 ancora in corso. Il tasso di successo è sempre cresciuto dal 2014 e, al 30 Giugno 2019, si attesta intorno al 71,7%. In particolare, nel 2018 si è registrato un tasso di successo superiore all'80% e, nel primo semestre del 2019, pari al 75%. Se già il 2018 è stato un anno in cui si è assistito a un'importante crescita del mercato con 143 collocamenti, il 2019 si avvia a battere il risultato giacché che nel primo semestre sono state già concluse 88 campagne di cui 66 con esito positivo. Un dato interessante riguarda la crescita del grado di concentrazione delle campagne in pochi portali, nonostante il progressivo aumento negli anni del numero di gestori autorizzati. I primi sei portali, per numero di progetti pubblicati, ne assorbono il 79,3%. Il capitale raccolto complessivamente, al 30 Giugno 2019, è pari a 82,27 milioni di €, di cui 36,39 milioni raccolti durante il 2018 e 26,87 milioni nel primo semestre del 2019. Il valore medio raccolto a livello di singola campagna, se si considera tutto il campione, è di 191.956 €, con un valore minimo di 20.000 € e un valore massimo di 3 milioni di €. I dati relativi al capitale totale raccolto, al valore medio, minimo e massimo di raccolta per i diversi anni sono mostrati nelle tabelle seguenti:

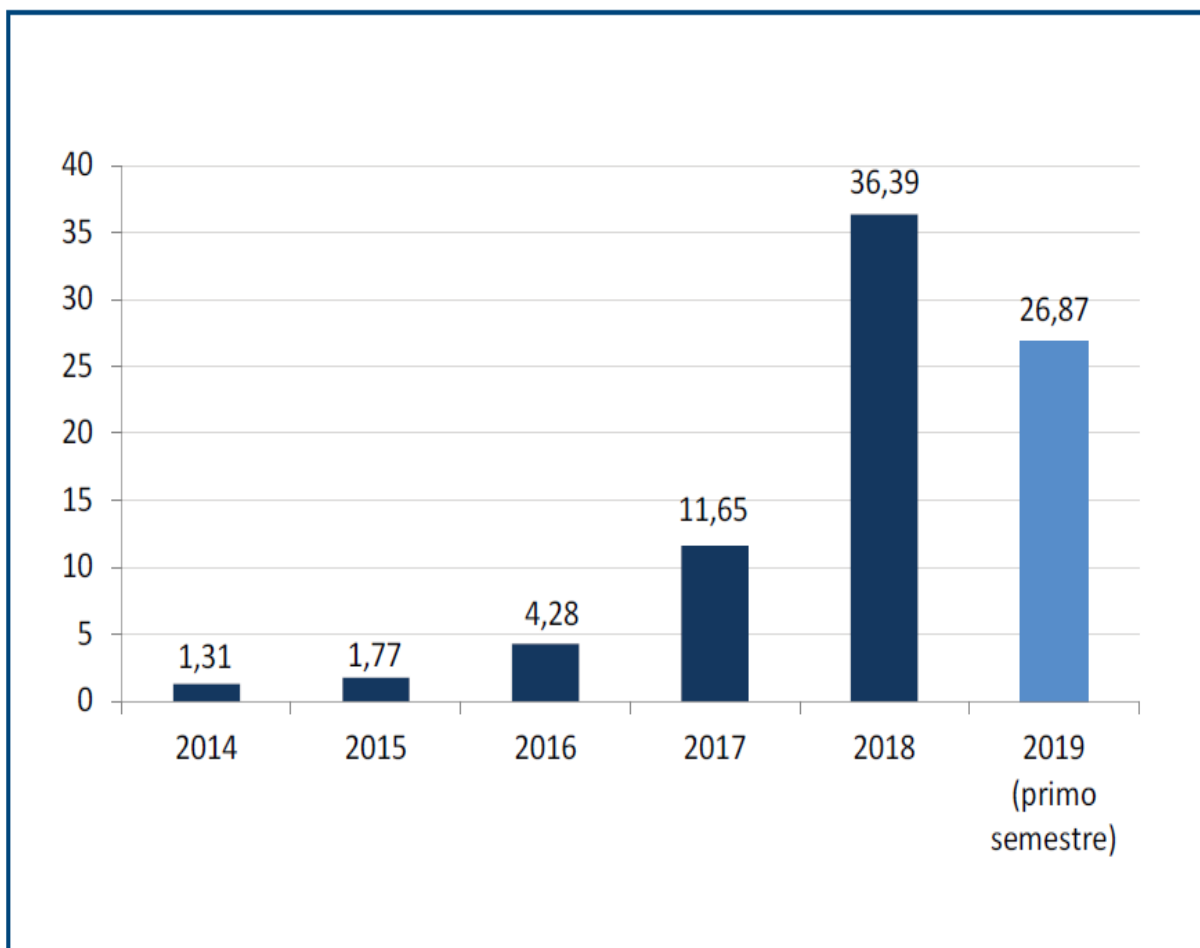


TABELLA 2.1; Flusso di raccolta annuale delle 261 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo. Valori in milioni di € Fonte: 4° Report italiano sul Crowdfunding, Osservatorio del Politecnico di Milano.

Target di raccolta medio (€)	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Progetti non immobiliari	191.956	100.000	20.000	3.000.000
2014	284.745	250.000	99.200	636.000
2015	421.201	325.000	80.000	1.000.227
2016	210.233	149.980	50.000	720.000
2017	174.001	120.000	40.000	1.507.908
2018	182.477	100.000	36.000	3.000.000
2019 (primo semestre)	139.027	100.000	20.000	1.000.000
Progetti immobiliari	664.231	500.000	85.000	1.500.000
2018	500.000	500.000	500.000	500.000
2019 (primo semestre)	927.000	1.000.000	85.000	1.500.000

Tabella 2.2; Statistiche sulle 401 campagne di equità crowdfunding concluse. Fonte: 4° Report italiano sul Crowdfunding, Osservatorio del Politecnico di Milano.

Nella tabella 2.2 i valori relativi ai progetti immobiliari sono trattati separatamente dai progetti non immobiliari, visto i più elevati volumi di raccolta dei primi rispetto ai secondi.

I portali che si distinguono per capitale raccolto negli ultimi 12 mesi sono Mamacrowd, Crowdfundme e Walliance; i primi due già da tempo ai vertici della classifica, il terzo, per la prima volta, si classifica secondo con una raccolta di 8,5 milioni di € solo nell'ultimo anno. Le imprese emittenti sono in totale 369, in prevalenza *startup* innovative e la loro distribuzione geografica rimane pressoché invariata, con il Nord Italia che vanta il maggior numero di emittenti. Alta la concentrazione in Lombardia e nello specifico nella città di Milano.

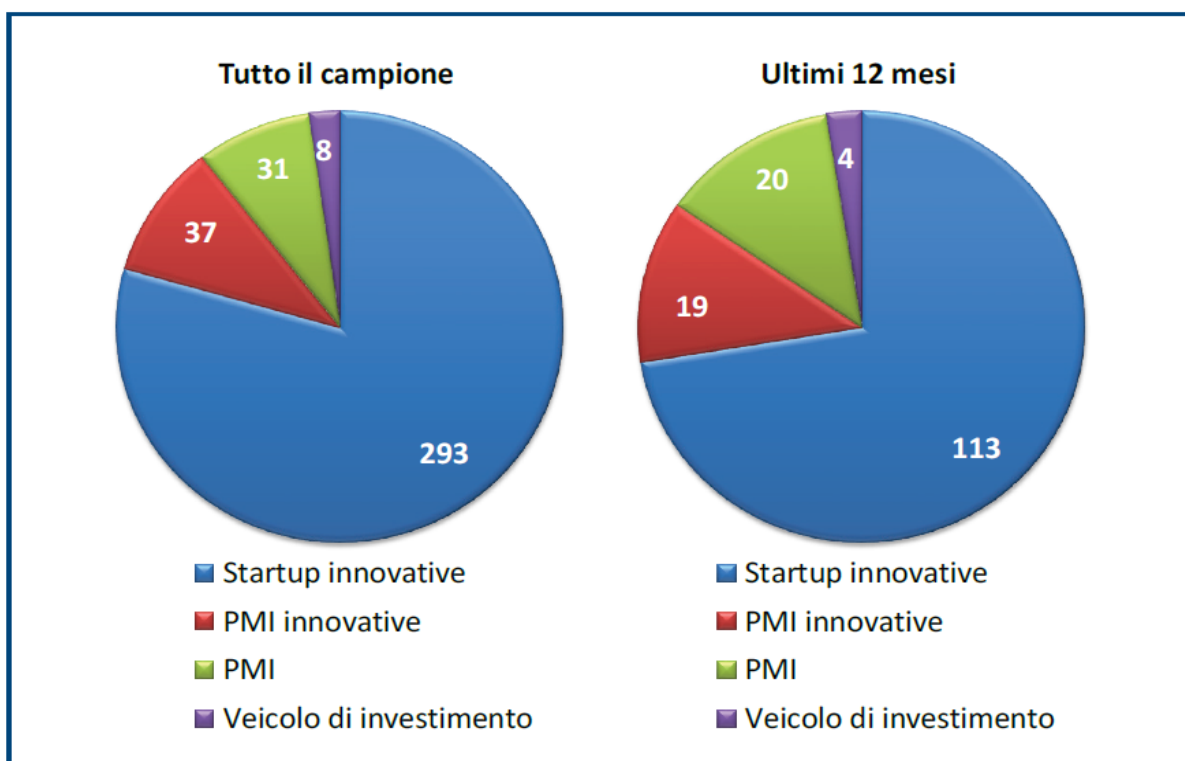


Tabella 2.3; Tipologia societaria delle 369 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizza da Consob al 30/06/2019. Fonte: 4° Report italiano sul Crowdfunding, Osservatorio del Politecnico di Milano.

A differenza degli anni passati diminuisce il numero di sottoscrittori che investono meno di 499 € (25,1%), cresce invece quello di coloro che investono una cifra compresa fra 500 e 999 € (25%). Il 30% investe una somma compresa fra 1000 e 5000 €, mentre gli investimenti più consistenti sono effettuati principalmente da investitori professionali e *business angel*. A cinque anni dal lancio della prima campagna di *equity crowdfunding*, è possibile analizzare i bilanci delle società che hanno deciso di finanziarsi tramite questo strumento, ponendo *focus* sui ricavi da fatturato, su EBITDA e sull'utile netto. Le dinamiche inerenti a questi tre valori confermano quanto già rilevato nel 2018. I ricavi da fatturato crescono leggermente, il margine operativo lordo tende a diventare negativo a causa degli ingenti investimenti che le imprese emittenti sostengono e l'utile netto è generalmente negativo e quando è positivo è di valore contenuto. Le *performance*, nella maggior parte dei casi, si collocano al di sotto delle aspettative, soprattutto se si considera il differenziale tra fatturato effettivo e previsto. L'Italian Equity Crowdfunding Index, al 1 Luglio 2019, mostra un valore di 109,43, più basso rispetto quello

che aveva l'1 Luglio 2018. Necessario è tenere a mente che questo indice misura il rendimento potenziale e un apprezzamento teorico che diverrà effettivo solo nel caso in cui i titoli verranno ceduti a terzi, operazione resa difficile dalla mancanza di un vero e proprio mercato secondario. A tal proposito sono diverse le piattaforme autorizzate che stanno investendo al fine di creare un vero e proprio mercato parallelo per la compravendita delle quote acquisite tramite operazioni di *equity crowdfunding*.

La crescita dell'*equity crowdfunding* registrata nell'ultimo periodo dipende prevalentemente dallo sviluppo del comparto *real estate* e dalla chiusura con successo di campagne che hanno raccolto "cifre a 6 zeri". Per i prossimi anni è prevista una progressiva crescita del settore, come già avvenuto in passato. Le piattaforme dovranno implementare le strategie più opportune data l'elevata concorrenza che caratterizza il settore dovuta al consistente numero di portali attivi e iscritti presso il registro Consob. Le aspettative per il futuro sono positive; sono infatti attesi un perfezionamento e consolidamento del mercato, con l'uscita di alcune piattaforme e l'entrata di altre con modelli di business nuovi.

CAPITOLO 3

Il progetto iSkilled e il Crowdfunding

In questo capitolo viene presentata l'analisi di un caso aziendale. Nello specifico viene presa in esame l'impresa Cesynt Advanced Solutions S.r.l, raccogliendo informazioni mediante un'intervista telefonica con l'amministratore della società, Armando Miele, mediante la consultazione dei documenti che compongono il bilancio e analizzando il *business plan* della società pubblicato in occasione del primo round di raccolta condotto sulla piattaforma Opstart; inoltre, tramite una ricerca sulle potenzialità di crescita del settore in cui l'impresa opera, si cerca di mettere in evidenza le possibilità di crescita futura dell'impresa stessa. L'obiettivo principale dell'analisi è quello di far risaltare gli elementi che stanno alla base del successo di una campagna di *equity crowdfunding*, analizzando il caso di un'impresa che, un anno dopo la chiusura della prima campagna, riesce a generare risultati positivi importanti, facendo crescere il proprio valore e distribuendo ai soci parte dell'utile prodotto sotto forma di dividendi, una ricompensa per l'investimento effettuato. L'evoluzione che il mercato dell'*equity crowdfunding* sta attraversando ha fatto sì che crescesse in maniera consistente negli ultimi cinque anni, sia in termini di capitale raccolto che in termini di campagne concluse. Le novità normative, che hanno permesso, tra le altre cose, a nuove categorie di imprese di finanziarsi attraverso lo strumento dell'*equity crowdfunding*, sono state fondamentali per la diffusione del fenomeno. Nonostante il successo, l'utilizzo di questo strumento comporta dei rischi sia per l'imprenditore della società emittente che per gli investitori. Il rischio di perdere la somma di denaro investita e di non avere un ritorno economico dal finanziamento del progetto è molto elevato a causa dell'alto tasso di fallimento che connota le piccole imprese. L'impossibilità da parte degli investitori di liquidare facilmente la propria quota a terzi è stato uno degli elementi che in passato ha aumentato il rischio connesso all'investimento in una *start up* o PMI; l'illiquidità dell'investimento era dovuta alla mancanza di un mercato secondario regolamentato per lo scambio dei titoli acquisiti attraverso lo strumento dell'*equity crowdfunding*. I costi da sostenere per la quotazione su uno dei mercati nei quali si scambiano gli strumenti finanziari delle piccole e medie imprese sono troppo elevati se comparati alla disponibilità finanziaria delle stesse

società. Grazie però alla direttiva europea 2014/65/UE, attuata nel 2018, che abbassa i costi tipici del processo di IPO, si dà alle PMI la possibilità di offrire i propri strumenti finanziari al pubblico risparmio. Sulla scia di questa novità normativa, la piattaforma Opstart ha predisposto una campagna di *Crowdlisting*, mediante un percorso di medio termine, suddiviso in fasi, che inizia con la pubblicazione di una campagna di *equity crowdfunding* sul portale e si conclude con la quotazione dell'impresa emittente su Euronext, un mercato che, potenzialmente, ha dimensioni maggiori rispetto ad AIM. Protagonista della campagna è l'impresa *Cesynt Advanced Solutions S.R.L.*, con il progetto *iSkilled*, che ha già condotto una campagna di *equity crowdfunding* nel 2018, raccogliendo capitale per un totale di 250.000 €. Dato il buon esito ottenuto in quell'occasione ha deciso di rivolgersi nuovamente alla piattaforma Opstart per un secondo *round* di raccolta e per allargare il bacino di potenziali investitori attraverso la quotazione su *Euronext*. La presentazione della campagna di *crowdlisting* è avvenuta il 27 Giugno del 2019 e l'impresa si è posta l'obiettivo di raccogliere un milione di €, che saranno funzionali alla sua quotazione.

La *Cesynt Advanced Solutions*, oltre a essere la prima impresa ad aver presentato una campagna di *crowdlisting*, è anche l'unica PMI ad aver distribuito dividendi dopo la conclusione di una campagna di *equity crowdfunding*. Per comprendere gli elementi alla base del successo di questo progetto imprenditoriale è necessario ripercorrere la storia dell'azienda, ponendo il *focus* sul *software iSkilled* e sulle due campagne presentate.

La Cysent Advanced Solutions Srl

Nel 2010, Galiano Nello, Miele Armando e Miele Donatella costituiscono la *Cesynt Advanced Solutions S.r.l.*, una società a responsabilità limitata che opera nel settore della formazione continua obbligatoria e dell'analisi bancaria. È una società di consulenza e di servizi ICT e nel tempo ha creato *web applications* e *software*, altamente innovativi, per la gestione dei suoi *business*. Data la natura dei suoi prodotti, nel 2017 si è iscritta presso il registro delle PMI innovative. Particolarmente importante per la crescita e lo sviluppo dell'azienda è stata la creazione di un *learning management system (LSM)*, denominato *iSkilled*, che si presenta come una piattaforma *e-learning* che permette agli utenti, pur privi di competenze informatiche specifiche, di creare corsi in maniera semplice e veloce. Il *software* inoltre permette all'azienda di gestire in proprio il portale 'formazioneprofessionista.it', che oggi genera 600.000 € di fatturato. L'impresa propone corsi formativi accreditati in linea con le disposizioni degli Ordini Nazionali di Categoria e la normativa vigente per avvocati, ingegneri, periti industriali, architetti e geometri; corsi che, attraverso la modalità *e-learning* e un *software* all'avanguardia, sono fruibili su diversi dispositivi, mobili e fissi, e su diversi sistemi operativi (Ios e Android).

Al fine di creare contenuti di alta qualità, la *Cesynt* collabora con figure illustri nel campo accademico e nel loro settore di competenza. La società riesce a fornire un servizio completo ai clienti grazie anche ai numerosi contatti con enti stranieri riconosciuti nel settore della formazione.

Per operare nel settore dell'analisi bancaria, l'impresa ha anche sviluppato il *software* Mela grazie al lavoro e all'ausilio di esperti nella consulenza bancaria. Mela è usufruibile direttamente dal *web*, non richiede alcuna installazione e permette, in maniera semplice e veloce, il calcolo del tasso di interesse, del TAEG (tasso annuo effettivo globale) e del piano di ammortamento; inoltre rileva eventuali irregolarità nei contratti di mutuo e *leasing* stipulati con gli istituti di credito. La finalità perseguita è quella di semplificare il lavoro di commercialisti e professionisti contabili. Nel corso degli anni le funzionalità del *software* sono state migliorate dallo sviluppo di MelaBank, una *web application* che dà agli utilizzatori la più ampia libertà riguardo ai criteri di ricalcolo sui conti correnti.

iSkilled

Un *learning management system* è una piattaforma che mette insieme formazione formale, esperienziale e sociale al fine di supportare i processi di apprendimento; permette inoltre agli utenti di gestire in maniera centralizzata e di implementare i programmi formativi. *iSkilled* è il LMS creato dalla *Cesynt Advanced Solutions* Srl nel 2013 e si propone come una multipiattaforma capace di soddisfare i bisogni di diverse tipologie di clienti, gestendo la loro offerta formativa, arricchendola con corsi accreditati, mettendo a disposizione degli utenti gli strumenti necessari alla creazione e all'erogazione di corsi *e-learning*. Al fine di rispondere alle specifiche necessità dei clienti, il *software* si compone di 4 versioni differenti:

iSkilled Pro, è la versione rivolta alle aziende che devono formare i propri dipendenti. Ha rivoluzionato il campo della formazione professionale giacché permette di creare il proprio sito di *e-learning* e di erogare corsi *online*, in maniera semplice e conveniente, abbattendo i costi. Con *iSkilled PRO* l'azienda cliente potrà gestire, in maniera integrata, l'intera formazione del proprio organico aziendale, monitorando costantemente l'efficacia dello strumento e i risultati raggiunti dai dipendenti. Il costo che gli utenti sostengono è proporzionale al numero di corsi erogati e al numero di utenti attivi, non vi è infatti nessuna *fee* da pagare per l'utilizzo e l'installazione del *software*;

iSkilled Affiliate, è la versione che permette di ampliare la propria offerta formativa servendosi di esperti del settore dell'*e-learning* e creando corsi da inserire nel proprio sito senza sostenere alcun investimento, ovvero a costo zero. *iSkilled* si occupa del pagamento, della fatturazione e degli aspetti tecnici, mentre l'utente ha a disposizione un semplice pannello di controllo per

gestire corsi ed alunni. Con *I-Affiliate*, impresa e cliente diventano *partner* e la *Cesynt* ottiene una percentuale sulle vendite dei corsi;

iSkilled Creator, è la versione rivolta ai clienti che già possiedono un sito *e-learning* e vogliono creare nuove lezioni con estrema facilità, senza ricorrere a personale tecnico qualificato. Usufruento di questo strumento i clienti potranno creare corsi interattivi integrandoli con video, *slides* sincronizzate con il testo e quiz volti a verificare il livello di apprendimento acquisito. Inoltre la tecnologia *High Performance Streaming* (HPS) è incorporata nelle lezioni *e-learning* e ciò garantisce un'elevata qualità del servizio. Per l'utilizzo dello strumento gli utenti pagano una *fee* mensile fissa;

iSkilled Modular, è la versione che mette a disposizione degli utenti molteplici strumenti per creare la piattaforma *e-learning* che si adatta meglio alle loro esigenze. Attraverso questo strumento sarà possibile, infatti, creare il modello più remunerativo, dando sfogo alla propria creatività. È previsto il pagamento di un canone fisso mensile per usufruire del servizio.

La *sales strategy* di *iSkilled* è altamente concorrenziale e permette alla *Cesynt* di offrire i propri strumenti a un prezzo inferiore rispetto alla media di mercato.

iSkilled presenta diverse caratteristiche innovative come l'immediatezza della creazione di un sito *e-learning*, la portabilità sia su dispositivi mobili che fissi, la tecnologia HPS, la biometria per il riconoscimento facciale, la realtà aumentata e il supporto di dispositivi indossabili, che lo rendono la piattaforma *e-learning* più completa e performante del mercato italiano.

Il mercato dell'*e-learning* è, negli ultimi anni, in evoluzione ed espansione. La flessibilità, il risparmio di tempo, l'abbattimento dei costi sono gli elementi che concorrono al successo del servizio. Le previsioni stimano che il valore del mercato possa essere di 240 miliardi di \$ entro il 2023. Si registrano miglioramenti anche nell'*user experience* grazie alle migliori abilità sviluppate dalle imprese che erogano corsi *e-learning*. Allo stesso modo anche il mercato dei LMS è in netta crescita e oggi il suo valore supera i 3 miliardi di \$. In particolare, con attenzione a *iSkilled*, si stima che in futuro possa offrire servizi *e-learning* in tutti i settori della formazione, data la crescita della domanda.

La prima campagna di *Equity Crowdfunding*

Cesynt ha ideato il *software iSkilled* nel 2013 e sin dall'anno successivo ha destinato gli utili ricavati allo sviluppo e al perfezionamento del prodotto. Nel 2018, conscia delle potenzialità del progetto, l'impresa ha deciso di ricorrere a fonti di finanziamento straordinarie, rivolgendosi al mercato dell'*equity crowdfunding* per raccogliere i fondi necessari per investire ulteriormente. Il 07/03/2018 viene presentata sulla piattaforma Opstart la campagna *iSkilled*; l'offerta è rivolta sia a persone fisiche che giuridiche; in generale è rivolta a qualsiasi investitore

autorizzato a investire sul territorio italiano. Al momento della pubblicazione del progetto sul sito di Opstart, il capitale sociale dell'impresa ammontava a 10.000 € ed il valore *pre-money* dell'azienda (il valore prima dell'inizio della raccolta) era di 750.000 €. L'obiettivo di raccolta totale è di 250.000 €, di cui nominali 3.333,33 € e 246.666,67 € di sovrapprezzo, corrispondenti al 25% del capitale sociale. L'offerta di sottoscrizione è divisa in due *tranche*, la prima inscindibile e la seconda scindibile. La prima *tranche* equivale a 100.000 €, di cui nominali 1.333,33 € e 98.666,67 € di sovrapprezzo, corrispondenti all'11,76% del capitale sociale; affinché la campagna venga conclusa con successo è necessario che l'impresa raggiunga l'obiettivo minimo di raccolta, che è pari alla *tranche* inscindibile. La restante parte dell'obiettivo di raccolta totale costituisce la *tranche* scindibile dell'offerta ed equivale a 150.000 €, di cui nominali 2.000 € e 148.000 € di sovrapprezzo. La buona riuscita della campagna non dipende unicamente dal raggiungimento dell'obiettivo minimo di raccolta, che è equivalente alla *tranche* inscindibile; è anche necessario, infatti, che il 5% degli strumenti finanziari offerti in totale sia sottoscritto da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* o PMI innovative. La sottoscrizione minima, a livello di singolo investitore, è di 250,00 € e corrisponde a una quota variabile del capitale sociale; la quota ceduta per singola sottoscrizione dipende infatti dal totale del capitale raccolto durante la campagna. La tipologia delle quote offerte dalla *Cesynt Advanced Solutions S.r.l.* rientra nella categoria B, con diritto di voto, prive del diritto di prelazione e con diritto di percepire un dividendo sul fatturato, la cui percentuale è decisa dall'assemblea dei soci. Data l'illiquidità dei titoli acquisiti dai soci di minoranza, dovuta alla mancanza di un mercato secondario regolamentato, l'offerente ha inserito nello statuto societario il diritto di co-vendita al fine di tutelare i soci minoritari nel caso in cui i soci di maggioranza decidessero di alienare la propria quota a terzi. Il diritto di co-vendita assicura ai soci la possibilità di vendere la propria quota nel caso in cui il controllo della società dovesse cambiare, passando nelle mani di altri soggetti rispetto ai soci fondatori dell'impresa. Nel *business plan*, pubblicato dalla *Cesynt* sulla piattaforma Opstart, viene presentato un piano di *marketing* relativo ai 24 mesi successivi alla conclusione della campagna che pone come obiettivo principale quello di consolidare la presenza dell'impresa nei mercati ancora non presidiati dai *competitors*. Per perseguire questo obiettivo, gli sforzi saranno concentrati nel creare un'immagine aziendale e del prodotto decisamente forte e, parallelamente, nel rafforzare la struttura commerciale, in modo da aumentare i contatti con le organizzazioni potenzialmente interessate a usufruire dei servizi offerti. Il 75% del capitale raccolto dall'impresa tramite la campagna di *equity crowdfunding* è destinato allo sviluppo commerciale e promozionale del *software iSkilled*, in particolare attraverso l'assunzione di agenti di vendita e la predisposizione di attività di *marketing* volte ad aumentare la *brand*

awareness del prodotto. Il restante 25% è invece destinato allo sviluppo di funzionalità innovative, grazie all'utilizzo di tecnologia all'avanguardia, per migliorare la qualità del prodotto. Sul sito della piattaforma Opstart, la *Cesynt* ha, inoltre, pubblicato i valori più significativi del conto economico relativi agli anni 2014, 2015 e 2016 e il bilancio del 2017. Comparando i diversi dati e analizzandoli è possibile mettere in evidenza la crescita dell'azienda negli ultimi quattro anni; i ricavi sono quasi raddoppiati, erano pari a 538.167 € nel 2014 e sono pari a 918.082 € nel 2017, a dimostrazione della capacità dell'azienda di attirare nuovi clienti e di aumentare le vendite; EBITDA ed EBIT hanno mostrato una crescita ancora superiore, il loro valore ammontava rispettivamente a 87.390 € e 20.117 € nel 2014 e ammonta a 359.875 € e 284.867 € nel 2017. Il fine perseguito dall'impresa, attraverso la pubblicazione di questi dati, è stato quello di mostrare ai potenziali investitori la capacità di aumentare i propri margini, ottenendo risultati positivi e sempre migliori anno dopo anno. Il progetto presentato aveva tutte 'le carte in regola' per attirare gli investitori e completare l'obiettivo di raccolta totale, raccogliendo 250.000 € e così è stato; tuttavia, come dichiarato dall'attuale amministratore dell'azienda, Armando Miele, nei primi giorni dal lancio della campagna non è stato riscontrato il successo sperato, giacché i potenziali sottoscrittori erano restii a investire in una PMI già consolidata. Si pensava che un'azienda come la *Cesynt* non potesse registrare per gli anni a venire gli stessi tassi di crescita che invece potevano registrare aziende più piccole, come ad esempio le *start-up*. Il tempo ha dato però ragione a chi ha creduto nel progetto, finanziandolo; oggi, poco prima del lancio della seconda campagna, il valore dell'azienda è cresciuto di circa 9 volte rispetto a quello che aveva nel 2018 e ammonta a 9 milioni di €.

Lo strumento innovativo: il Crowdfunding

Nel 2019 l'impresa ha nuovamente bisogno di ricorrere a fonti di finanziamento alternative rispetto all'autofinanziamento e al credito bancario e, dato il successo ottenuto dalla prima campagna di *equity crowdfunding*, decide di rivolgersi nuovamente al *crowd* tramite la piattaforma Opstart. Vi è però un'importante novità, l'impresa usufruirà di uno strumento innovativo, il *crowdfunding*. Per la prima volta nella storia verrà utilizzato questo modello di raccolta di capitale che si presenta come un percorso di medio-lungo termine suddiviso in 4 fasi e che ha come fine ultimo la quotazione dell'impresa su *Euronext*, un mercato secondario regolamentato per lo scambio di strumenti finanziari.

Nel primo *step*, Opstart verificherà che l'impresa offerente abbia i requisiti di fattibilità per la quotazione su *Euronext*; nel secondo *step*, la società effettuerà la campagna sulla piattaforma; nel terzo *step*, una volta conclusa la campagna, e nel caso in cui si fosse raggiunto il *target* minimo di raccolta, Opstart sottoporrà il progetto ai gestori del portale *Euronext*; nel quarto e

ultimo *step*, se il progetto venisse approvato, la società protagonista della campagna di *crowdfunding* potrebbe quotarsi su uno dei mercati facenti parte della *holding Euronext NV*.

Il vantaggio del quotarsi su *Euronext*, mercato europeo, piuttosto che su piattaforme nazionali, come ad esempio AIM Italia, è dato dalla possibilità di rivolgersi a un bacino di potenziali investitori maggiore rispetto a quello italiano. Attraverso lo strumento del *crowdfunding*, gli strumenti finanziari acquisiti potranno essere velocemente alienati a terzi. La liquidità dell'investimento e la sua più semplice e conveniente trasferibilità, poiché non è più necessario sostenere i costi di trasferimento e di notaio, consentirà di attirare sempre più investitori professionali e *retail*, che possono facilmente recuperare il denaro investito tramite operazioni di compravendita *intraday*. L'obiettivo principale che si persegue è quello di aiutare le piccole e medie imprese tecnologiche a reperire il capitale necessario per poter implementare investimenti, perseguire un percorso di crescita stabile e superare i confini nazionali, rivolgendo la propria offerta anche nei mercati esteri. Bisogna tenere a mente che sono proprio le imprese innovative a necessitare di ingenti somme di denaro da investire e ciò soprattutto nei primi mesi dalla costituzione, giacché fatturato e utile sono spesso contenuti.

A dare il via allo sviluppo dello strumento finanziario del *crowdfunding* è stata l'attuazione, nel corso degli ultimi anni, di direttive e leggi, sia a livello comunitario sia a livello nazionale, che hanno apportato importanti novità normative. In particolare, il 3 Gennaio 2018, viene attuata la direttiva europea 2014/65/UE (MiFID 2) che ha come fine quello di agevolare la crescita e l'accesso delle PMI a nuove fonti di finanziamento; si semplifica il processo che permette alle piccole e medie imprese di offrire strumenti finanziari al pubblico risparmio. Prima dell'attuazione di questa direttiva, i costi da affrontare per le IPO erano il principale deterrente alla quotazione delle PMI in mercati regolamentati, e ciò vale almeno per 4 PMI italiane su 10 quotate presso il portale AIM, come si evince da una ricerca effettuata dalla società di consulenza Irtop. Nel 2018, la MiFID 2 ha introdotto una nuova categoria di MTF (*Multilateral Trading Facility*), mercati per la crescita delle PMI, nei quali le società emittenti possono reperire capitale dal pubblico risparmio, a costi ridotti rispetto al passato. Gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI e funzionali alla quotazione sono minori in questi mercati e, allo stesso tempo, vi è grande attenzione alla tutela dell'investitore. Con riguardo alla normativa italiana, la legge di Bilancio 2018 prevede un credito di imposta equivalente al 50% dei costi di IPO per le PMI che si quotano su uno dei mercati autorizzati e ciò semplifica ulteriormente l'accesso al finanziamento per queste imprese.

La campagna di *Crowdfunding*

La *Cesynt Advanced Solutions* Srl nel 2019 ha la necessità di reperire le risorse finanziarie per poter implementare attività di *marketing* volte all'entrata in nuovi mercati e per migliorare il *software iSkilled*. Nello specifico l'impresa vuole sviluppare alcune funzionalità delle LMS che possano sfruttare al meglio la tecnologia della realtà aumentata; allo stesso tempo, la società vuole integrare i corsi *e-learning* con lo strumento del *gamification*. Una definizione che riesce a spiegare chiaramente la tecnica del *gamification* viene pubblicata sul sito 'gamification.it' e risulta essere la seguente: «la *gamification* è un insieme di regole mutuare dal mondo dei videogiochi, che hanno l'obiettivo di applicare meccaniche ludiche ad attività che non hanno direttamente a che fare con il gioco; in questo modo è possibile influenzare e modificare il comportamento delle persone, favorendo la nascita ed il consolidamento di interesse attivo da parte degli utenti coinvolti verso il messaggio che si è scelto di comunicare, sia questo relativo all'incremento di *performance* personali o più in generale alle performance d'impresa».

Per reperire questi fondi l'impresa decide di rivolgersi nuovamente al *crowd*, tramite la piattaforma Opstart. Lo strumento utilizzato questa volta è differente rispetto al primo *round* di raccolta ed è quello del *crowdfunding*. Nonostante ciò, la prima fase del modello del *crowdfunding* consiste in una campagna di *equity crowdfunding*, con la quale l'impresa ha l'obiettivo di raccogliere 1.000.000 €. La data del lancio della campagna non è ancora stata fissata, ma sarà sicuramente successiva alla delibera di aumento di capitale che si terrà il 7 ottobre di quest'anno, come dichiarato dall'amministratore dell'azienda, Armando Miele, in un'intervista telefonica. L'amministratore precisa, nella stessa intervista, che la raccolta di 1.000.000 € sarà funzionale alla quotazione su *Euronext* e che in quel momento il valore dell'azienda dovrebbe aggirarsi intorno ai 10 milioni di €. La quota di capitale offerta sarà pari al 10%, la sottoscrizione minima è di 500 €, che corrisponde a una quota variabile del capitale sociale; tale quota dipenderà dal totale raccolto al termine della campagna. Come per la prima campagna pubblicata dalla *Cesynt*, anche in questo caso l'obiettivo di raccolta si divide in una *tranche* inscindibile e in una scindibile; la prima ammonta a 250.000 € e corrisponde all'obiettivo minimo di raccolta, il raggiungimento di tale somma sarà necessario al perfezionamento della transazione e alla conclusione con successo della campagna. La seconda *tranche* ammonta a 750.000 €, ed essendo scindibile, non determina la buona riuscita della campagna. Un'altra novità che potrebbe rendere unica la campagna riguarda l'eventualità di condurre la campagna stessa su più di una piattaforma contemporaneamente. Tale possibilità non è prevista dalla normativa riguardante l'*equity crowdfunding*, tuttavia non è vietata. “Stiamo facendo tutti gli accertamenti per verificare la possibilità di condurre la campagna di *equity* su più di una piattaforma, al fine di aumentare la probabilità di raggiungere l'obiettivo totale di raccolta”, è

quanto dichiarato da Armando Miele durante l'intervista telefonica. Emerge inoltre che la conclusione della campagna con esito positivo e la successiva quotazione della *Cesynt* su *Euronext* permetterebbe all'impresa di entrare nel mercato di lingua inglese e spagnola, aumentando di molto il numero di potenziali clienti e conseguentemente i ricavi.

Considerazioni conclusive

Il presente lavoro ha avuto ad oggetto la tematica dell'equity crowdfunding, un nuovo sistema di raccolta del capitale che permette alle aziende di proporsi tramite piattaforme online autorizzate dalla Consob al 'crowd'. Chi investe tramite lo strumento dell'equity crowdfunding ottiene una quota partecipativa commisurata alla somma di denaro investita e condivide con l'impresa il rischio della stessa.

Dopo aver presentato le principali caratteristiche e l'evoluzione regolamentare del fenomeno, è stato preso in esame un caso aziendale, ritenuto adatto per mettere in evidenza gli elementi più importanti e che determinano la conclusione con successo delle campagne di equity crowdfunding.

Ripercorrendo brevemente la storia della Cesynt Advanced Solutions Srl è possibile mettere in risalto la capacità dell'azienda di proporsi ai potenziali investitori in modo da raccogliere il capitale necessario all'implementazione della strategia aziendale. Il prodotto su cui si basa il business primario dell'impresa è un *learning management sistem*, altamente innovativo, che richiede ingenti investimenti per essere potenziato e migliorato; la natura dell'impresa, che si presenta sotto la forma di una PMI innovativa, impone alla Cesynt di investire gran parte delle risorse a disposizione in attività di ricerca e sviluppo. Il successo che ha contraddistinto la prima campagna di *equity crowdfunding* si deve all'abilità da parte dell'amministratore e dei dirigenti dell'azienda di avviare una serie di attività di marketing antecedenti la pubblicazione del progetto su Opstart che hanno permesso di far conoscere l'impresa e le sue potenzialità. Sul sito della piattaforma sono stati inoltre pubblicati molteplici documenti fra i quali il bilancio, il *business plan*, il documento di offerta e lo statuto che hanno dato agli investitori la possibilità di valutare da sé la convenienza economica dell'investimento; la trasparenza, tipica dello strumento dell'*equity crowdfunding*, e l'abilità dell'impresa di comunicare al *crowd* le informazioni rilevanti hanno svolto un ruolo fondamentale nel successo della raccolta.

L'analisi del mercato in cui l'impresa opera, le cui informazioni sono state pubblicate dalla stessa Cesynt nel *business plan*, permette di fare delle previsioni sulla crescita futura della domanda di corsi e-learning; l'impresa, internazionalizzandosi e sviluppando ulteriormente il proprio software iSkilled, avrebbe la possibilità di accrescere sensibilmente il numero di clienti e conseguentemente i ricavi da fatturato. Nell'anno che intercorre tra la conclusione della prima campagna ed il lancio della seconda, l'impresa ha registrato una forte crescita del proprio valore, dei ricavi e degli utili; anche valori come l'EBIT e l'EBITDA sono cresciuti molto. Gli investitori hanno quindi visto aumentare il valore del proprio investimento ed ottenuto un ritorno economico in seguito alla decisione dell'impresa di redistribuire parte dell'utile

prodotto. Tale scelta, è discutibile dal punto di vista strategico in quanto il reinvestimento dell'utile prodotto al fine di sviluppare il software iSkilled è di fondamentale importanza per un'impresa come Cesynt, che punta ad accrescere la propria quota di mercato puntando sulla qualità dei propri prodotti; tuttavia, la stessa decisione dà all'impresa un importante primato italiano, quello di essere stata la prima azienda a distribuire parte dell'utile prodotto in seguito alla conclusione di una campagna di *equity crowdfunding*. Considerando entrambi gli aspetti di questa scelta l'impresa potrebbe risultare più attrattiva agli occhi dei potenziali investitori durante la seconda campagna di raccolta. I risultati positivi registrati dall'impresa la incoraggiano a proporsi nuovamente per un secondo round di raccolta, questa volta usufruendo di uno strumento innovativo, quello del *crowdlisting*.

La scelta di utilizzare questo modello persegue un triplice scopo, che ha a che vedere con la quotazione su Euronext, un mercato regolamentato per lo scambio di titoli azionari di respiro europeo:

- Il primo scopo è quello di far crescere notevolmente il bacino di potenziali investitori, l'impresa avrebbe infatti la possibilità di raccogliere capitale su questo mercato;
- Il secondo scopo è quello di diminuire il rischio connesso all'investimento in una campagna di *crowdfunding*. L'investimento diventa infatti liquido e i soci hanno la possibilità di alienare il titolo partecipativo anche in operazioni *intraday*;
- il terzo scopo è quello di aumentare il numero di clienti grazie all'entrata nel mercato di lingua inglese e spagnolo e questo è uno degli obiettivi di breve/medio termine dell'impresa, come evidenziato dall'amministratore Armando Miele in un'intervista telefonica.

Grazie alla prima campagna, l'impresa ha maturato una certa esperienza che le sarà utile per la presentazione della seconda ; inoltre, il successo ottenuto ha permesso alla Cesynt di creare attorno a sé un'importante community e di effettuare un importante test per verificare la validità del progetto.

Se il secondo round di raccolta dovesse chiudersi con successo, l'impresa avrebbe le risorse finanziarie necessarie per portare a compimento una serie di obiettivi strategici fra i quali vanno evidenziati lo sviluppo del software ed in particolare dello strumento della *realtà aumentata* e del *gamification*, e la creazione di corsi, da proporre ai clienti sulla propria piattaforma Formazioneprofessionista volti a soddisfare i bisogni di un numero sempre maggiore di categorie professionali.

L'*equity crowdfunding* è un ottimo strumento per raccogliere capitale proponendosi ad un'ampia platea di investitori. I vantaggi principali che si ricercano conducendo una campagna di *equity crowdfunding* riguardano:

- la possibilità di condividere il rischio di impresa con un alto numero di soci, attirando all'interno dell'impresa soggetti dotati di competenze fondamentali per lo sviluppo della stessa;
- la possibilità di effettuare un test di mercato sulla validità del progetto e dei prodotti dell'impresa. Il successo di una campagna fornisce un *feedback* positivo che guida i dirigenti dell'azienda nelle scelte future;
- la possibilità di farsi conoscere e creare una community intorno all'impresa e ai suoi prodotti;

Tuttavia è bene mettere in evidenza quelli che sono i rischi legati allo strumento, in particolare per i finanziatori; questi svantaggi sono:

- il rischio di perdere la somma di denaro investita è molto elevato data la natura delle imprese che si finanziano tramite questo strumento, che sono per la maggior parte *start up* e PMI innovative;
- il rischio di illiquidità, dato che molte delle imprese che usufruiscono dello strumento non possono scambiare i titoli in un mercato regolamentato;
- il rischio di sovrastimare o sottostimare il valore reale delle azioni di un'azienda e ciò accade in quanto spesso mancano le competenze manageriali necessarie a valutare in maniera corretta l'impresa.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ALLEGRENI F., 2016. Perché investire con l'equity crowdfunding. Disponibile su <http://www.equitycrowdfundingitalia.org/perche-investire-con-lequity-crowdfunding/> [14/07/2019]
- BRUNELLO, A. 2014. Il manuale del crowdfunding. Milano. Disponibile su http://www.edizionilswr.it/estratti/Crowdfunding_Estratto.pdf [13/07/19]
- CROWDFUNDING BUZZ, 2018. MERCATO EQUITY CROWDFUNDING IN ITALIA. Disponibile su <http://www.crowdfundingbuzz.it/risorse-crowdfunding/equity-crowdfunding-in-italia-infografica/> [14/07/2019]
- CROWDFUNDING CLOUD. Gli aspetti positivi della scelta del crowdfunding. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/i-vantaggi-del-crowdfunding-392.asp> [14/07/2019]
- CROWDFUNDING CLOUD. Gli svantaggi della scelta del crowdfunding. Disponibile su <https://www.crowd-funding.cloud/it/gli-svantaggi-del-crowdfunding-393.asp> [14/07/2019]
- Delibera CONSOB n. 20204 del 29 Novembre 2017, sulle modifiche al Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line.
- DESANDO C., 2019. Crowdfunding, tutte le piattaforme attive in Italia. Disponibile su <https://www.economyup.it/startup/crowdfunding-tutte-le-piattaforme-attive-in-italia-e-come-usarle/> [14/07/19]
- GAMIFICATION.IT, 2010. Cos'è la Gamification. Disponibile su: <http://www.gamification.it/gamification/introduzione-alla-gamification/> [18/10/2019]
- PAIS, I., PERETTI, P., SPINELLI, C., 2018. CROWDFUNDING: La via collaborativa all'imprenditorialità. Milano: Egea.
- POLITECNICO DI MILANO, 1° Report Italiano sul Crowdfunding, Politecnico di Milano, School of Management, 2016. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=AC77CE8ACB995537278312C1EA44CFB0/> [18/10/2019]
- POLITECNICO DI MILANO, 2° Report Italiano sul Crowdfunding, Politecnico di Milano, School of Management, 2016. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=AC77CE8ACB995537278312C1EA44CFB0/> [18/10/2019]

- POLITECNICO DI MILANO, 3° Report Italiano sul Crowdfunding, Politecnico di Milano, School of Management, 2016. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=AC77CE8ACB995537278312C1EA44CFB0/> [18/10/2019]
- POLITECNICO DI MILANO, 4° Report Italiano sul Crowdfunding, Politecnico di Milano, School of Management, 2016. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti;jsessionid=AC77CE8ACB995537278312C1EA44CFB0/> [18/10/2019]
- STARTEED, 2017. Il crowdfunding in Italia – il report. Disponibile su <https://www.crowdfundingreport.it/#report-2018> [13/07/2019]
- TENCALLA M., 2017. Equity crowdfunding per tutte le PMI con la legge di Bilancio 2017: aspetti tributari. Rivista di Diritto tributario supplemento online. Disponibile su <http://www.rivistadirittotributario.it/2017/02/03/equity-crowdfunding-tutte-le-pmi-la-legge-bilancio-2017-aspetti-tributari/> [14/07/2019].
- VASSALLO, W., 2014. Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi. Milano: FrancoAngeli.
- WEISZ B., 2017. Crowdfunding per PMI Srl. Disponibile su <https://www.pmi.it/impresa/normativa/approfondimenti/155162/crowdfunding-per-pmi-srl.html> [14/07/2019]
- WILSON K. E., TESTONI M., 2014. Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets. Disponibile su <https://bruegel.org/2014/08/improving-the-role-of-equity-crowdfunding-in-europes-capital-markets/> [14/07/2019]