



POLITECNICO
MILANO 1863

SCHOOL OF MANAGEMENT

Osservatorio Crowdfunding

1° Report italiano sul CrowdInvesting

Giugno 2016

Indice

| | pagina |
|--|-----------|
| Introduzione | 5 |
| <i>Executive summary</i> | 7 |
| 1. Il <i>crowdinvesting</i>: definizioni e contesto | 9 |
| □ Definizioni metodologiche | 9 |
| □ Lo sviluppo del <i>crowdfunding</i> e i modelli utilizzati | 9 |
| □ Il <i>crowdfunding</i> in Italia | 12 |
| □ La filiera industriale in Italia | 13 |
| □ Focus sul <i>crowdinvesting</i> | 15 |
| □ L' <i>equity crowdfunding</i> nel mondo | 16 |
| □ Il <i>lending crowdfunding</i> nel mondo | 19 |
| □ L' <i>invoice trading</i> nel mondo | 22 |
| 2. L'<i>equity crowdfunding</i> | 25 |
| □ La normativa di riferimento in Italia | 25 |
| □ I portali autorizzati | 26 |
| □ Le campagne presentate | 29 |
| □ Le imprese protagoniste | 35 |
| □ Gli investitori | 41 |
| □ Le prospettive per il futuro | 44 |
| 3. Il <i>lending crowdfunding</i> | 49 |
| □ Il quadro di riferimento in Italia | 49 |
| □ I portali attivi | 49 |
| □ I modelli di <i>business</i> | 51 |
| □ I soggetti finanziati | 53 |
| □ I prestatori | 58 |
| □ Le prospettive per il futuro | 60 |
| 4. L'<i>invoice trading</i> | 63 |
| □ Il quadro normativo di riferimento in Italia | 63 |
| □ I portali operativi in Italia | 64 |
| □ Le imprese finanziate | 66 |
| □ Gli investitori | 66 |
| □ Le prospettive per il futuro | 67 |
| La School of Management | 69 |
| Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca | 71 |

| FIGURE | | |
|--------------------|---|-----------|
| Figura 1.1 | Numero di piattaforme di <i>crowdfunding</i> attive a livello mondiale a fine 2014. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015 | 10 |
| Figura 1.2 | Volume di raccolta delle piattaforme di <i>crowdfunding</i> attive a livello mondiale, dal 2013 al 2015. Dati in \$ miliardi. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015 | 11 |
| Figura 1.3 | Flusso di raccolta delle piattaforme di <i>crowdfunding</i> nelle diverse aree geografiche mondiali, dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015 | 11 |
| Figura 1.4 | Le piattaforme di <i>crowdfunding</i> censite in Italia (ottobre 2015). Fonte Università Cattolica del Sacro Cuore | 12 |
| Figura 1.5 | La filiera industriale del <i>crowdfunding</i> | 13 |
| Figura 1.6 | Percentuale delle PMI nell'Unione Europea che hanno riscontrato problemi dopo avere richiesto un finanziamento bancario. La linea rappresenta la percentuale delle PMI per le quali l'accesso al finanziamento è il problema più pressante. Fonte: EBA Report on SMEs and SME supporting factor, 2016 | 15 |
| Figura 1.7 | Volume di raccolta delle piattaforme di <i>equity crowdfunding</i> attive a livello mondiale dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015 | 16 |
| Figura 1.8 | Volume di raccolta delle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> attive a livello mondiale dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015 | 19 |
| Figura 2.1 | Numero di campagne presentate dai portali autorizzati di <i>equity crowdfunding</i> in Italia, alla data del 15 giugno 2016 | 28 |
| Figura 2.2 | Flusso temporale delle campagne di <i>equity crowdfunding</i> sui portali autorizzati da CONSOB | 28 |
| Figura 2.3 | Capitale raccolto fino al 15/6/2016 dai portali italiani di <i>equity crowdfunding</i> autorizzati da CONSOB. | 29 |
| Figura 2.4 | Segmentazione del <i>target</i> di raccolta per le 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> del campione | 30 |
| Figura 2.5 | Valore medio del <i>target</i> di raccolta per le 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> del campione, suddivise per portale | 30 |
| Figura 2.6 | Segmentazione della quota del capitale offerta per le 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> del campione | 31 |
| Figura 2.7 | Segmentazione del campione delle 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> in funzione della tipologia di quote offerte | 32 |
| Figura 2.8 | Importo minimo di investimento ammesso nelle 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> del campione | 32 |
| Figura 2.9 | Esito delle 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> pubblicate su portali autorizzati da CONSOB, alla data del 15 giugno 2016 | 33 |
| Figura 2.10 | Segmentazione delle 36 campagne di <i>equity crowdfunding</i> concluse alla data del 15 giugno 2016, per percentuale di raggiungimento del <i>target</i> iniziale | 34 |
| Figura 2.11 | Percentuale di successo delle offerte pubblicate e concluse sui portali autorizzati di <i>equity crowdfunding</i> italiani, alla data del 15 giugno 2016 | 35 |
| Figura 2.12 | Localizzazione geografica delle 47 imprese protagoniste di una campagna di <i>equity crowdfunding</i> su portali autorizzati da CONSOB | 35 |

| | | |
|--------------------|--|-----------|
| Figura 2.13 | Aree di <i>business</i> delle 47 imprese protagoniste di una campagna di <i>equity crowdfunding</i> su portali autorizzati da CONSOB | 36 |
| Figura 2.14 | Distribuzione del valore <i>pre-money</i> attribuito alle 47 imprese del campione | 37 |
| Figura 2.15 | Obiettivi di investimento delle 47 imprese protagoniste di una campagna di <i>equity crowdfunding</i> su portali autorizzati da CONSOB | 38 |
| Figura 2.16 | Distribuzione delle sottoscrizioni per singolo importo. Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 41 |
| Figura 2.17 | Provenienza delle sottoscrizioni per sesso ed età degli investitori (persone fisiche). Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 42 |
| Figura 2.18 | Investitori 'singoli' e 'seriali' fra le persone fisiche. Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 42 |
| Figura 2.19 | Residenza anagrafica degli investitori (persone fisiche). Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 43 |
| Figura 2.20 | Residenza anagrafica degli investitori (persone fisiche) rispetto all'impresa partecipata. Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 43 |
| Figura 2.21 | Segmentazione degli investitori (persone giuridiche). Copertura campione: 14 campagne di <i>equity crowdfunding</i> chiuse con successo | 44 |
| Figura 2.22 | I numeri dell' <i>equity crowdfunding</i> in Italia alla data del 15 giugno 2016 | 44 |
| Figura 2.23 | Correlazione fra percentuale di successo delle campagne e valutazione dell'impresa (rapporto M/B). Campione: 48 campagne di <i>equity crowdfunding</i> | 45 |
| Figura 3.1 | Ammontare totale dei prestiti erogati dalle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> italiane attive. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 51 |
| Figura 3.2 | Numero totale dei prestatori con offerta attiva e numero dei prestiti veicolati dalle piattaforme italiane di <i>lending crowdfunding</i> . Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 52 |
| Figura 3.3 | Durata media (in mesi) e TAN medio dei prestiti erogati dalle piattaforme italiane di <i>lending crowdfunding</i> . Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 54 |
| Figura 3.4 | Distinzione per sesso dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di <i>consumer lending crowdfunding</i> italiane. Fonte: <i>siti web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 54 |
| Figura 3.5 | Segmentazione dei prestiti erogati dalle piattaforme di <i>consumer lending crowdfunding</i> italiane per finalità dichiarata. Campione 3.188 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015 | 55 |
| Figura 3.6 | Distribuzione dell'età dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di <i>consumer lending crowdfunding</i> italiane. Campione 203 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015 | 56 |
| Figura 3.7 | Distribuzione della residenza geografica dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di <i>consumer lending crowdfunding</i> italiane. Campione 203 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015 | 56 |
| Figura 3.8 | Segmentazione dei prestiti erogati alle imprese per area di <i>business</i> . Fonte: BorsadelCredito.it; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 57 |
| Figura 3.9 | Segmentazione dei prestiti erogati alle imprese per importo medio. Fonte: BorsadelCredito.it dati aggiornati al 1 maggio 2016 | 58 |

| | | |
|--------------------|---|-----------|
| Figura 3.10 | Distinzione per sesso dei prestatori delle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> italiane. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 58 |
| Figura 3.11 | Età media dei prestatori delle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> italiane. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 59 |
| Figura 3.12 | Distinzione per residenza geografica dei prestatori delle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> italiane. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016 | 59 |
| Figura 3.13 | Segmentazione per importo investito dei prestatori delle piattaforme di <i>lending crowdfunding</i> italiane. Campione: 264 investimenti | 60 |
| Figura 3.14 | I numeri del <i>lending crowdfunding</i> in Italia, alla data del 1 giugno 2016 | 61 |
| Figura 4.1 | Tempi medi di pagamento concordati (in blu) e reali (in rosso) per le fatture B2B. Confronto fra Italia e altri partner UE. Fonte: European Payment Report 2015, Intrum Justitia | 63 |
| Figura 4.2 | Schema di funzionamento del portale InvoiceTrading.it. Fonte: presentazione istituzionale | 64 |
| Figura 4.3 | Statistiche su investitori, finanziamenti e cessioni di fatture gestiti attraverso la piattaforma di <i>invoice trading</i> Workinvoice.it | 66 |
| TABELLE | | |
| Tabella 1.1 | Statistiche sui maggiori portali di <i>equity crowdfunding</i> nel Regno Unito. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme | 16 |
| Tabella 1.2 | Statistiche sui maggiori portali di <i>equity crowdfunding</i> negli USA. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme | 17 |
| Tabella 1.3 | Statistiche sui maggiori portali di <i>equity crowdfunding</i> nell'Europa Continentale. Fonti: siti <i>web</i> delle piattaforme | 19 |
| Tabella 1.4 | Statistiche sui maggiori portali di <i>lending crowdfunding</i> negli USA. Fonte: siti <i>web</i> delle piattaforme | 20 |
| Tabella 1.5 | Statistiche sui maggiori portali di <i>lending crowdfunding</i> nel Regno Unito | 22 |
| Tabella 1.6 | Statistiche sui maggiori portali di <i>lending crowdfunding</i> nell'Europa Continentale | 22 |
| Tabella 2.1 | I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di <i>equity crowdfunding</i> in Italia, alla data del 15/6/2016 | 27 |
| Tabella 2.2 | Statistiche sulle 48 offerte di <i>equity crowdfunding</i> del campione | 30 |
| Tabella 2.3 | Statistiche sulle 47 imprese che hanno promosso campagne di <i>equity crowdfunding</i> sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 1 giugno 2016 | 36 |
| Tabella 3.1 | I portali di <i>lending crowdfunding</i> italiani, alla data del 1/6/2016 | 51 |

Introduzione

Il *crowdfunding*, ovvero la raccolta di denaro attraverso Internet finalizzata alla realizzazione di progetti *no-profit* o *for-profit*, è un tema che raccoglie grande attenzione e curiosità. Da alcuni è ritenuto - forse un po' troppo fideisticamente rispetto alla '*wisdom of the crowd*' - una possibile soluzione al razionamento delle risorse finanziarie per progetti meritevoli, che altrimenti non vedrebbero la luce; da altri è visto con sospetto per i pericoli di truffe e comportamenti opportunistici (che pure non mancano mai nelle cronache che riguardano i piccoli risparmiatori, fin dall'antichità).

Questo Report descrive numeri e statistiche di un'industria che cresce e che a livello mondiale catalizza ingenti risorse, facendo della cosiddetta 'finanza alternativa' degli *Internet marketplace* un elemento ormai non più trascurabile.

Tralasciando i casi eclatanti ma eccezionali di campagne che hanno raccolto considerevoli somme di denaro attraverso la rete, non vi è dubbio che il *crowdfunding* sia un fenomeno col quale misurarsi per chi intende studiare le dinamiche della raccolta di capitale per le imprese.

L'Osservatorio sul Crowdfunding è stato costituito nel 2014 presso la School of Management del Politecnico di Milano, con l'obiettivo di analizzare e interpretare in modo esaustivo l'impatto che questa nuova forma di raccolta di capitale può determinare sulle singole imprese e sul sistema economico.

Come scuola *politecnica* siamo molto attenti al tema dell'innovazione, della crescita e dell'imprenditorialità. Vi è piena consapevolezza sul fatto che l'accesso al capitale sia un vincolo strategico per chi oggi intende investire; la ricerca accademica non ignora questa evidenza e si pone l'obiettivo di capire meglio il legame fra finanza e sviluppo.

Questo Report non intende occuparsi di tutto il mondo del *crowdfunding*, che come detto riguarda anche progetti non di natura imprenditoriale, ma si focalizza invece sul cosiddetto *crowdinvesting*, ovvero l'opportunità di raccolta di capitale che ha come controparte una remunerazione del capitale stesso, a titolo di investimento. Si tratta della prima 'fotografia' effettuata in Italia sul settore, che consente sia di valutare i primi risultati di scelte di *policy* che hanno consentito anche in Italia di avviare questa nuova industria, sia di individuare limiti e potenzialità, in ottica comparativa rispetto agli altri Paesi.

Ne esce un quadro di sostanziale ritardo rispetto agli altri Paesi europei, ma che offre segnali di vivacità e potenzialità interessanti, che necessitano però di un clima favorevole per diventare concrete, soprattutto rispetto alla disponibilità degli investitori di prestare attenzione a questa nuova *asset class*.

Un doveroso ringraziamento va agli *sponsor* e ai *partner*, che hanno sostenuto la pubblicazione del rapporto. Siamo oltremodo riconoscenti anche verso tutti coloro che hanno contribuito alla raccolta e alla verifica delle informazioni qui contenute, in particolare con i rappresentanti dei portali italiani di *crowdinvesting*. Ovviamente, come si usa dire, '*all errors are our own*'.

giugno 2016



Executive summary

Crowdfunding: definizioni e contesto

Il *crowdfunding* è un sottoinsieme del *crowdfunding*, laddove investitori finanziari diffusi possono, attraverso una piattaforma Internet abilitante, rispondere direttamente ad un appello rivolto alla raccolta di risorse per un progetto, in cambio di una remunerazione del capitale.

Lo sviluppo del *crowdfunding* è un fenomeno assai recente. Quasi inesistente fino al 2012, nel 2015 ha determinato la raccolta di risorse a livello mondiale per circa \$ 28 miliardi. Fattori determinanti dello sviluppo sono stati la crisi finanziaria, che ha portato le imprese a ricercare fonti di finanziamento alternative, e l'azzeramento dei rendimenti *risk free*, che ha portato gli investitori a cercare opportunità alternative di rendimento.

L'equity crowdfunding

L'*equity crowdfunding* consiste nella raccolta di capitale attraverso la sottoscrizione diretta sul *web* di titoli partecipativi del capitale di una società. Si tratta di un'industria che nel 2015 a livello mondiale ha determinato la raccolta di \$ 2,56 miliardi frequentemente destinati a imprese in fase di *startup*.

Negli Stati Uniti il JOBS Act ha esteso l'*equity crowdfunding* a tutti gli investitori, mentre fino a poco tempo fa esso era riservato ai soli soggetti 'accredited' con un patrimonio disponibile sufficiente.

In Europa il mercato di riferimento è certamente il Regno Unito, dove la principale piattaforma, CrowdCube, ha raccolto finora oltre 168 milioni di sterline.

In Italia l'*equity crowdfunding* è stato introdotto dal D.L. 'Sviluppo-bis' del 2012 ed è diventato operativo dopo la pubblicazione del relativo Regolamento CONSOB.

Oggi possono accedere *startup* e PMI innovative, nonché i veicoli che investono in esse, purchè la campagna sia veicolata su piattaforme autorizzate.

Alla data del 15 giugno 2016 i portali autorizzati in Italia erano 19 e le campagne di raccolta all'attivo erano 48, di cui 19 chiuse con successo, 17 chiuse senza successo e 12 ancora aperte. Il *target* di raccolta medio era pari a € 316.903, corrispondente ad una quota del capitale azionario offerta pari al 22,68% (il che porta a valutazioni implicite delle imprese abbastanza generose, spesso superiori a € 1 milione). In 18 casi su 48 le offerte riguardavano anche titoli senza diritti di voto (in 9 casi esclusivamente).

Il capitale raccolto ammontava a € 5,6 milioni, ancora poco rispetto alle potenzialità del mercato.

Le imprese (quasi tutte *startup*) protagoniste delle campagne sono frequentemente lombarde (16 casi), toscane (7 casi), laziali e sarde (5 casi a testa). La loro età mediana è di 3 anni e il fatturato mediano dell'ultimo bilancio è pari a € 17.110.

I progetti presentati spaziano dai servizi in piattaforme *social/sharing* (10 casi), all'ICT (10 casi), ai servizi professionali (9 casi).

La finalità della raccolta è in gran parte legata allo sviluppo commerciale (28 casi) piuttosto che ad un investimento produttivo (18 casi).

Un'analisi inedita sugli investitori nell'*equity crowdfunding* italiano condotta su 365 persone fisiche evidenzia che l'età media degli investitori è pari a 45 anni, l'82% è di sesso maschile, 15 di essi hanno investito in più campagne. Il 28% risiede in Lombardia. Ben il 39% risiede nella stessa regione dell'impresa finanziata.

Fra gli investitori sono state censite anche 43 persone giuridiche, fra cui rientrano imprese di servizi e consulenza, attività manifatturiere, banche, *holding* finanziarie.

Il secondo trimestre del 2016, contestuale

alla revisione del Regolamento CONSOB, ha visto in Italia un cambio di passo, con un'accelerazione del numero di offerte e l'apertura di nuove prospettive che porteranno - secondo noi - il mercato alla soglia di € 9 milioni totali raccolti entro l'anno.

Il lending crowdfunding

Nell'ambito del *lending crowdfunding*, gli investitori possono prestare denaro attraverso Internet a persone fisiche (*consumer*) o imprese (*business*) a fronte di un interesse e del rimborso del capitale. Generalmente la piattaforma di *lending* seleziona il prestito attribuendo un *rating* e lo suddivide fra una molteplicità di investitori, per frazionarne il rischio.

A livello mondiale nel 2015 i portali di *lending* hanno raccolto oltre \$ 25 miliardi; il leader di mercato è la statunitense Lending Club. Non a caso si tratta del contesto del *crowdinvesting* dove più evidente è stata l'attenzione di fondi di investimento e *venture capitalist* nell'apportare risorse alle piattaforme (alcune sono anche quotate sui mercati borsistici) e dove si intravedono grandi potenzialità del *fintech* rispetto al futuro, rispetto ad esempio alla gestione dei *big data* relativi ai prestiti finalizzata al *rating*, all'automazione degli investimenti, alla gestione dei pagamenti, alla cartolarizzazione dei prestiti.

In Italia le piattaforme attive al momento sono quattro (tre in ambito *consumer* e una in ambito *business* di recente avvio) ma si annuncia l'arrivo di nuovi *player*. Le risorse finora raccolte attraverso i portali ammontano a € 28,3 milioni (di cui € 1,9 milioni erogati a imprese). I prestatori sono poco meno di 7.000 e i prestiti totali erogati circa 5.300.

La durata dei finanziamenti è in media fra 30 e 40 mesi e il tasso annuo nominale (TAN) è circa pari al 6%.

Le persone fisiche finanziate sono di sesso maschile per il 74%, e la motivazione del prestito prevalente è quella dell'acquisto della casa, seguita dall'acquisto dell'automobile.

L'importo medio erogato alle imprese è pari a € 12.889 mentre quello erogato alle persone fisiche è in media circa € 5.000.

I prestatori sono per il 91% maschi, con età media dai 42 ai 46 anni; il 30% di essi

risiede in Lombardia. Nella maggioranza dei casi investono fino a € 5.000.

Le prospettive in Italia sono quelle di una crescita sensibile, che però necessita di una riforma del regime di tassazione (oggi penalizzante), dell'arrivo di nuovi investitori dalla 'folla di Internet' ma anche dell'interesse degli investitori istituzionali, che solo recentemente hanno allocato risorse a questa nuova *asset class*.

L'invoice trading

L'*invoice trading* consiste nella cessione di una fattura commerciale attraverso un portale Internet che seleziona le opportunità, e sostituisce il tradizionale 'sconto' della fattura attuato dalle banche per supportare il capitale circolante. La cessione viene attuata o tramite un'asta competitiva o tramite il *tranching* in tante porzioni, ridistribuite fra diversi investitori. Gli investitori quindi anticipano l'importo della fattura, al netto della remunerazione richiesta.

In Italia al momento esiste un unico operatore, Workinvoice.it, ma anche in questo caso sono annunciati nuovi *player* ed emerge l'interesse degli investitori istituzionali nell'apportare risorse preziose.

Il mercato è ancora in fase embrionale: al momento le imprese che hanno approfittato di questa opportunità sono solo 40, con 220 fatture cedute per un importo totale di € 11 milioni, ben lontano dai numeri del Regno Unito tanto per fare un esempio (325 milioni di sterline solo nel 2015).

1. *Crowdinvesting*: definizioni e contesto

Definizioni metodologiche

Il *crowdinvesting* può essere definito come un sottoinsieme del *crowdfunding*, laddove a fronte della raccolta di risorse finanziarie da parte di un'impresa (o di una persona fisica) viene prospettata all'investitore una remunerazione del capitale. Elemento chiave è la presenza di una piattaforma abilitante che attraverso Internet è in grado di non solo di mettere in contatto impresa e investitore, ma anche di finalizzare l'investimento.

Il nostro Report considera tre tipologie di *crowdinvesting*:

1. *equity crowdfunding*: l'investimento avviene attraverso la sottoscrizione di capitale di rischio e a tutti gli effetti l'investitore diventa socio dell'impresa;
2. *lending crowdfunding*: l'investimento avviene attraverso la sottoscrizione di un prestito, con un contratto che prevede le modalità di rimborso e remunerazione del capitale attraverso il riconoscimento di interessi;
3. *invoice trading*: propriamente non si tratta di un'operazione di raccolta di capitale, ma dal punto di vista finanziario è del tutto simile, poichè prevede attraverso Internet la cessione di una fattura commerciale, finalizzata allo smobilizzo del capitale circolante; anche in questo caso viene prospettata una remunerazione sull'operazione, che si concretizza nella differenza fra valore di liquidazione della fattura e prezzo di acquisizione. Elemento comune delle tre tipologie di operazioni è la presenza di un rischio legato all'investimento, che tipicamente è elevato, a causa di diversi motivi: (i) l'elevata asimmetria informativa che caratterizza l'operazione, (ii) il rischio di comportamenti opportunistici da parte del soggetto finanziato, (iii) l'illiquidità dell'investimento, (iv) il rischio intrinseco del progetto imprenditoriale finanziato (spesso, come vedremo, il *crowdinvesting* riguarda imprese di piccola dimensione, se non individuali, a volte in fase di *startup*), (v) il limitato ruolo degli enti di vigilanza (in Italia CONSOB e Banca d'Italia) che esercitano un controllo sul processo di investimento meno rilevante rispetto a quanto accade nei tradizionali ambiti di sollecitazione del risparmio collettivo e dell'attività bancaria. Nonostante questi rischi, il *crowdinvesting* registra a livello mondiale una crescita rilevante nell'ambito del *crowdfunding*, e vale la pena quindi introdurre il contesto generale di riferimento della nostra analisi.

Lo sviluppo del *crowdfunding* e i modelli utilizzati

Il termine '*crowdfunding*' compare per la prima volta¹ nella letteratura scientifica sulla finanza imprenditoriale nel 2010 e viene associato anche alla ricerca di finanziatori per un'iniziativa imprenditoriale attraverso la rete Internet, rivolgendo un appello diretto alla 'folla' dei *web surfers* - anche per piccole somme considerate singolarmente - piuttosto che ai tradizionali canali intermediati da investitori professionali quali banche e fondi di investimento.

Il concetto di per sè non è rivoluzionario nè molto diverso da una tradizionale 'colletta' di cui esiste ampia casistica nell'ambito di progetti culturali, sociali, filantropici, partendo dal finanziamento dei progetti di microcredito degli 'Irish Loan Fund' ideati nel XVIII secolo da Jonathan Swift e dalla campagna promossa nel 1885 da Joseph Pulitzer, editore del New York World, per finanziare la costruzione del basamento per la Statua della Libertà, che catalizzò il sostegno di oltre 160.000 cittadini.

¹ Si vedano i due lavori di Belleflamme, Lambert e Schwenbacher, "Crowdfunding: tapping the right crowd" pubblicato nel 2014 sul Journal of Business Venturing, e "Individual crowdfunding practices" pubblicato nel 2013 su Venture Capital

L'elemento che ha però rivoluzionato il contesto è stato l'avvento di Internet, che ha consentito di abbattere drasticamente sia i costi di diffusione delle informazioni, sia i costi transazionali attraverso lo sviluppo dei pagamenti elettronici con carte di credito e sistemi quali Paypal. Non solo, la dimensione 'social' di Internet ha consentito di creare un coinvolgimento collettivo dei finanziatori, che interagiscono in rete non solo come fornitori di capitale, ma anche come possibili contributori al progetto stesso, nella logica del *crowdsourcing*. Da questo punto di vista il vantaggio del *crowdfunding* non è legato solo all'opportunità di finanziamento, ma anche al possibile valore aggiunto dato dall'azione di *marketing* e di 'validazione-critica' attraverso la rete *web*.

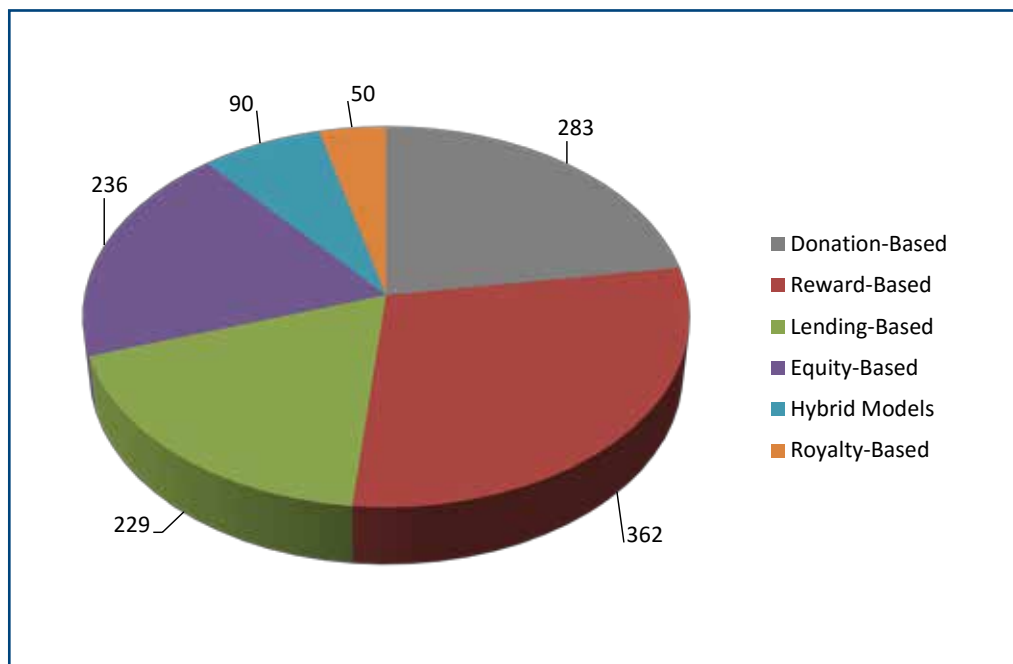
Oltre alle campagne di raccolta gestite direttamente da partiti politici e artisti, si sono così moltiplicati i portali dedicati al *crowdfunding*, dove i proponenti possono 'presentare' (spesso con l'aiuto di supporto multimediali) le campagne di raccolta, che i navigatori di Internet possono comparare, esaminare e decidere se finanziare.

La raccolta può avvenire secondo un modello *'all or nothing'* piuttosto che *'take it all'*. Nel primo caso il successo della campagna è legato al raggiungimento di un *target*; se non viene raggiunto, i fondi sono restituiti ai contributori; nel secondo caso invece tutti i fondi raccolti vengono accettati, indipendentemente dal raggiungimento o meno del *target*. Tipicamente i portali di *crowdfunding* si differenziano in funzione delle tipologie di progetti presentati (iniziative di solidarietà, piuttosto che progetti in ambito giornalistico, o sportivo, o culturale, piuttosto che progetti imprenditoriali) e possono focalizzare anche su specifiche aree territoriali. Essi richiedono una commissione sul capitale raccolto ai proponenti, molto variabile in funzione della tipologia di progetto e in genere compresa fra il 2% e il 6%.

La Figura 1.1 evidenzia il numero di piattaforme di *crowdfunding* censite a livello mondiale da Massolution a fine 2014, in funzione del modello di raccolta utilizzato. È ormai prassi, infatti, distinguere i seguenti modelli, in funzione della contropartita offerta in cambio del finanziamento:

- *donation-based crowdfunding*; si tratta di campagne di raccolta in cui non viene offerta alcuna ricompensa particolare, e quindi tipicamente mirate a obiettivi di solidarietà, cultura, mecenatismo;
- *reward-based crowdfunding*; in tal caso viene offerta una ricompensa di natura non monetaria, quale un oggetto o un servizio; spesso la ricompensa è il prodotto stesso che si vuole realizzare attraverso la richiesta di finanziamento e in tal senso la colletta assume la forma di una vera e propria pre-vendita (*pre-selling*) non molto diversa da un'operazione di *e-commerce*;

Figura 1.1
Numero di piattaforme di crowdfunding attive a livello mondiale a fine 2014. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015



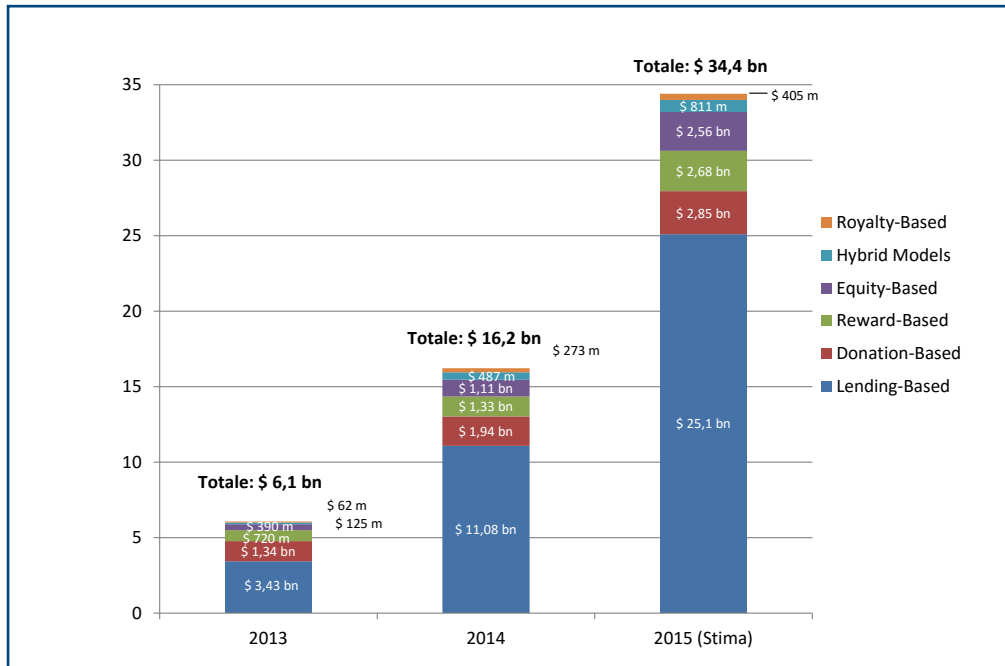


Figura 1.2

Volume di raccolta delle piattaforme di crowdfunding attive a livello mondiale, dal 2013 al 2015. Dati in \$ miliardi.

Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015

- *royalty-based crowdfunding*; la ricompensa in tal caso è di natura monetaria e consiste in una condivisione dei profitti o dei ricavi associati all'investimento, ma senza alcun titolo di proprietà sul progetto né di rimborso del capitale;

- *crowdfunding*; come anticipato nella pagine precedente, in tal caso il finanziamento viene effettuato a titolo di investimento, cui è associata una remunerazione, che può avvenire con la sottoscrizione di capitale di rischio (*equity*) o di un prestito (*lending*) o sotto altre forme (quali l'*invoice trading*).

Si tratta di un'industria che è cresciuta in pochi anni, determinando a livello mondiale la nascita di centinaia di piattaforme dedicate. Come spesso accade nei *business* emergenti, il tasso di mortalità è stato pure elevato: diversi portali hanno dovuto chiudere o per non avere raggiunto la scala minima necessaria, o per modelli di *business* sbagliati.

In ogni caso il *crowdfunding* raccoglie ormai risorse sempre più consistenti, che nel 2015 secondo le stime (si veda la Figura 1.2) hanno raggiunto un flusso di oltre \$ 34 miliardi, quadruplicando nel giro di due anni. È interessante notare che la maggior parte delle risorse (più del 70%) è stata investita nel *lending crowdfunding*.

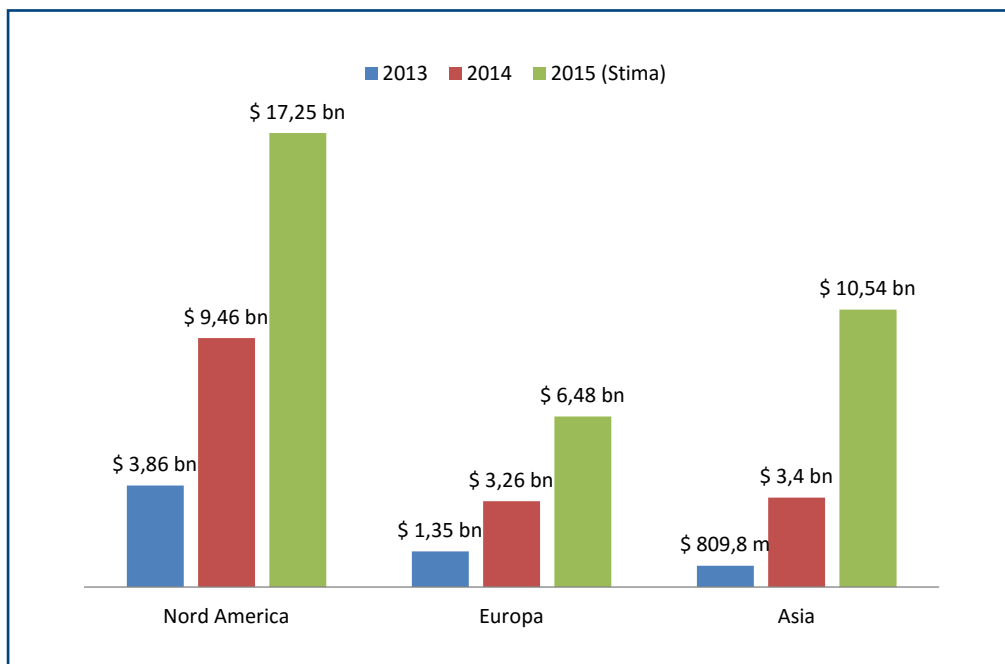


Figura 1.3

Flusso di raccolta delle piattaforme di crowdfunding nelle diverse aree geografiche mondiali, dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry Report 2015

La Figura 1.3 descrive invece la crescita del fenomeno nelle diverse aree geografiche mondiali. Il Nord America e gli Stati Uniti in particolare sono, senza sorprese, il mercato di riferimento per il *crowdfunding*. L'Europa mostra comunque buona vitalità, con valori raddoppiati dal 2014 al 2015, come si vedrà grazie soprattutto al *crowdfunding*. L'Asia è l'area geografica caratterizzata dal maggiore tasso di crescita ed ha superato con slancio l'Europa per flusso di raccolta annuale. Il resto del mondo è caratterizzato da valori non comparabili.

Il crowdfunding in Italia

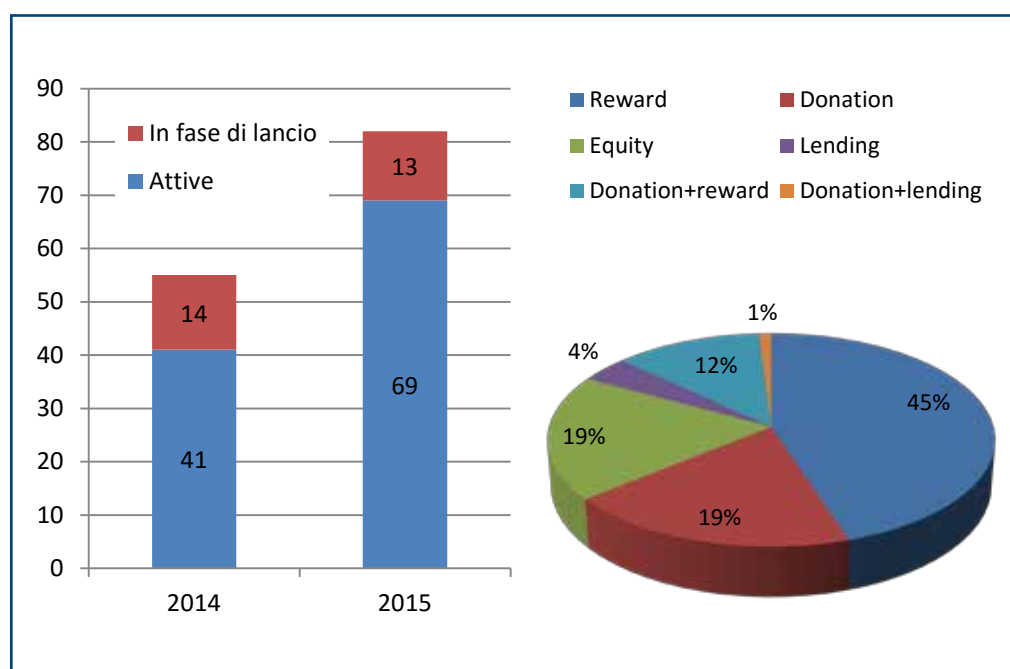
In Italia il *crowdfunding* conosce uno sviluppo ancora in ritardo rispetto ad altri Paesi europei, sia per limiti normativi (il *crowdfunding* era praticamente impossibile fino a pochissimi anni fa) sia per limiti di tipo culturale: soprattutto in alcune fasce della popolazione l'abitudine di utilizzare Internet come strumento per acquisti, per operazioni economiche e finanziarie è ancora un'eccezione. Solo per fare un esempio, la percentuale della popolazione che abitualmente effettua acquisti *online* è pari al 65,5% nel Regno Unito, al 50,5% in Germania, al 52,1% in Francia e al 20,1% in Italia².

² Fonte: RetailMeNot - Centre for Retail Research

La prima piattaforma nata in Italia nel 2005 è Produzioni dal Basso, ideata per finanziare autoproduzioni artistiche, dalla musica all'editoria, dal teatro al *design*. L'indagine condotta in ottobre 2015 dall'Università Cattolica del Sacro Cuore ("Il crowdfunding in Italia") ha individuato in Italia 82 piattaforme, di cui 69 attive e 13 in fase di lancio (si veda la Figura 1.4). Il numero è aumentato del 50% rispetto al 2014, quando erano state contate 41 piattaforme attive e 14 in fase di lancio. La maggioranza dei portali (il 45%) proponeva il modello *'reward-based'*, seguiti dai modelli *'donation'* e *'equity-based'* (19%). Si registrano anche casi di piattaforme *'ibride'*, che propongono più modelli (ad esempio il 12% contempla sia *donation* che *reward*). I portali di *crowdfunding* rappresentano una minoranza del totale.

I progetti sottoposti alle piattaforme italiane di *crowdfunding* fino a ottobre 2015 risultano essere più di 100.000 ma quelli effettivamente pubblicati, sempre secondo l'indagine dell'Università Cattolica, sono stati 21.384. L'81% di questi si pone un obiettivo di raccolta inferiore a € 10.000. Nell'ambito dei progetti *reward*, il 49% ha chiuso la raccolta con successo, mentre la percentuale è decisamente più bassa nelle campagne *donation* (12%). Il valore complessivo dei progetti finanziati a ottobre 2015 risultava pari a circa € 56,8 milioni, ammontare quasi raddoppiato rispetto al 2014. Una percentuale significativa del capitale (tre quarti) è stata però raccolta dalle 5 maggiori piattaforme.

Figura 1.4
Le piattaforme di crowdfunding censite in Italia (ottobre 2015). Fonte: Università Cattolica del Sacro Cuore



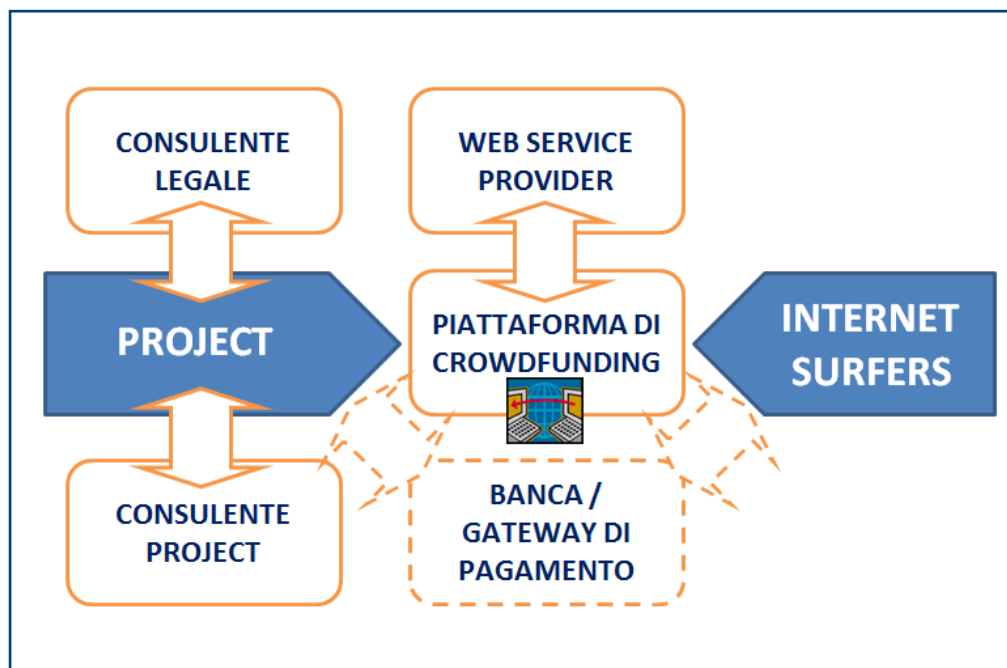


Figura 1.5

La filiera industriale del crowdfunding

La filiera industriale in Italia

I portali non sono gli unici attori che popolano l'industria del *crowdfunding* in Italia. Esistono infatti altri soggetti che svolgono servizi essenziali per l'efficienza dell'intero processo, schematizzati nella Figura 1.5.

Innanzitutto, l'architettura informatica del portale viene spesso sviluppata da *outsourcer* esterni che si occupano di progettare la veste grafica e soprattutto di implementare il sistema di gestione degli ordini da parte dei finanziatori (che tipicamente avviene tramite sistemi di *gateway* quali Paypal, Stripe o Mangopay, o con carta di credito o con bonifico bancario). Fra i *player* più importanti, possiamo citare Starteed (che ha come clienti cinque piattaforme di *crowdfunding* italiane). La gestione dei pagamenti diventa particolarmente importante nell'ambito del *crowdfunding*. Nell'*equity crowdfunding* infatti le piattaforme non possono raccogliere direttamente i fondi, ma devono avvalersi di soggetti autorizzati quali banche e SIM. Fra le banche, il soggetto di gran lunga più attivo al momento nell'assistere le piattaforme è il Banco Popolare, mentre fra le SIM (che come vedremo sono pure direttamente coinvolte nella gestione dei portali) troviamo Unica SIM e Assiteca SIM. Nel *lending crowdfunding* i gestori di piattaforme spesso si qualificano come istituti di pagamento, quindi possono procedere direttamente alla raccolta del denaro e al successivo trasferimento ai soggetti finanziati utilizzando normali conti bancari piuttosto che conti *omnibus*. Essi a loro volta si appoggiano a eventuali consulenti esterni o *information provider* per il processo di *rating* e per la raccolta di informazioni utili a misurare il rischio dell'investimento.

Un'altra categoria di soggetti è rappresentata dagli *advisor* legali. Proporre una campagna di *crowdfunding* (a maggior ragione di *crowdfunding*) espone il proponente a rischi di contestazioni e responsabilità civili. Lo stesso vale per i gestori delle piattaforme. Gli operatori che si sono specializzati sul mercato italiano nell'assistenza su questi temi sono Hogan Lovells, Jenny. Avvocati, Lerro&Partners, Osborne&Clarke, Zitiello Associati.

Per quanto riguarda la consulenza specifica sullo sviluppo del progetto, importante per la redazione del *business plan* ma anche per impostare la necessaria attività di *marketing* multicanale specialmente sui *social networks*, essa viene fornita o dalle piattaforme stesse oppure da studi già conosciuti dal proponente. Fra i soggetti specificatamente attivi nel *crowdfunding* possiamo citare CrowdAdvisors. Può capitare che vengano coinvolti anche dei periti indipendenti, laddove sia opportuno fornire ai finanziatori una valutazione di brevetti, marchi o altri *asset*.

Box 1.1

Venture capital e private equity a sostegno delle piattaforme di crowdfunding

Le piattaforme di *crowdfunding* vengono spesso associate al comparto del *fintech*, ovvero di attività ad alta tecnologia finalizzate a offrire direttamente servizi di natura finanziaria o a supportarne lo sviluppo. Non sorprende quindi che molte di queste piattaforme abbiano attratto significativi capitali da parte di investitori professionali nel *private equity* e nel *venture capital* e siano a tutti gli effetti classificate fra gli ‘unicorni’ del *fintech*, ovvero *startup* con valutazioni implicite superiori al miliardo.

Nel 2014 CrowdCube, la maggiore piattaforma di *equity crowdfunding* nel Regno Unito, ha incassato un *round* di finanziamento da Balderton Capital (fondo di *venture capital* londinese già socio di Betfair, MWSQL, Yoox) per 3,8 milioni di sterline, ed ha raccolto altri 1,2 milioni sulla sua stessa piattaforma. Nel 2015 un nuovo round di finanziamento per 6 milioni di sterline ha visto l'ingresso di un altro investitore professionale, Numis. Nello stesso anno CrowdCube ha festeggiato la prima *exit* per i suoi investitori: la cessione di E-Car Club ad AutoEurope con un multiplo di 3 volte rispetto all'apporto dei *crowdfunders*.

Un'altra piattaforma *equity* anglosassone, Seedrs, già partecipata da Faber Ventures, nel 2015 ha raccolto ben 10 milioni di sterline con la partecipazione di Woodford Patient Capital Trust e di Augmented Capital, per finanziare l'espansione negli USA. Anche Seedrs in precedenza aveva condotto una raccolta sul proprio portale per finanziarsi.

Nel panorama internazionale addirittura vi sono già stati alcuni casi di quotazione in Borsa di piattaforme. Il portale di *lending crowdfunding* Lending Club si è quotato al NYSE nel dicembre 2014 raccogliendo \$ 870 milioni, per un valore di capitalizzazione di circa \$ 9 miliardi. In precedenza, aveva raccolto già \$ 400 milioni in diversi *round*.

Ironia della sorte, dall'ingresso in Borsa il prezzo dell'azione ha perso oltre l'80%: il fondatore e CEO Renaud Laplanche si è dimesso nel maggio 2016 a seguito della scoperta di inesattezze informative nella vendita ad un investitore di un pacchetto di prestiti per un valore di \$ 22 milioni. Inoltre sono stati rilevati da parte dell'autorità vigilante investimenti di alcuni membri del *management* di Lending Club in un fondo in cui la società stessa stava per investire generando di conseguenza un conflitto d'interesse. Nonostante lo scandalo, la cinese Shanda Group ha recentemente acquisito l'11,7% di Lending Club e risulta essere il principale azionista della società, seguito da Morgan Stanley (con uno *stake* del 9% al 31 maggio 2016) e Foundation Capital (7%) fondo di *venture capital* della Silicon Valley, e vanta tra gli investitori l'ex segretario del tesoro USA Lawrence H. Summers.

Sulla scia di Lending Club sempre nel dicembre 2014 c'è stata la seconda quotazione in Borsa di una piattaforma di *lending crowdfunding* statunitense, OnDeck, che ha raccolto \$ 200 milioni subendo anch'essa un crollo del prezzo del titolo nei mesi successivi. OnDeck annovera come principale investitore RRE Ventures (società di *venture capital*), ma anche *big companies* come Google e la già citata Morgan Stanley. In diversi round aveva infatti raccolto prima della quotazione \$ 540 milioni.

Nello scenario europeo, l'inglese Funding Circle ha lanciato il suo SME Income Fund quotandolo al London Stock Exchange a novembre 2015 e raccogliendo 150.000 sterline. Il fondo ha una configurazione simile agli ETF e permette attraverso l'allocazione automatica del capitale raccolto di poter investire in un portafoglio di imprese presenti sulla piattaforma. Ben presto questa modalità di investimento potrebbe diventare caratteristica comune della maggior parte delle piattaforme europee, nonostante l'elevato costo di mantenimento del veicolo che potrebbe rappresentare un limite.

Ben più sfortunata la sorte di TrustBuddy, piattaforma scandinava di *lending*, ammessa alla Borsa di Stoccolma nel 2011 (e successivamente al NASDAQ OMX), ma fallita nel 2015.

Anche in Italia, pur con ordini di grandezza differenti, si è confermato l'interesse degli investitori. Essi hanno allocato le loro risorse soprattutto sul *lending crowdfunding*. Smartika conta sull'appoggio di finanziatori come Hamilton Ventures (società di *merchant banking* di Londra orientata al *fintech*) e TP&Partners (*holding* di investimento). Prestiamoci ha finora raccolto € 3 milioni ed è partecipata da Digital Magics (incubatore certificato di *startup*), Innogest SGR (uno dei maggiori fondi italiani di *venture capital*), Banca Sella Holding e Club Italia Investimenti 2, *investment company* dedicata al *seed capital* in *startup* attive nel business digitale ed ICT, protagonista anche di una campagna di raccolta di denaro sulla piattaforma di *equity crowdfunding* Mamacrowd (si veda il Capitolo 2). BorsadelCredito.it ha chiuso un round di finanziamento *equity* da € 1 milione con P101, veicolo specializzato in investimenti in società *digital*.

Focus sul crowdfunding

A differenza delle altre forme di *crowdfunding*, che non richiedono normative particolari e specifiche, l'industria del *crowdfunding* è fortemente legata ai vincoli in vigore in ogni Paese.

Nella nostra ricerca distinguiamo tre forme di *crowdfunding*:

- *equity crowdfunding*: l'appello rivolto al pubblico di Internet per finanziare progetti offrendo come controparte la sottoscrizione *online* di quote partecipative del capitale, anche con diritti di voto e patrimoniali eterogenei;
- *lending crowdfunding*: l'appello rivolto al pubblico di Internet per finanziare *online* progetti offrendo come controparte il rimborso futuro del capitale e la remunerazione attraverso un tasso di interesse;
- *invoice trading*: l'appello rivolto al pubblico di Internet per finanziare un'impresa attraverso l'acquisto *online* di sue fatture commerciali.

Non ci occupiamo invece di altre categorie considerate nelle statistiche internazionali come *crowdfunding*, quali ad esempio le *community shares* (titoli utilizzati per il finanziamento di 'club' quali negozi, *pub*, squadre sportive e anche progetti nelle energie rinnovabili, non scambiabili sul mercato) perchè non presenti in Italia.

Il tema della raccolta di risorse finanziarie da investitori attraverso Internet è diventato di grande attualità a seguito della crisi iniziata nel 2008 e della conseguente riduzione dell'offerta di capitale da parte del sistema bancario, soprattutto in Europa. Esso assume particolare rilevanza per quelle imprese che tipicamente sono escluse dal mercato del credito, per l'assenza di un *track record* significativo (si pensi alle società *startup*) o per la non disponibilità di *asset* tangibili da porre a garanzia (si pensi alle *technology companies*) oppure semplicemente perchè sono troppo piccole e rischiose.

Non è quindi un caso che il sostegno al *crowdfunding* sia una priorità nelle *policy* di molti nazioni. Le statistiche internazionali mostrano che solo il 60% delle *startup* arriva al terzo anno di attività, ma quelle che sopravvivono contribuiscono in misura significativa alla creazione di nuovi posti di lavoro³. I numeri riportati dalla Commissione Europea nel 2015 (Survey on the Access to Finance of Enterprises) svelano anche che solo il 41% delle PMI in Europa ritiene di non subire limitazioni nell'accesso a finanziamenti. Focalizzando sull'accesso al credito bancario, la Figura 1.6 testimonia le difficoltà riportate dalle PMI europee a seguito della crisi: più del 20% di esse, nel momento in cui hanno chiesto un finanziamento bancario, hanno ottenuto una risposta negativa o insoddisfacente. La percentuale è scesa al 15% solo nel 2015, a seguito delle imponenti

³ Fonte: OECD Science, Technology and Industry Scoreboard 2015: Innovation for growth and society,

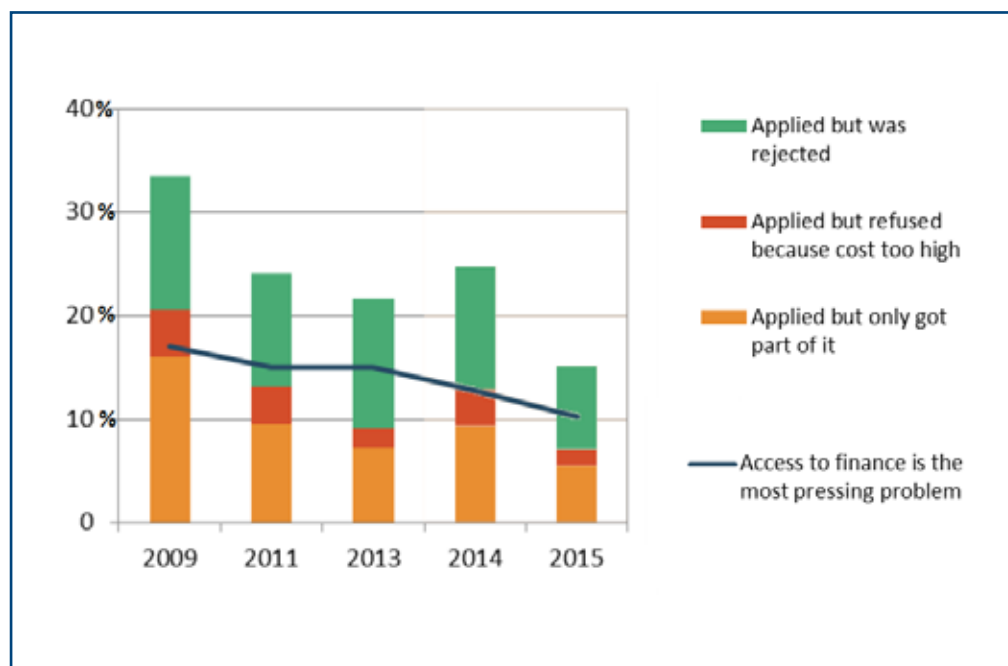


Figura 1.6
Percentuale delle PMI nell'Unione Europea che hanno riscontrato problemi dopo avere richiesto un finanziamento bancario. La linea rappresenta la percentuale delle PMI per le quali l'accesso al finanziamento è il problema più pressante. Fonte: EBA Report on SMEs and SME supporting factor, 2016

politiche espansive della Banca Centrale Europea. Si noti anche la percentuale delle PMI che hanno identificato nella raccolta di risorse finanziarie il maggiore problema da affrontare, scesa dal 17% al 10%.

Il *crowdfunding* può quindi essere uno strumento utile per alleviare il problema.

L'equity crowdfunding nel mondo

A livello mondiale secondo le stime di Massolution (si veda la Figura 1.7) l'*equity crowdfunding* nel 2015 ha superato la soglia di raccolta di \$ 2,5 miliardi partendo praticamente da zero nel 2012.

Il Regno Unito è stato il Paese dove l'*equity crowdfunding* ha potuto svilupparsi prima che in altri contesti, come testimoniano i dati sulla raccolta effettuata dalle piattaforme locali (si veda la Tabella 1.1). L'industria è regolata dalla Financial Conduct Authority (FCA) che nell'aprile 2014 ha introdotto alcune regole specifiche. I portali devono essere autorizzati, oppure le loro attività devono essere gestite da soggetti vigilati. Per gli investitori 'non sofisticati' esiste un limite massimo di apporto nel *crowdfunding* pari al 10% del patrimonio personale.

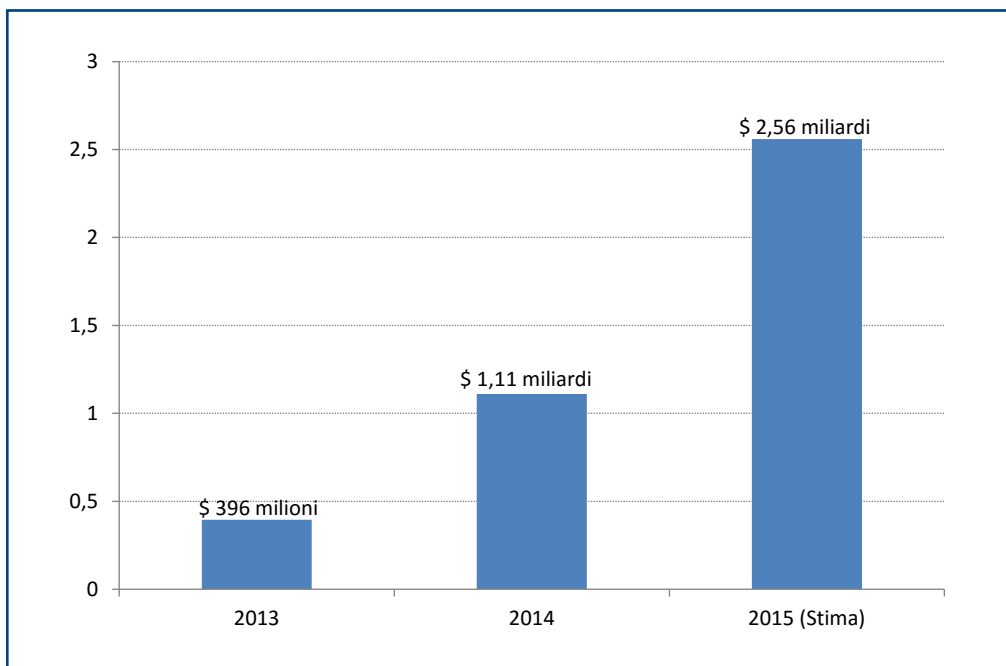
La Tabella 1.1 evidenzia che la piattaforma *leader* è senza dubbio CrowdCube, seguita da Seedrs. Una caso curioso di successo avvenuto nel marzo 2016 è la campagna di raccolta della *startup fintech* Mondo, che ha ricevuto adesioni per un milione di sterline in 96 secondi, mandando in *tilt* la piattaforma di CrowdCube.

Secondo i dati del Cambridge Centre for Alternative Finance (curatore del *report* "Pushing boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry") nel 2015 la raccolta effettuata dalle piattaforme nazionali di *equity crowdfunding* è stata pari a 332 milioni di sterline di cui 87 milioni nell'ambito del *real estate*, +400% rispetto al 2014. Il flusso rappresenta il 15,6% dei finanziamenti totali in capitale di rischio veicolati alle imprese non quotate.

Tabella 1.1
Statistiche sui maggiori portali di *equity crowdfunding* nel Regno Unito. Fonte: siti *web* delle piattaforme

| Portale | Raccolta effettuata (milioni GBP) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|-------------------|-----------------------------------|---------------------|----------------|
| CrowdCube | 168,3 | 412 | 2011 |
| Seedrs | 105,0 | 307 | 2012 |
| SyndicateRoom | 55,4 | 72 | 2012 |
| Bnk to the Future | 54,6 | n.d. | 2011 |
| Crowdfunder.co.uk | 20,2 | n.d. | 2010 |

Figura 1.7
Volume di raccolta delle piattaforme di *equity crowdfunding* attive a livello mondiale dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015



Negli Stati Uniti, dove pure il *crowdfunding* ha raccolto somme consistenti (si veda di nuovo la Figura 1.3), il modello *equity-based* non ha ancora mostrato tutte le sue potenzialità. A differenza del Regno Unito, negli Stati Uniti (e anche in Italia) vi sono strette regole da rispettare nell'offerta di titoli mobiliari, che sono state modificate solo nel 2012 con il JOBS Act (Jumpstart Our Business Startups Act). Fino ad oggi infatti l'*equity crowdfunding* negli Stati Uniti si è limitato a intercettare una fascia molto ristretta della popolazione, i cosiddetti '*accredited investors*', ovvero persone fisiche che dispongono di un patrimonio non inferiore a \$ 1 milione (escludendo la casa di proprietà) ed entrate annue non inferiori a \$ 200.000 (\$ 300.000 cumulativamente con il coniuge), ovvero il 3% dei cittadini americani.

Nonostante questa limitazione, come evidenzia la Tabella 1.2, diversi portali hanno operato raccogliendo risorse non trascurabili. Accanto a queste piattaforme sono poi sorti dei mercati secondari, per dare la possibilità ai *crowdfunders* di scambiare fra loro quote delle imprese sottoscritte, come SecondMarket (poi acquisito dal NASDAQ OMX), SharesPost, Equidate, EquityZen (che in realtà opera attraverso un fondo il quale rileva le quote degli investitori cedenti). Listini simili esistono anche nel Regno Unito (ad esempio Assset Match) ma non è raro che siano le piattaforme di *crowdfunding* stesse ad offrire direttamente tale opportunità agli investitori.

Nel maggio 2015 la Securities & Exchange Commission (SEC, equivalente alla CONSOB in Italia) ha dato il via libera alle norme attuative previste dal Title III del JOBS Act, entrate in vigore definitivamente il 16 maggio 2016. In base alle nuove regole, i soggetti '*non accredited*' potranno investire, per ciascuna offerta, fino al 5% del loro reddito annuale o patrimonio netto, o, comunque, fino a un massimo di \$ 2.000 per singola operazione e non più di \$ 100.000 dollari nell'arco di 12 mesi in altre offerte. Il limite di raccolta per le aziende (che devono essere residenti negli USA) è di \$ 1 milione.

| Portale | Raccolta effettuata (milioni USD) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|-----------------|-----------------------------------|---------------------|----------------|
| Fundable | 252,0 | n.d. | 2011 |
| Crowdfunder.com | 104,4 | 58 | 2011 |
| MicroVentures | 85,1 | 52 | 2009 |
| FundersClub | 59,0 | 194 | 2012 |
| SeedInvest | 30,1 | 62 | 2012 |
| WeFunder | 18,5 | 116 | 2010 |

Tabella 1.2

Statistiche sui maggiori portali di *equity crowdfunding* negli USA. Fonte: siti web delle piattaforme

La Tabella 1.2 evidenzia che finora la piattaforma di maggiore successo è stata Fundable, con \$ 252 milioni raccolti. È prevedibile che l'entrata in vigore del Title III darà nuovo impulso alla raccolta e all'espansione dell'industria. Alcuni portali attivi nel *reward based crowdfunding*, come Indiegogo, hanno già annunciato l'intenzione di aprire anche a campagne di tipo *equity*. Un caso a parte è il portale AngelList, non considerato nella Tabella, che offre la possibilità di sottoscrizione *off-line* in modalità '*invite-only*'.

Nell'Europa continentale l'*equity crowdfunding* ha un'incidenza ancora poco rilevante, con la sola eccezione del portale olandese Symbid (si veda la Tabella 1.3) che ha raccolto finora oltre € 529 milioni (non tutti in *equity*) offrendo una piattaforma completa di opportunità finanziarie per le PMI (The Funding Network). Il 'ritardo' rispetto al Regno Unito si spiega con la minore rilevanza dei mercati finanziari rispetto alla piazza londinese, e alla minore propensione all'investimento *online*, oltre che alla normativa⁴.

Peraltro, l'Unione Europea è molto attenta alla tematica: la Commissione Europea nel marzo 2014 ha diffuso un documento dal titolo eloquente ("Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union") proponendo un'agenda per far conoscere questo strumento a imprese e cittadini, promuovere la diffusione delle *best practices* e verificare l'opportunità di un quadro normativo comune. In particolare nel documento l'*equity crowdfunding* viene definito come uno dei nuovi modelli emergenti di finanziamento che contribuirà sempre di più ad aiutare le imprese *startup* a crescere.

⁴ Per un'analisi comparata della regolamentazione del crowdfunding nei diversi paesi europei si veda il rapporto "Current state of Crowdfunding in Europe" a cura di CrowdfundingHub

Box 1.2
**Non solo
 crowdfunding...**

Questo rapporto è dedicato al *crowdfunding*, ma non va trascurato il fatto che anche le altre forme di *crowdfunding* rappresentano una fonte spesso non trascurabile di raccolta di risorse finanziarie per le attività imprenditoriali.

Negli USA, sono ben noti i casi dei progetti *Cooler* e *Pebble*. Il primo progetto viene lanciato sul portale *Kickstarter* nel 2014, con il fine di realizzare un prodotto innovativo, ovvero un frigo portatile con caratteristiche innovative e numerosi accessori. L'obiettivo del promotore, Ryan Grepper, è quello di raccogliere \$ 50.000 offrendo in cambio ricompense differenziate in funzione dell'importo versato, dal semplice ringraziamento al prodotto stesso, fino all'opportunità di avere a casa propria Ryan Grepper a preparare *drink* con il prototipo esclusivo del prodotto. La campagna raccolse in poco tempo oltre \$ 13 milioni, ma non mancarono le polemiche rispetto ai ritardi nelle consegne del prodotto. L'imprenditore aveva infatti sottostimato i costi di produzione, ritrovandosi a corto di denaro nonostante l'ingente raccolta, e fu costretto a mettere in vendita il prodotto a prezzo pieno su Amazon prima di inviarlo ai *crowdfunders*, sollevando proteste vibranti.

Il secondo progetto citato è quello dello *smartwatch* innovativo *Pebble* (che su *Kickstarter* ha raccolto più di \$ 10 milioni in una prima campagna nel 2012 da oltre 68.000 finanziatori e più di \$ 20 milioni in una seconda campagna nel 2015). Si tratta di un progetto antesignano rispetto all'*Apple Watch*, ideato dal nulla da Eric Migicovsky, attuale CEO di un'impresa che occupa 130 addetti, che ha venduto oltre un milione di *smartwatch* e ha ottenuto finanziamenti anche dal mondo del *venture capital*. Il 24 maggio scorso è stata lanciata una terza campagna di *crowdfunding* per finanziare lo sviluppo del *Pebble 2*, che al momento di andare in stampa aveva raccolto già oltre \$ 11 milioni.

Anche in Italia esistono casi interessanti di imprese e progetti di *business* che hanno chiuso con successo campagne *'reward-based'* su portali nazionali e soprattutto esteri.

La *startup* italiana di stampanti 3d multifunzionali *Fabtotum*, fondata da due laureati del Politecnico di Milano, è riuscita a raccogliere nel 2013 sul noto portale statunitense *Indiegogo* \$ 586,000 in 60 giorni a fronte di un obiettivo iniziale di \$ 50,000, *record* europeo per la piattaforma di *crowdfunding*. *Fabtotum* nel suo primo anno di attività ha registrato un fatturato di € 1,5 milioni e *Zucchetti*, primo gruppo italiano di *software* per sistemi ERP e uffici professionali, ha acquisito a maggio 2016 la maggioranza del capitale.

Su *Kickstarter*, la piattaforma di *crowdfunding* più nota al mondo, l'italiana *Ares Games Srl* di *Camaiore* (provincia di *Lucca*) ha proposto ben 6 progetti. Nel marzo 2013 viene lanciata una campagna per raccogliere \$ 30.000 destinata a finanziare lo sviluppo di *Sails of Glory*, un gioco da tavolo che permette di rivivere la guerra navale in età Napoleonica con modellini in scala. In 9 ore vengono raccolti \$ 276.745, offrendo in cambio una selezione dei prodotti stessi, in funzione del contributo singolo. Un mese dopo viene lanciata la campagna di *Galaxy Defender*, un gioco da tavolo tattico-cooperativo che raccoglie \$ 180.252, più di quattro volte il *target* iniziale, e viene poi riproposto con un *sequel* attraverso una seconda campagna che raccoglie \$ 259.166. Nel 2014 è la volta di *Age of Conan*, mentre nel 2015 arrivano *Wings of Glory* e *Sword & Sorcery*. L'ultima campagna citata ha raccolto oltre \$ 500.000 proponendo un gioco da tavolo sul genere *fantasy* con carte e miniature. In totale l'impresa ha raccolto da Internet quasi € 1,5 milioni.

Face4Job Srl, *startup* innovativa italiana fondata nel 2013, nel marzo 2016 ha lanciato un'ambiziosa campagna su *Indiegogo* per lanciare un *social network* lavorativo (*For4Job*) per favorire la condivisione di esperienze, raccogliendo \$ 230.740 da 273 finanziatori offrendo in cambio *voucher* per l'utilizzo della piattaforma e spazi pubblicitari. La cosa interessante è che in precedenza la stessa impresa, già attiva con un portale dedicato all'incrocio fra domanda e offerta di impiego (*Face4Job*) aveva tentato senza successo la strada dell'*equity crowdfunding* su una piattaforma autorizzata italiana (*StarsUp*) offrendo il 5% del capitale a fronte della raccolta *target* di € 250.000 ma ottenendo sottoscrizioni solamente per poco più di € 10.000.

Infine, ulteriori esempi di progetti italiani di *business* che hanno chiuso campagne *reward-based* su portali esteri o italiani con notevoli percentuali di *overfunding* sono stati *GinkGo*, ombrello dal *design* innovativo realizzato con materiali ecocompatibili (\$ 137.251 raccolti su *Indiegogo* da 5.223 finanziatori), e *La Fenice*, macchina del caffè compatibile con qualunque tipo di capsula e con il caffè macinato che sfrutta il principio dell'induzione elettromagnetica (la campagna su *Kickstarter* lanciata nel 2014 ha raccolto \$ 215.957 da 565 partecipanti, ma a distanza di due anni i finanziatori stanno ancora attendendo... un po' delusi a giudicare dai commenti sul sito).

| Portale | Raccolta effettuata (milioni EUR) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|------------------------|-----------------------------------|---------------------|----------------|
| Symbid (Paesi Bassi) | 529,1 (*) | 830 | 2011 |
| Wiseed (Francia) | 51,1 | 125 | 2008 |
| Companisto (Germania) | 29,3 | 62 | 2012 |
| Seedmatch (Germania) | 28,0 | 90 | 2011 |
| FundedByMe (Svezia) | 21,6 | 449 | 2011 |
| MyMicroInvest (Belgio) | 20,5 | 46 | 2011 |
| Invesdor (Finlandia) | 15,3 | 57 | 2012 |

Tabella 1.3

Statistiche sui maggiori portali di *equity crowdfunding* nell'Europa Continentale. Fonte: siti *web* delle piattaforme (*) il dato si riferisce agli investimenti sia nell'*equity* sia nel *lending crowdfunding*

A livello mondiale, si possono segnalare le piattaforme Snowball Effect in Nuova Zelanda (con oltre NZ\$ 8,2 milioni raccolti), Fundator e AngelCrunch in Cina, VentureCrowd in Australia (AU\$ 10 milioni) e ASSOBS (sempre in Australia, AU\$ 145 milioni).

Merita una citazione anche Prodigy Network, una piattaforma *equity-based* nata in Colombia e focalizzata su investimenti immobiliari, che riporta una raccolta di \$ 300 milioni da oltre 6.200 investitori.

Il *lending crowdfunding* nel mondo

Il *lending crowdfunding* è chiaramente il contesto in cui il *crowdfunding* si pone in diretta competizione con il sistema bancario e finora a livello mondiale ha raccolto molto più dell'*equity crowdfunding* (si veda la Figura 1.8) raggiungendo nel 2015 una previsione di raccolta di oltre \$ 25 miliardi, 8 volte quella registrata nel 2013, grazie soprattutto alla crescita del mercato asiatico.

In realtà sotto questa categoria possiamo distinguere diversi modelli di finanziamento:

- *peer to peer lending* (P2P *lending*); in questo modello i prestatori possono decidere direttamente in quali campagne investire, mentre la piattaforma svolge esclusivamente il ruolo di *marketplace*, selezione dei progetti, eventualmente di attribuzione del *rating* e di gestore del pagamento;
- *intermediated lending*; in questo modello la piattaforma si occupa dell'abbinamento dei prestatori con i creditori attraverso un conto di pagamento segregato; il processo di *credit allocation* può a sua volta seguire diversi algoritmi: (i) un meccanismo competitivo di asta fra i prestatori, (ii) un obiettivo di rischio massimo accettato dal prestatore, (iii) un obiettivo di rendimento minimo richiesto dal prestatore.

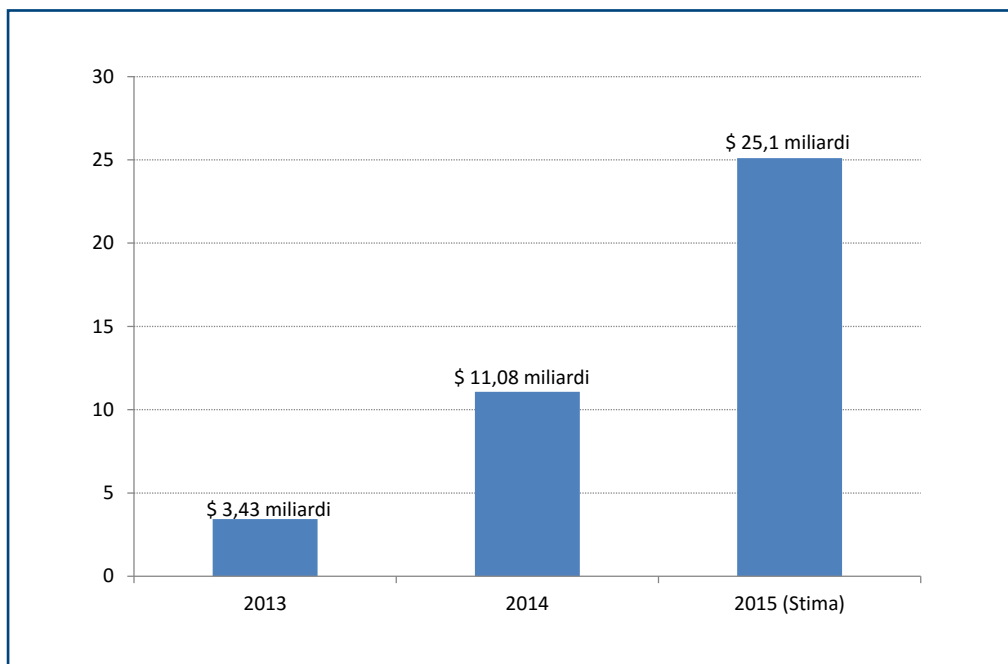


Figura 1.8

Volume di raccolta delle piattaforme di *lending crowdfunding* attive a livello mondiale dal 2013 al 2015. Fonte: Massolution Crowdfunding Industry report 2015

- *bond crowdfunding*; in questo caso il prestatore sottoscrive un titolo mobiliare (tipicamente un'obbligazione) che viene collocato in sottoscrizione attraverso la piattaforma, come avviene in un'offerta pubblica; operazioni di questo tipo non sono possibili al momento in Italia (se non attraverso la pubblicazione di un prospetto informativo approvato da CONSOB) ma sono più comuni in altri contesti quali il Regno Unito.

Il credito acquisito dai *web surfers* tipicamente non è assistito da alcuna tutela o pegno, ma può accadere che il finanziatore offra una qualche garanzia reale o personale. Molto più spesso, sono le piattaforme stesse a costituire un fondo di sicurezza, alimentato dalle commissioni, che interviene in caso di insolvenza.

Le piattaforme di *lending* vantano diversi vantaggi competitivi rispetto alle banche⁵:

1. non sopportano costi relativi alle filiali sul territorio;
2. sono più efficienti nella lavorazione dei crediti e più veloci nel decidere se accettare la richiesta di finanziamento oppure no;
3. sono più efficienti nei processi operativi e nell'analisi dei dati relativi sia ai prestatori sia ai soggetti finanziati;
4. sostengono meno costi rispetto alla *compliance*.

Per contro i portali devono sostenere costi di *marketing* proporzionalmente maggiori, essendo meno conosciuti, e non offrono agli investitori le stesse garanzie di solidità che possono offrire le banche. Le piattaforme infatti agiscono solo da soggetti abilitatori e i fondi raccolti non entrano nel loro bilancio.

Il mercato di riferimento a livello mondiale è quello americano (si veda la Tabella 1.4) dove nel febbraio 2006 aprì la prima piattaforma (Prosper). Nel 2008 la SEC introdusse l'obbligo di registrazione del *lending crowdfunding* come investimento mobiliare, per tutelare gli investitori. Nel corso degli ultimi anni il volume di raccolta è aumentato in maniera consistente grazie all'apporto degli investitori istituzionali, che si sono avvicinati alla nuova opportunità. Ad oggi il portale più importante è quello di Lending Club, che è arrivato vicino alla soglia di \$ 19 miliardi investiti. È interessante notare che negli ultimi tempi sono stati sviluppati da *startup fintech* dei *tool* di supporto e di *analytics* per i prestatori finalizzati alla gestione ottimizzata dei crediti (ad esempio LendingRobot, specializzata su investitori *retail*, Orchard, specializzata su investitori istituzionali, PeerCube, Peer Lending Server); attraverso questi sistemi è possibile anche impostare delle strategie per automatizzare gli investimenti nelle maggiori piattaforme di *lending*.

⁵ Si veda lo studio "Global Marketplace Lending - Disruptive Innovation in Financials" pubblicato da Morgan Stanley nel 2015,

Tabella 1.4
Statistiche sui maggiori portali di *lending crowdfunding* negli USA. Fonte: siti *web* delle piattaforme

| Portale | Raccolta effettuata (milioni USD) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|--------------|-----------------------------------|---------------------|----------------|
| Lending Club | 18.732 | 1.496.016 | 2006 |
| SoFi | 9.000 | n.d. | 2011 |
| Prosper | 6.061 | n.d. | 2006 |
| OnDeck | 4.000 | 50.000 | 2007 |
| Avant | 3.000 | 450.000 | 2012 |
| Kabbage | 1.600 | 100.000 | 2009 |

Per quanto riguarda la regolamentazione del *lending crowdfunding* nell'Unione Europea, in un parere del febbraio 2015 la European Banking Authority e la European Securities and Market Authority specificavano al Parlamento, al Consiglio ed alla Commissione Europea che la normativa europea sui servizi di pagamento è applicabile alle singole piattaforme, ma solo per il pagamento stesso, lasciando quindi privi di regolamentazione gli aspetti relativi al finanziamento effettuato. Si ribadiva infatti il principio che la raccolta di fondi non è vietata ad una piattaforma, giacché inquadrabile non come attività bancaria, ma come prestazione di servizi di pagamento o emissione di moneta elettronica per conto di soggetti autorizzati. Inoltre si sottolineava la necessità di dimostrare una trattativa personalizzata nella quale i prenditori e i finanziatori che usufruiscono della piattaforma sono capaci di incidere sulla determinazione delle clausole del contratto attraverso la propria volontà negoziale.

Ancora una volta a livello europeo è il Regno Unito il mercato di riferimento, dove è nato uno dei pionieri del *lending crowdfunding*: Zopa, che per un certo periodo ha operato anche in Italia, si veda il Box 3.1 a pagina 50. Come evidenzia la Tabella 1.5, Zopa è ancora oggi il *leader* nazionale, con oltre un miliardo e mezzo di sterline raccolte e 63.000 investitori attivi. Le prime tre piattaforme in classifica (Funding Circle, RateSetter e ovviamente Zopa) sono specializzate sui prestiti a persone fisiche (*consumer lending*) mentre tutte le altre sono specializzate su prestiti a imprese (*business lending*).

Un fatto interessante è che nel maggio 2016 Funding Circle ha annunciato la prima operazione di cartolarizzazione di prestiti erogati in *crowdfunding* per un importo di 130 milioni di sterline, con un'emissione di obbligazioni *asset backed* garantite dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), proprio con l'obiettivo di sostenere l'offerta di capitale per la finanza alternativa. La prima operazione del genere negli USA era stata organizzata nel 2013 da Eaglewood Capital Management su prestiti triennali erogati attraverso il portale Lending Club per un importo di \$ 53 milioni. Nel giugno 2016 è stato annunciato l'investimento diretto nella stessa piattaforma britannica da parte della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) con 100 milioni di sterline.

Va notato che nel Regno Unito da aprile 2016 esistono incentivi specifici dallo Stato per il *lending crowdfunding*, attraverso depositi chiamati Innovative Finance ISA (*individual saving accounts*) che godono di esenzione totale sugli interessi maturati su importi fino a

Il paradigma *blockchain* rappresenta un'opportunità tecnologica che da molti viene considerata come 'The next big thing'. Alla base della *blockchain revolution*, iniziata nel 2009 con l'avvento di Bitcoin, c'è una rivalutazione sostanziale del concetto di *trust*: mentre in uno scenario tradizionale ciascun processo di scambio economico è garantito da una terza parte fidata, come una Banca Centrale o un notaio, in un contesto *blockchain* il rapporto di fiducia è disintermediato e affidato ad un algoritmo matematico che regola una rete di nodi *peer-to-peer*, capaci di operare gli scambi tra utenti in modo sicuro e diretto senza il bisogno di intermediari.

La possibilità di eliminare le cosiddette '*trusted third parties*' ha un impatto profondo, trasversale e dirompente in tutti gli scenari di *business* dove occorre regolare transazioni tra soggetti che non si fidano l'uno dell'altro e in cui vige una potenziale asimmetria informativa. Le applicazioni di questa nuova tecnologia non si limitano al mondo dei pagamenti ma sono destinate a sconvolgere tutte le principali *industry* (mercati finanziari, assicurazioni, *energy*, *telco*, *media*, *retail*). La *blockchain technology* consente di creare una piattaforma giudicata sicura per la certificazione e archiviazione di informazioni, stabilisce di fatto un elemento di *trust* in ecosistemi cosiddetti *trustless*, può essere usata per automatizzare processi e per digitalizzare i contratti grazie all'implementazione dei cosiddetti *smart-contract*, è facilmente accessibile da tutti a scopo di *auditing*, pur consentendo di mantenere un certo grado di riservatezza/anonimità.

Date queste caratteristiche la *blockchain technology* può essere utilizzata in tutte le fasi di un processo di *crowdfunding* - dalla raccolta dei fondi alla contabilità, dalla distribuzione degli proventi e dei *benefit* alla emissione di strumenti finanziari - il tutto con garanzia di trasparenza ed abbattimento delle asimmetrie informative.

Guardando ai servizi di *crowdfunding*, la tecnologia *blockchain* potrebbe sostituirsi (o eventualmente potenziare) le attuali piattaforme centralizzate. Al rapporto di fiducia stabilito tra i *backers* e la piattaforma, si sostituisce (o si affianca) infatti la robustezza di un protocollo P2P per il trasferimento di valore sotto forma di *cryptocurrency*. Ciò abilita una gestione diretta della campagna senza possibilità di frode, e la successiva remunerazione degli investitori basata su regole pubbliche e sempre verificabili. Componenti tecnologiche più avanzate di tipo '*smart contract*' consentono di automatizzare il movimento dei fondi con logica *event-driven*, e programmare dei criteri predefiniti di spendibilità.

Tra le iniziative di mercato già avviate, la piattaforma Swarm si propone come incubatore di *startup* che vogliono utilizzare le criptovalute come strumento di finanziamento e *payback*. Altri esempi di *startup* attive sul tema sono FundFlyer e Lighthouse, che permettono il *funding* direttamente da un *wallet* Bitcoin. L'interesse a sviluppare piattaforme P2P *blockchain* è vivo anche tra le banche tradizionali: ad aprile, BNP Paribas ha annunciato una *partnership* con SmartAngels per realizzare strumenti di supporto alle *private company* per l'emissione di *security* digitali certificate su *blockchain*.

Box 1.3

Blockchain e crowdfunding: the next big thing?

15.000 sterline di investimento massimo.

Secondo i dati forniti dal Cambridge Centre for Alternative Finance, nel Regno Unito l'investimento annuale nel *lending crowdfunding* nel 2015 è stato pari a 909 milioni di sterline nell'ambito *consumer* e 1,49 miliardi di sterline nell'ambito *business* (881 milioni al netto dei progetti nel *real estate*), valori praticamente raddoppiati rispetto all'anno precedente. I prestiti veicolati alle imprese attraverso il *crowdfunding* rappresentano ormai il 3,4% del flusso di finanziamento erogato dalle banche (addirittura il 13,9% nel caso delle PMI). Gli investitori istituzionali nel Regno Unito apportano ben il 32% delle risorse erogate dalle piattaforme per il *consumer lending* e il 26% per il *business lending*.

Tabella 1.5
Statistiche sui
maggiori portali
di *lending
crowdfunding*
nel Regno Unito.
Fonte: siti *web* delle
piattaforme

| Portale | Raccolta effettuata (milioni GBP) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|----------------|--------------------------------------|---------------------|----------------|
| Zopa | 1.510 | 150.000 | 2005 |
| Funding Circle | 1.310 | 15.000 | 2010 |
| RateSetter | 1.243 | 266.527 | 2010 |
| LendInvest | 664 | 2.333 | 2013 |
| Wellesley & Co | 321 | 234 | 2014 |
| Thin Cats | 175 | 644 | 2011 |
| Saving Stream | 140 | 108 | 2013 |
| Asstz Capital | 116 | 382 | 2013 |

Nell'Europa continentale, dopo il fallimento nel 2015 della piattaforma svedese TrustBuddy nata nel 2009, dovuto a irregolarità contabili e all'impossibilità di rimborsare i prestiti erogati, la piattaforma di maggiore rilievo è la tedesca Auxmoney (si veda la Tabella 1.6) e sono solo altri cinque i portali che hanno raccolto più di € 50 milioni. Con la sola eccezione di Geldvorelkaar e Funding Circle Europe, sono tutte piattaforme dedicate al *consumer lending*.

A livello mondiale, merita citare la piattaforma cinese Hongling Capital, che rivendica una raccolta complessiva di circa € 13,5 miliardi.

Neppure vanno dimenticate (pur non appartenendo strettamente all'ambito del *crowdfunding*) le piattaforme di microcredito, quali ad esempio la statunitense Kiva (\$ 863 milioni erogati finora), le quali ispirandosi all'esperienza della Grameen Bank del premio Nobel per la Pace Muhammad Yunus sono impegnate nell'attivare piccoli prestiti a progetti in zone del Terzo Mondo per combattere la povertà.

Tabella 1.6
Statistiche sui
maggiori portali
di *lending
crowdfunding*
nell'Europa
Continentale.
Fonte: siti *web* delle
piattaforme

| Portale | Raccolta effettuata (milioni EUR) | Progetti finanziati | Anno di lancio |
|----------------------------------|--------------------------------------|------------------------|----------------|
| Auxmoney (Germania) | 465,9 | 79.350 | 2006 |
| Younited Credit (Francia) | 339,7 | n.d. | 2011 |
| Geldvorelkaar (Paesi Bassi) | 84,1 | 1.012 | 2010 |
| Funding Circle Europe (Germania) | 76,6 | 17.000 | 2014 |
| Bondora (Estonia) | 58,7 | n.d. | 2009 |
| Fixura (Finlandia) | 54,4 | 11.400 | 2010 |

L'invoice trading nel mondo

La regolamentazione dell'*invoice trading* non comporta complessità particolari diverse rispetto alla disciplina di cessione dei crediti commerciali.

Negli USA esistono da tempo intermediari non bancari che offrono alle imprese l'anticipazione delle fatture. Il più delle volte però si rivolgono a investitori istituzionali e non ai navigatori di Internet.

Nel Regno Unito la piattaforma di riferimento è MarketInvoice, che finora ha organiz-

Box 1.4

**Il crowdinvesting
esplora nuovi confini:
i crowdsourced
hedge fund**

Un recente sviluppo del *crowdinvesting*, nonché un'area con notevole potenziale di espansione nel mondo FinTech, è rappresentato dai *crowdsourced hedge fund*. Nati come delle piattaforme per la progettazione 'open source' di algoritmi di trading, inizialmente mettevano gratuitamente a disposizione degli utenti librerie matematiche per l'analisi statistica e serie storiche gratuite per diversi strumenti finanziari, entrambi tipicamente a pagamento ed accessibili in passato unicamente a professionisti o a trader esperti. Le piattaforme consentivano di simulare le *performance* degli algoritmi sulla base dei dati storici (operazione chiamata in gergo tecnico *back-testing*) e di valutarne redditività ed efficienza in termini di criteri oggettivi come volatilità o altri parametri tecnici significativi (ad esempio lo Sharpe Ratio).

Le piattaforme si sono successivamente evolute incorporando la possibilità di eseguire il *live-trading*, ossia operando con gli algoritmi in tempo reale direttamente sul mercato e non solo sulle serie storiche, collegando gli algoritmi ad un account di *trading*. Il passo successivo, guidato dal crescente interesse degli investitori e degli operatori finanziari tradizionali per il mondo del *trading* algoritmico, è stata l'evoluzione di tali piattaforme in veri e propri *hedge fund*. Il modello di *business* dei *crowdsourced hedge fund* si basa sull'utilizzo, da parte dei *fund manager*, dei migliori algoritmi di *trading* nati dalla 'folla' di Internet per operare sul mercato, condividendo delle *royalties* (tipicamente il 10% dei profitti) o promettendo premi ai creatori degli algoritmi.

Il principio del *crowdsourcing* permette, di fatto, di convogliare le migliori strategie di *trading* ideate da non professionisti (ossia da autonomi sviluppatori), mentre la piattaforma contribuisce fornendo loro gli strumenti operativi, riducendo le barriere di ingresso sui mercati, e consentendo ai più performanti di operare con delle masse di *trading* che, altrimenti, sarebbero raramente gestite da un singolo investitore non professionista.

Questo modello possiede un elevato potenziale di successo poiché molti fondi, in un periodo di bassi tassi ed elevata volatilità dei mercati, hanno bisogno di innovare e diversificare le loro strategie di investimento. Inoltre, anche i tradizionali *hedge fund* si stanno rivolgendo sempre di più al *trading* algoritmico e sono a caccia di menti brillanti ed idee creative che permettano loro di sopra-performare il mercato.

Due tra i principali *crowdsourced hedge fund* sono Quantopian (che mette a disposizione ogni mese \$ 5.000 per il migliore algoritmo proposto dai 70.000 membri della *community*) e Numerai (piattaforma basata sull'intelligenza artificiale che remunera gli investitori in Bitcoin).

zato la cessione di 12.341 fatture per 765 milioni di sterline. Altri *player* sono Platform Black (128 milioni di sterline investiti), Invoice Cycle, Funding Invoice e GapCap. Nel complesso secondo il Cambridge Centre for Alternative Finance l'industria anglosassone ha ceduto nel solo 2015 fatture per 325 milioni di sterline.

Negli altri paesi esistono portali attivi in Germania (Debitos), Spagna (Finanzarel), Francia (Finexcap), Irlanda (Invoice Fair), Svezia (FakturaBorsen), a Singapore (Invoice Interchange), in Australia (Skippr, Waddle, Bid Invoice), in Estonia (Investly).

Il modello generalmente prevede che un'impresa chieda di accreditarsi sulla piattaforma di *invoice trading*, per poi successivamente porre in vendita una propria fattura (su MarketInvoice l'importo può andare da 1.000 sterline fino a oltre un milione di sterline). La fattura può essere collocata:

- suddividendo l'importo fra più investitori, che ne acquistano singole *tranche* (è ad esempio il modello scelto da MarketInvoice);
- attraverso un'asta competitiva, aggiudicata ad un solo investitore (è il modello scelto da Platform Black e in Italia da Workinvoice.it).

L'impresa riceve immediatamente liquidità per un importo pari in genere all'85%/90% della fattura, e al momento del pagamento dell'effetto avviene il saldo delle competenze, al netto della remunerazione che rimane all'investitore.

2. L'equity crowdfunding

In questo Capitolo la ricerca focalizza l'attenzione sull'industria dell'*equity crowdfunding* in Italia, il cui sviluppo ha avuto come *driver* fondamentale il 'Decreto Sviluppo-bis' (D.L. 179/2012) che ha introdotto la possibilità per le *start-up* innovative (opportunità poi estesa anche alle PMI innovative, ai veicoli e fondi che investono prevalentemente in queste imprese e alle '*startup* turismo') di raccogliere capitale di rischio attraverso Internet in deroga alla disciplina delle offerte pubbliche.

La normativa di riferimento in Italia

L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal D.L. 179/2012 ('Decreto Sviluppo-bis') convertito nella Legge 221/2012. L'intento di *policy* è stato dichiaratamente quello di introdurre la raccolta di capitale di rischio attraverso Internet con il fine di favorire la nascita e lo sviluppo di imprese *startup* innovative.

Determinante è stata la volontà del Ministero dello Sviluppo Economico, e della segreteria tecnica in particolare, nell'introduzione di questa opportunità. Nei mesi precedenti a questo intervento legislativo, infatti, una *task-force* di esperti aveva elaborato un corposo documento di 170 pagine (Restart Italia!) contenente una serie di raccomandazioni volte a stimolare imprenditorialità e occupazione, una delle quali mirava a "importare in Italia il meccanismo del *crowdfunding*". Recependo le indicazioni, lo stesso Decreto ha introdotto altre innovazioni significative quali lo status della *startup* innovativa e le semplificazioni che hanno dato il via all'industria dei mini-bond.

Il D.L. 179/2012 interveniva all'art. 30 modificando il Testo Unico della Finanza (TUF, nella parte che disciplina le offerte pubbliche) e poneva alcuni paletti specifici per l'*equity crowdfunding* all'italiana:

1. la raccolta deve essere effettuata attraverso portali Internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla CONSOB, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale (sezione 'speciale' del registro) nonché da soggetti autorizzati in base a determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB (sezione 'ordinaria' del registro), a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento;
2. le campagne devono essere proposte da imprese che si qualificano come *startup* innovative¹ e devono riguardare titoli partecipativi del capitale;
3. l'ammontare dell'offerta non deve superare i limiti stabiliti (art 100 comma 1 del TUF), ovvero nel caso specifico € 5 milioni.

La legge demandava poi alla CONSOB il compito di definire modalità operative specifiche. Dopo una consultazione avviata con gli *stakeholder* del sistema a inizio 2013, il Regolamento CONSOB è stato pubblicato nel giugno 2013; esso declinava alcuni principi rilevanti:

1. i requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori dei portali autorizzati nella sezione 'speciale' del registro;
2. il processo autorizzativo e sanzionatorio;
3. le regole di condotta dei gestori dei portali e l'informativa minima da fornire agli investitori potenziali, soprattutto sui possibili rischi;

¹ Per la definizione delle '*startup innovative*' e dei requisiti che esse devono rispettare si rimanda al sito Internet <http://startup.registroimprese.it>

4. il requisito che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori 'professionali' ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo, incubatori di *startup* innovative, con l'obiettivo di fornire ai piccoli investitori un minimo segnale sulla qualità dell'emittente;
5. prevedere un obbligo per le emittenti di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una *wayout* nel caso i cui i soggetti controllanti cedano il controllo dell'azienda, ovvero di clausole di *tag along* (che consentono agli investitori di cedere le loro quote insieme a chi vende) o di recesso;
6. il diritto di revoca dell'ordine di sottoscrizione per gli investitori, nel caso di fatti nuovi avvenuti durante il periodo di offerta, da esercitarsi entro 7 giorni.

Chiaramente si è cercato di trovare un equilibrio fra la volontà di aprire un nuovo canale di finanziamento per le *startup* innovative da una parte, e la necessaria e opportuna tutela dei risparmiatori di fronte ad un investimento particolarmente rischioso e illiquido. L'applicazione della normativa nei mesi successivi ha evidenziato alcune criticità relative soprattutto alla gestione degli ordini di sottoscrizione (perfezionabili direttamente attraverso la rete Internet per importi fino a € 499 e gestibili invece solo da banche e SIM per importi superiori, quindi attraverso il complesso e oneroso sistema di valutazione dell'appropriatezza dell'investimento a valle dell'ordine, perfezionabile teoricamente via *web* ma nella pratica gestito ancora con modalità tradizionali).

La legge di riferimento è stata poi modificata dal D.L. 3/2015 ('Decreto Investment Compact') e da altri provvedimenti che hanno esteso l'opportunità dell'*equity crowdfunding* alla nuova categoria delle 'PMI innovative'², agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società di capitali che investono prevalentemente in *startup* innovative e in PMI innovative, alle '*startup* turismo' previste dall'articolo 11-bis del D.L. 83/2014.

² Per la definizione delle 'PMI innovative' e dei requisiti che esse devono rispettare si rimanda al sito Internet <http://startup.registroimprese.it/pminnovative>

A fronte di queste innovazioni, CONSOB ha quindi ritenuto opportuno rivedere il Regolamento esistente, pubblicando un nuovo documento nel 2016, che introduceva rilevanti modifiche e 'rilassava' alcuni vincoli, con generale consenso e apprezzamento da parte della *community* formata intorno all'industria nascente:

1. innanzitutto si estendeva il novero degli investitori 'professionali' a quelli classificati 'su richiesta' ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti, rendendo più facile per le imprese rispondere al requisito della quota minima del 5% dell'offerta; inoltre si considerava ammissibile nel computo del 5% anche la parte sottoscritta da investitori 'seriali' nel *crowdfunding* (quali ad esempio i *business angels*) o persone fisiche con esperienza di amministratori in *startup* o PMI innovative;
2. si introduceva l'obbligo di inizio delle attività da parte dei portali entro 6 mesi dall'autorizzazione, pena la decadenza dell'autorizzazione stessa;
3. si dava la possibilità al gestore del portale di verificare direttamente, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta (verifica prima effettuabile solo da banche e SIM).

Ulteriore incentivo all'abbattimento dei costi di transazione è stata l'introduzione (sempre nel D.L. 3/2015) del possibile regime di dematerializzazione di quote e azioni per PMI e *startup* innovative che ha gettato le premesse per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte in *crowdfunding*. Il costo della pratica di cessione (che difficilmente è inferiore a € 400) rappresenta ad oggi un potente disincentivo rispetto all'investimento di piccole somme di denaro.

I portali autorizzati

Alla data del 15 giugno 2016 in Italia risultavano autorizzati da CONSOB 19 portali di *equity crowdfunding*. Di questi (si veda la Tabella 2.1) 18 sono iscritti alla sezione 'ordinaria' mentre solo uno (Unicaseed.it) è iscritto alla sezione 'speciale'. Va notato che dopo l'attivazione della legge un altro portale aveva richiesto e ottenuto a fine agosto 2015 l'iscrizione (Symbid Italia) ma nel mese di maggio 2016 la società che lo gestisce

(attualmente in liquidazione) ha richiesto la cancellazione dall'elenco. Un altro portale (SmartHub) risulta iscritto ma con l'avvertenza che 'il gestore ha comunicato di avere temporaneamente sospeso l'attività'.

La Tabella 2.1 evidenzia che nella sezione ordinaria quasi tutti i gestori sono società a responsabilità limitata, con l'eccezione di una società per azioni e una società cooperativa.

| Sito web | Società gestore | Data autorizzazione |
|------------------------|-------------------------------------|---------------------|
| Unicaseed.it | Unica SIM | Sezione speciale |
| Starsup.it | Starsup Srl | 18/10/2013 |
| Assitecacrowd.com | Assiteca crowd Srl | 26/2/2014 |
| Smarthub.eu (inattivo) | Smarthub Srl | 9/4/2014 |
| Equity.tip.ventures | The Ing Project Srl | 18/6/2014 |
| Nextequity.it | Next equity crowdfunding marche Srl | 16/7/2014 |
| Crowdfundme.it | Crowdfundme Srl | 30/7/2014 |
| Muumlab.com | Muum lab Srl | 6/8/2014 |
| Mamacrowd.com | Siamosoci Srl | 6/8/2014 |
| Fundera.it | Fundera Srl | 10/9/2014 |
| Ecomill.it | Ecomill Srl | 29/10/2014 |
| Wearestarting.it | Wearestarting Srl | 16/12/2014 |
| Equinvest.it | Equinvest Srl | 14/1/2015 |
| Investi-re.it | Baldi Finance SpA | 28/1/2015 |
| Startzai.com | Startzai Srl | 25/2/2015 |
| Equitystartup.it | Ascomfidi Nord-Ovest Soc. coop. | 26/8/2015 |
| Crowd4capital.it | Roma Venture Consulting Srl | 8/10/2015 |
| Opstart.it | Opstart Srl | 11/11/2015 |
| Cofyp.com | Cofyp Srl | 14/4/2016 |

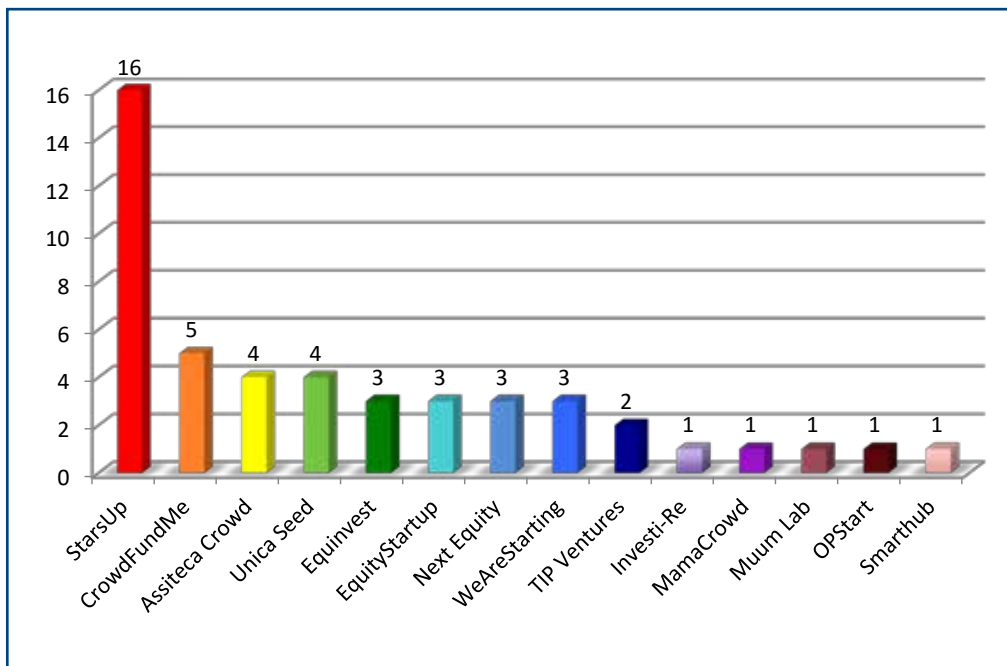
Tabella 2.1

I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di equity crowdfunding in Italia, alla data del 15/6/2016.

I promotori dei portali di *equity crowdfunding* italiani possono essere distinti in tre diversi gruppi:

1. soggetti già attivi nell'ambito dell'intermediazione e consulenza finanziaria quali Unica SIM, Assiteca SIM (socio rilevante di Assiteca crowd Srl) e Baldi Finance SpA o che sono partecipati da essi (la *startup* innovativa Siamosoci Srl è partecipata dal gruppo Azimut mentre un'altra *startup* innovativa, Cofyp Srl, è partecipata dalla marchigiana IFI, impresa attiva nell'informazione creditizia e nel *credit management*); per questi soggetti la gestione sotto autorizzazione del portale di *equity crowdfunding* rappresenta una diversificazione del *business*;
2. soggetti legati ad associazioni di categoria (il consorzio fidi di Confcommercio Ascomfidi Nord-Ovest);
3. società indipendenti, tipicamente fondate da professionisti attivi nel mondo della consulenza su *business planning*, finanza e *startup* e costituite con l'obiettivo principale di gestire la piattaforma; si tratta del gruppo più numeroso, cui appartengono imprese che raramente hanno un capitale sociale superiore a € 30.000 (in questo *cluster* solo Ecomill Srl e Equinvest Srl superano la soglia). È importante notare che ben 10 di queste società si qualificano esse stesse come *startup* innovative. Alcune di queste imprese hanno comunque stipulato accordi di *partnership* con società di intermediazione e analisi finanziaria per favorire il coinvestimento. Ad esempio EquityStartup ha stretto un accordo strategico con Intermonte SIM per facilitare l'accesso dei clienti della società di intermediazione alle campagne pubblicate e offrire il servizio fiduciario di intestazione. Crowdfundme, Investi.re e Assiteca Crowd sono supportate da Websim (piattaforma informativa per investitori *retail* promossa sempre da Intermonte SIM) nell'attività di comunicazione. A parte lo sfortunato tentativo di Symbid Italia (la già citata *joint venture* fra la piattaforma olandese Symbid e il gruppo Banca Sella) è interessante notare che al momento non

Figura 2.1
Numero di campagne presentate dai portali autorizzati di equity crowdfunding in Italia, alla data del 15 giugno 2016

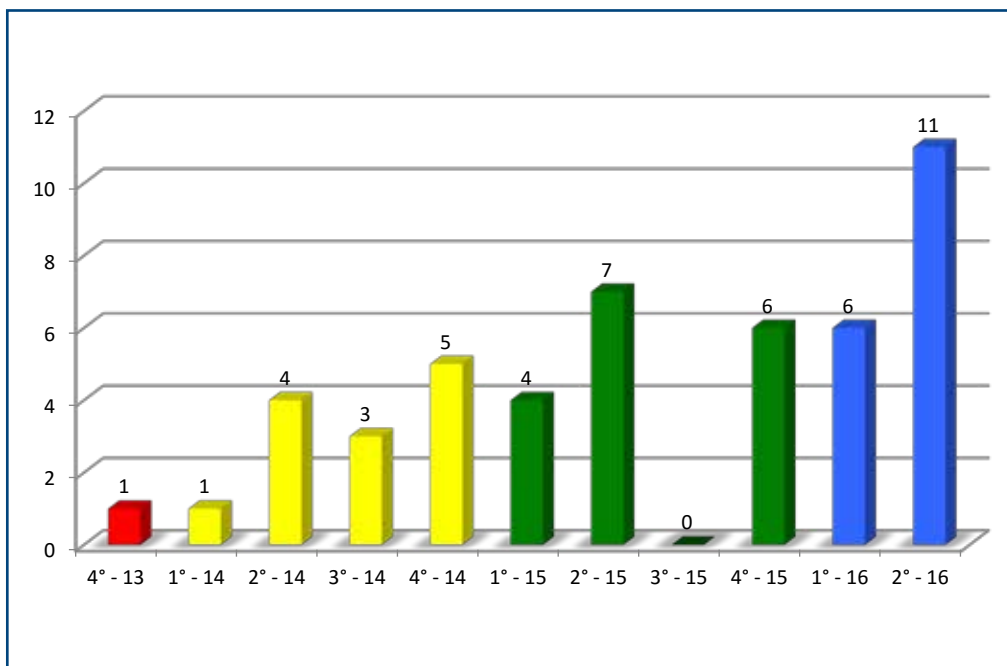


si registra sul mercato italiano l'arrivo di operatori esteri. I portali possono essere inoltre classificati in funzione della loro specializzazione. La maggior parte di essi è di tipo 'generalista' nel senso che vengono considerate offerte da imprese di vari settori. Altri invece si collocano come portali 'specializzati'. Fundera ed EcoMill, ad esempio, hanno l'obiettivo di presentare progetti nel campo della sostenibilità ambientale e delle tecnologie *green*.

Tutti i portali elencati hanno presentato finora unicamente campagne di tipo *equity-based*. Va segnalato però che TIP Ventures si qualifica anche come portale '*reward-based*' e al momento di andare in stampa stava per lanciare la sua prima campagna di questo tipo (Wimbify, *app* di *travel sharing*) che ovviamente non è considerata in questo capitolo.

La Figura 2.1 riporta il numero di campagne presentate fino al 15 giugno 2016 dalle piattaforme autorizzate (in totale 48). Si può notare che alcuni portali (5) non hanno ancora pubblicato progetti. La piattaforma che ha pubblicato più campagne è StarsUp (16 progetti, pari al 36,4% del totale) seguita da CrowdFundMe (5 progetti, pari all'11,4%). La Figura 2.2 evidenzia il flusso temporale delle campagne presentate. Non sorprende

Figura 2.2
Flusso temporale delle campagne di equity crowdfunding sui portali autorizzati da CONSOB



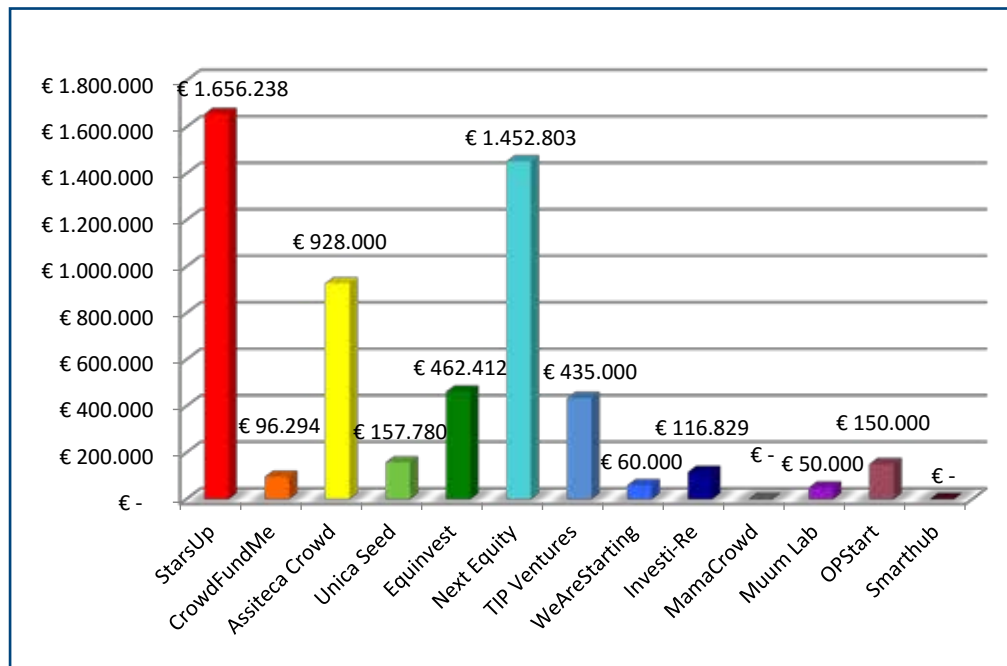


Figura 2.3

Capitale raccolto fino al 15/6/2016 dai portali italiani di equity crowdfunding autorizzati da CONSOB.

che immediatamente dopo la pubblicazione del primo Regolamento Consob le campagne siano state poche, mentre si osserva a partire dal secondo trimestre 2014 un flusso più consistente, legato sia all'arrivo sul mercato di nuovi gestori, sia al consolidamento delle prassi operative. La prima metà del 2016 sembra consolidare il dato e imprimere una spinta rinnovata, con ben 11 proposte nel secondo trimestre. Alla data della stampa del Report al nostro Osservatorio risultavano in arrivo almeno altre 6 offerte.

La Figura 2.3 riporta per ogni piattaforma il totale del capitale di rischio³ raccolto attraverso Internet. Anche in questo caso la piattaforma Startsup occupa il primo posto (con € 1,656 milioni raccolti) seguita dalla marchigiana Next Equity (€ 1,453 milioni) e da Assiteca Crowd (€ 0,928 milioni). In totale il capitale raccolto sul *web* ammonta a € 5,565 milioni. Anche in tal caso la raccolta non è stata omogeneamente distribuita nel corso del tempo: solo per citare un dato, sei mesi fa a fine novembre 2015 il totale raccolto non aveva ancora superato la soglia di € 3 milioni.

La stima dell'Osservatorio, sulla base delle prospettive in essere, è che a fine 2016 il valore totale della raccolta dell'*equity crowdfunding* italiano possa arrivare a € 9 milioni.

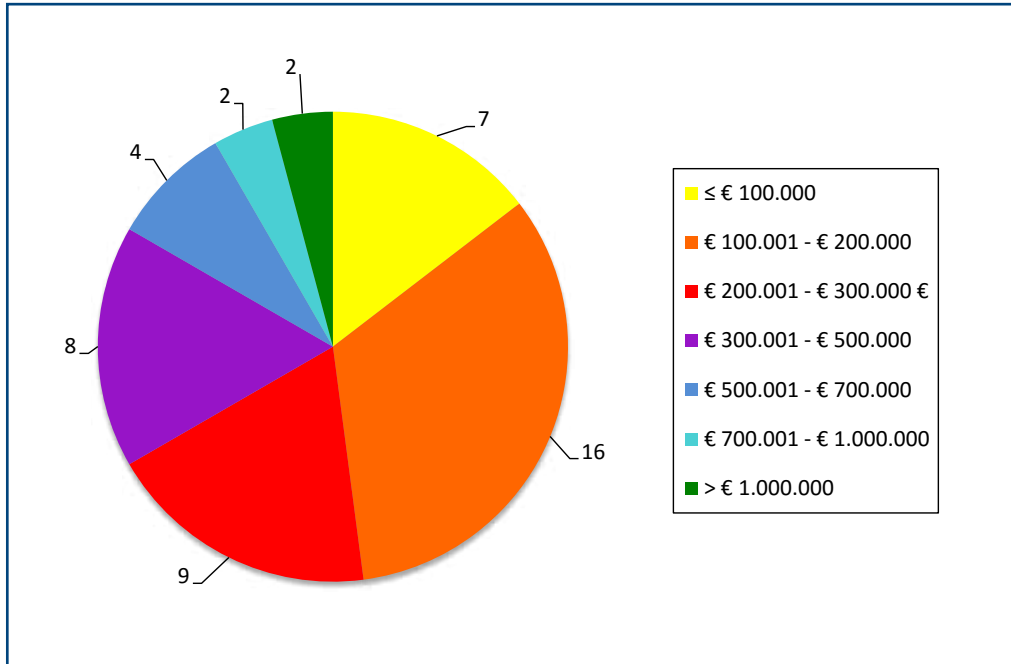
Le campagne presentate

La Tabella 2.2 mostra alcune statistiche sulle 48 offerte pubblicate, già suddivise nella Figura 2.1, rispetto al *target* di raccolta e alla quota del capitale di rischio offerta a fronte della sottoscrizione. Il *target* di raccolta è definito come l'importo riportato nei documenti messi a disposizione dei navigatori di Internet e indicato come 'obiettivo di raccolta'⁴. Poiché l'operazione di raccolta si configura a tutti gli effetti come un aumento di capitale, la raccolta deve essere necessariamente compatibile con la delibera di aumento di capitale. La prassi che si è andata consolidando è quella di approvare un aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione per i soci esistenti, che prevede una parte 'inscindibile' e una parte 'scindibile' (è accaduto in 33 offerte su 48). Ciò consente all'impresa di definire una soglia minima al di sotto della quale la raccolta di capitale effettuata sul *web* è inefficace (appunto la parte 'inscindibile') e una soglia massima di raccolta (fino a saturare la quota 'scindibile'). Ciò implica che la raccolta effettiva può essere compresa fra una soglia minima e una soglia massima. Vi sono state però alcune operazioni (12) in cui tutto l'aumento di capitale era inscindibile (e quindi l'esito positivo della raccolta poteva unicamente coincidere con il raggiungimento esatto del *target*, non un euro in più, non un euro in meno) e altre in cui l'aumento di capitale destinato alla 'folla' di Internet era tutto scindibile (e in tal caso la campagna è stata

³ Il conteggio tiene conto solo delle campagne effettivamente chiuse con successo fino alla data del 15/6/2016. A tale riguardo si osserva che al momento di andare in stampa erano aperte diverse campagne, alcune delle quali già in *overfunding*: Club Italia Investimenti 2 sulla piattaforma MamaCrowd (con ben 238.000 euro raccolti) e CleanBnB su Crowdfundme.it (con altri 100.000 euro raccolti). Nei fatti quindi la raccolta sfiora 6 milioni di euro.

⁴ In caso di conflitto fra l'indicazione contenuta sulla pagina *web* rispetto ad altri documenti messi a disposizione, viene considerato come valore di riferimento quanto contenuto nel documento informativo che descrive in maniera compiuta le condizioni dell'offerta. Si ricorda che i documenti di offerta non sono approvati da CONSOB e quindi hanno strutture abbastanza eterogenee.

Figura 2.4
Segmentazione del target di raccolta per le 48 campagne di equity crowdfunding del campione



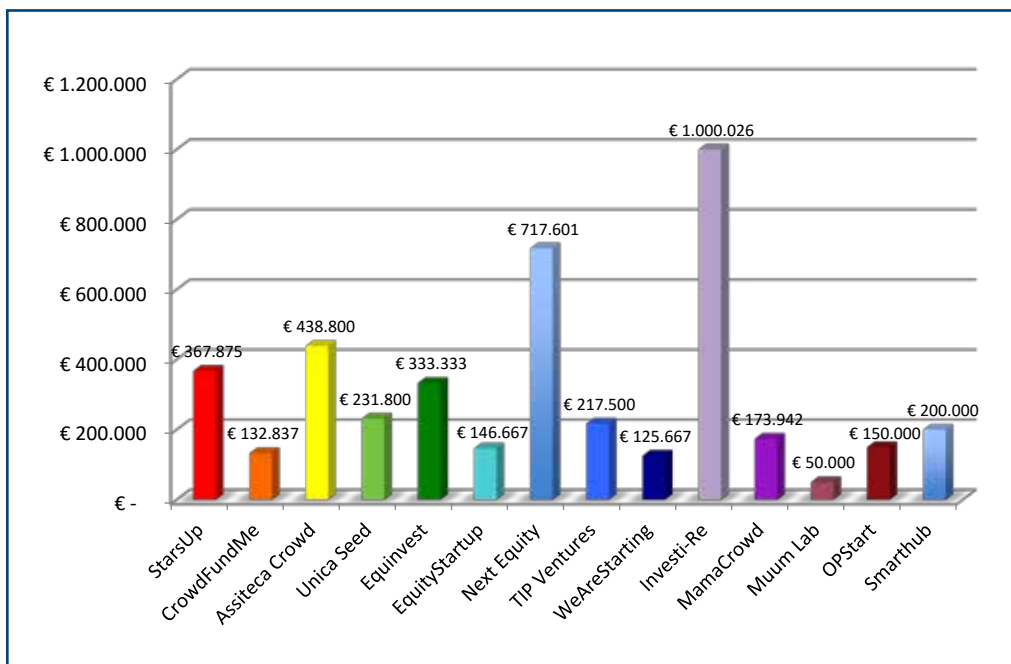
chiusa positivamente anche con bassi importi di raccolta). Poichè la richiesta di capitale deve essere necessariamente e credibilmente correlata al *business plan* presentato dalle imprese, quest'ultima modalità è stata in genere associata ad un secondo aumento di capitale contemporaneamente approvato e destinato ai soci già esistenti, o ad altri soggetti ben definiti (è stato ad esempio il caso delle due campagne di Cynny SpA e di quella di Papem Srl). Si capisce che in questo contesto, la campagna di *equity crowdfunding* assume un ruolo 'complementare' rispetto alle strategie di finanziamento delle imprese.

Tabella 2.2
Statistiche sulle 48 offerte di equity crowdfunding del campione

| | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|-----------------------------------|----------------|----------------|---------------|------------------|
| Target di raccolta (euro) | 316.903 | 245.000 | 50.000 | 1.000.227 |
| Quota del capitale offerta | 22,68% | 20,00% | 0,95% | 86,67% |

Fatta questa doverosa premessa, la Tabella 2.2 evidenzia che il *target* di raccolta medio per le 48 offerte censite è stato pari a € 316.903, con un valore mediano pari a € 245.000;

Figura 2.5
Valore medio del target di raccolta per le 48 campagne di equity crowdfunding del campione, suddivise per portale



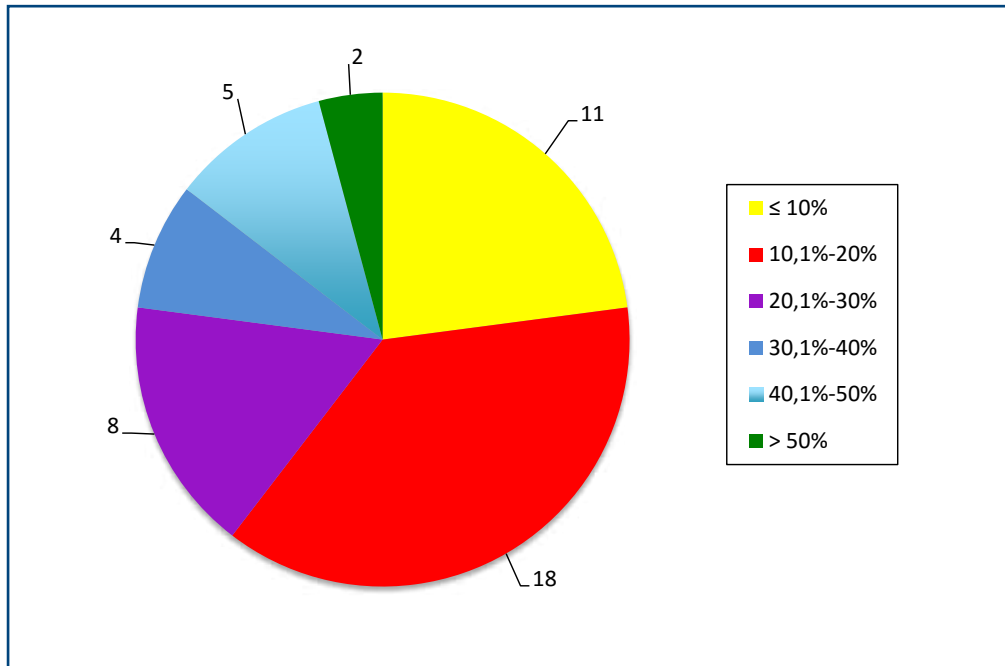


Figura 2.6

Segmentazione della quota del capitale offerta per le 48 campagne di equity crowdfunding del campione

la campagna più ambiziosa è stata quella di Synbiotec Srl sul portale Next Equity che mirava a raccogliere ben € 1.000.227 mentre all'opposto abbiamo le campagne di Cleanbnb Srl sul portale Crowdfundme e Brainseeding Srl (su Muum Lab) che puntavano entrambe ad una raccolta di € 50.000.

La Figura 2.4 segmenta il campione delle campagne in funzione del *target* di raccolta. Si nota che la maggioranza delle imprese (18, pari al 37,5%) si colloca in una fascia compresa fra € 100.000 e € 200.000. Sono solo due le campagne che ambivano a raccogliere più di € 1.000.000. Si noti che tutti gli importi risultano ampiamente al di sotto nel limite normativo descritto nelle pagine precedenti (€ 5 milioni).

La Figura 2.5 invece suddivide il campione fra le diverse piattaforme autorizzate. Si può notare che c'è una certa differenza fra i portali: alcuni (come Muum Lab, Wearestartineg e Crowdfundme) sembrano specializzarsi su offerte più piccole, mentre altri (Investi.re, Next Equity, Starsup e Assiteca Crowd) finora hanno puntato su obiettivi più elevati.

Per quanto riguarda l'evoluzione del valore medio nel corso del tempo, non si notano *trend* particolari.

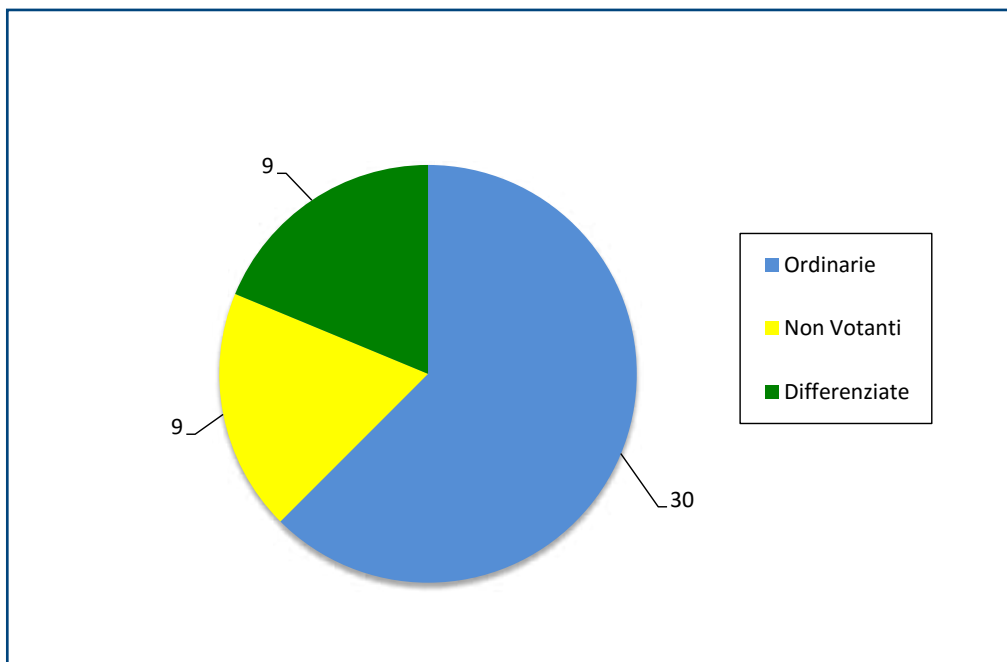
Il secondo dato rilevante per le campagne è costituito dalla quota del capitale offerta agli investitori, come contropartita rispetto al finanziamento. Si tratta di un parametro importante, perchè definisce da una parte l'effetto di diluizione per i soci esistenti, dall'altra parte è un immediato elemento di valutazione implicita dell'impresa (si veda la successiva Tabella 2.3). Ebbene, in media l'offerta relativa al *target* di raccolta, definito come sopra, prevede l'assegnazione di una quota minoritaria del capitale, pari al 22,68%. Il valore mediano è pari al 20% esatto. La campagna che offriva una quota del capitale maggiore è stata quella di Paulownia Social Project Srl sul portale Assiteca Crowd (86,67%) mentre quella che dava 'minore spazio' alla folla di Internet era quella di Cynny SpA sul portale StarsUp (0,95%).

La Figura 2.6 segmenta il campione in funzione della quota del capitale offerta. Si noti che sono solo 2 i casi in cui viene offerta alla 'folla di Internet' la possibilità di acquisire una quota dell'impresa innovativa maggiore del 50% in termini patrimoniali. Emerge chiaramente che gli imprenditori manifestano quasi sempre la volontà di rimanere come soggetti controllanti del progetto che hanno ideato.

Le campagne proposte assumono a volte caratteristiche peculiari, in funzione della tipologia delle quote del capitale offerte, piuttosto che di altre condizioni proposte.

Può accadere che le quote collocate siano di tipo 'ordinario', quindi con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori, piuttosto che con diritti differenziati rispetto ad esempio al potere di voto nelle assemblee, alla distribuzione dei dividendi, alla priorità in caso di liquidazione.

Figura 2.7
Segmentazione del campione delle 48 campagne di equity crowdfunding in funzione della tipologia di quote offerte

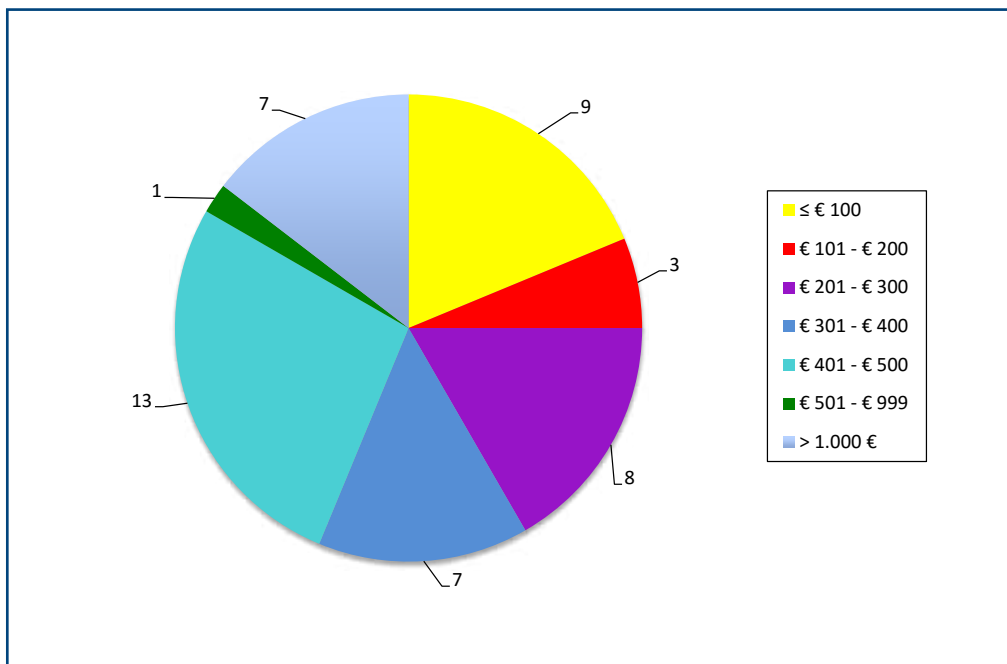


La Figura 2.7 mostra che in 30 campagne (pari al 62,5% del campione) l’offerta riguardava quote ordinarie, mentre abbiamo 9 casi di offerta di quote senza diritti di voto e altre 9 offerte ‘miste’ in cui le quote erano non votanti per chi investiva importi ridotti, e votanti per chi investiva di più.

È capitato pure che le imprese offrissero vantaggi ulteriori ai potenziali soci a titolo di *reward*. Ad esempio la *startup* Diaman Tech (una delle prime offerte in assoluto, pubblicata su Unica Seed), garantiva agli investitori uno sconto dal 50% al 90% per tre anni sulla licenza del *software* realizzato mentre Primary Research SpA (presentata sul portale Wearestarting) garantisce a commercialisti e avvocati che intendono sottoscrivere le quote uno sconto sulla *fee* del servizio di *networking* offerto.

Per quanto riguarda la durata delle campagne, è difficile individuare delle tendenze, poiché frequentemente esse sono state prolungate per molto tempo, in attesa di progressi nella raccolta. Vi sono campagne che sono durate pochi giorni, e campagne che sono durate molti mesi. Alcune piattaforme inoltre promuovono privatamente delle operazioni di *pre-marketing* presso un selezionato pubblico di possibili investitori, in modo da avere

Figura 2.8
Importo minimo di investimento ammesso nelle 48 campagne di equity crowdfunding del campione



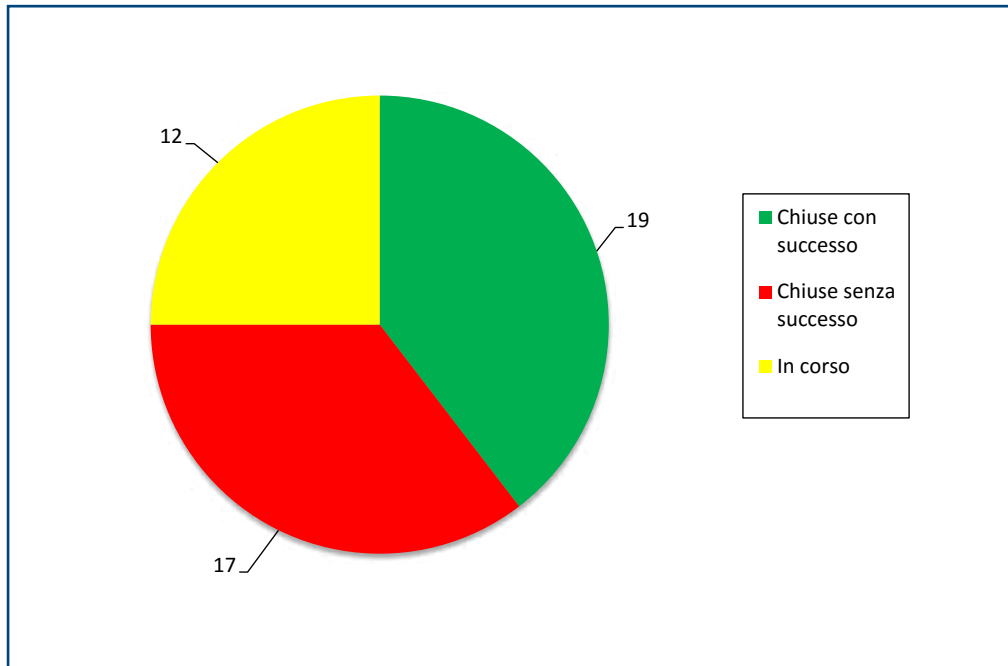


Figura 2.9

Esito delle 48 campagne di equity crowdfunding pubblicate su portali autorizzati da CONSOB, alla data del 15 giugno 2016

già un certo numero di sottoscrittori informati e pronti al momento della pubblicazione ufficiale sul portale. Tutte le ricerche accademiche⁵ esistenti sull'esito delle campagne di *crowdfunding* mostrano infatti che l'andamento della raccolta nei primi giorni è fondamentale per determinare il successo; molti navigatori di Internet prima di decidere se investire osservano anche il comportamento degli altri.

Un altro parametro interessante raccolto dall'Osservatorio è stato l'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne. La Figura 2.8 evidenzia strategie abbastanza diversificate: in 9 campagne la soglia minima era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (13 casi, pari al 27,1%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 401 e € 500. Abbiamo però anche ben 7 campagne in cui la soglia minima era superiore a € 1.000. La campagna in cui troviamo la soglia minima più alta è quella di Papem srl su Equinvest, con un limite inferiore pari a € 5.000.

Infine, è interessante analizzare quante campagne si sono chiuse con successo, e quante no. Fra le 48 censite, al momento di andare in stampa 36 erano state chiuse (si veda la Figura 2.9). Di queste ultime, ben 19 (52,8%) si sono chiuse con il raggiungimento del *target* minimo (e con l'indispensabile requisito di coinvolgere un investitore istituzionale o un incubatore certificato per almeno il 5% della raccolta), 17 (ovvero il 47,2%) si

⁵ Si veda ad esempio Mollick, E. R. (2014), "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.

Internet è un potente canale che permette alle imprese che cercano capitali non solo di farlo direttamente in Italia attraverso l'*on-line crowdfunding* (secondo le norme contenute nel D.L. 179/2012 e previa autorizzazione del portale da parte di CONSOB) ma anche di presentarsi attraverso 'vetrine' (o *marketplace*) visibili a potenziali finanziatori. Tale modalità di contatto, da noi chiamata '*off-line crowdfunding*' non è limitata alle sole *startup* e PMI innovative e non è vigilata da CONSOB, poichè non permette la sottoscrizione diretta di quote societarie.

Il portale si limita infatti a segnalare le caratteristiche dell'impresa e a favorire il contatto fra le parti (il modello è quindi molto simile a quello del *club deal*), e le modalità di finanziamento vengono contrattate in separata sede. Nessuna offerta viene direttamente promossa.

All'estero esistono diversi portali di *off-line equity crowdfunding*, come per esempio AngelList (USA) specializzato negli investimenti sindacati, CircleUp (USA), DealMarket (Svizzera).

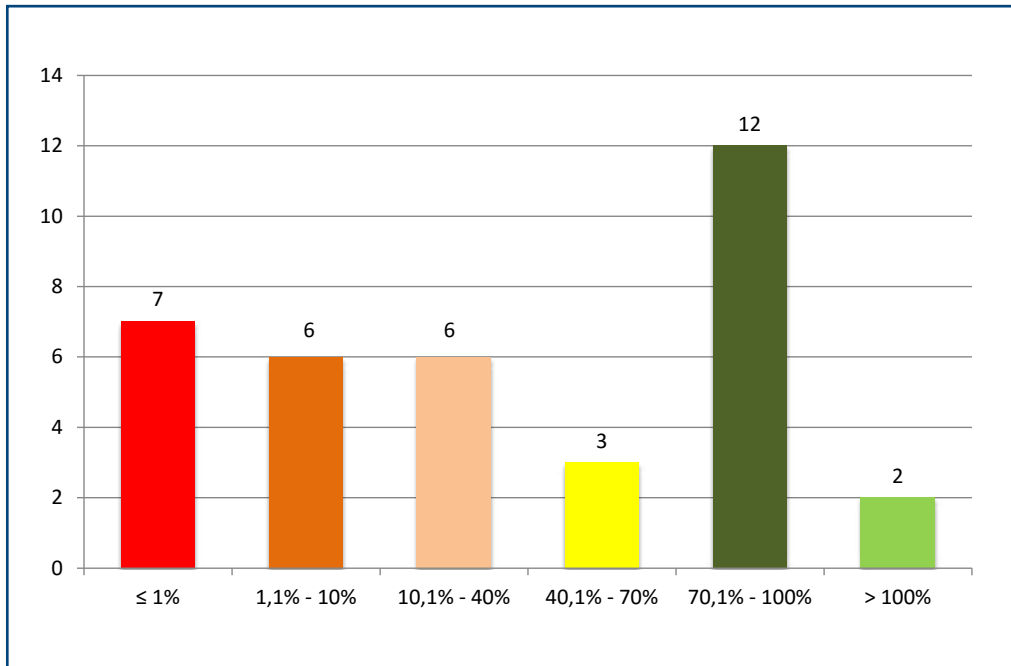
Il portale più affermato nel contesto italiano è Siamosoci (www.siamosoci.com). Dalla nascita nel 2011 ad oggi, il portale ha supportato 160 progetti di imprese nella ricerca di capitale di rischio favorendo la raccolta di oltre € 16 milioni. La *community* comprende 15.000 iscritti, di cui 2.000 classificati come *business angels*.

Va notato che il *team* di Siamosoci ha deciso comunque di essere presente anche nel mercato dell'*on-line crowdfunding* attraverso il portale proprietario Mamacrowd.

Box 2.1

L'off-line crowdfunding

Figura 2.10
Segmentazione delle 36 campagne di equity crowdfunding concluse alla data del 15 giugno 2016, per percentuale di raggiungimento del target iniziale



sono chiuse con l'insuccesso. La percentuale di successo è abbastanza in linea con quella registrata in altri contesti esteri⁶.

La Figura 2.10 descrive, limitatamente alle 36 campagne concluse, la percentuale di raggiungimento del *target* iniziale, ovvero il rapporto fra quanto è stato raccolto effettivamente e il *target* iniziale di raccolta, per come è stato definito nelle pagine precedenti. Non vi sono correlazioni direttamente fra questa statistica e il fatto che la campagna si sia chiusa con successo o no. Come spiegato, ciò dipende da come è stato strutturato l'aumento di capitale. Talune campagne possono chiudersi con successo anche con un valore di raggiungimento del *target* molto basso, semplicemente perchè la frazione di aumento di capitale inscindibile è molto bassa (è stato il caso di Cynny SpA). Altre campagne potrebbero invece chiudersi senza successo pur avendo raccolto *commitment* non trascurabili, perchè hanno fissato la soglia di emissione inscindibile a valori significativi. Lo stesso avvertimento si applica nella definizione dell'*overfunding* (ovvero se la raccolta supera il *target* iniziale): alcune volte questa situazione non può semplicemente accadere, perchè tutto l'aumento di capitale è inscindibile, quindi non è possibile raccogliere nè un euro in più nè un euro in meno di quanto atteso.

Ebbene, la cosa più interessante mostrata in Figura 2.10 è che abbiamo ben 7 campagne in cui le adesioni pervenute coprono meno dell'1% del *target*. Si tratta di casi in gran parte relativi al primo periodo di sviluppo del mercato, quando la conoscenza delle dinamiche dell'industria da parte sia del mercato sia dei soggetti che vi operano erano abbastanza primordiali, e comunque denotano un problema nell'attività di *marketing* dell'operazione. Ad oggi, invece, le campagne concluse con un *overfunding* sono state due (quelle di Opentail Srl su Crowdfundme e quella di Diaman Tech Srl su Unica Seed). La media della statistica, per le campagne concluse con successo, è pari a 86,6% mentre per le campagne chiuse senza successo è pari a 6,5%.

Delle 12 campagne aperte al 12 giugno 2016, va segnalato che ben 3 avevano raggiunto la soglia minima di successo (le *startup* CleanBnB Srl su Crowdfundme, Papem Srl su Equinvest e il veicolo d'investimento Club Italia Investimenti 2 SpA su Mamacrowd). Due di queste (CleanBnB e Club Italia Investimenti 2) erano già in *overfunding*.

Di nuovo limitando l'attenzione alle sole offerte concluse, la Figura 2.11 mostra il tasso di successo delle offerte pubblicate sui diversi portali. Di per sé il parametro non è un elemento di valutazione significativo, perchè alcune piattaforme (come visto nella Figura 2.1) hanno pubblicato solo una o due offerte. La sorte più sfortunata è toccata al portale Smarthub (che ora ha momentaneamente sospeso le attività) il quale ha pubblicato un'unica offerta, che non si è chiusa con le adesioni desiderate.

⁶ Ad esempio CrowdCube riporta per le campagne del 2015 una percentuale superiore al 50%. Lo stesso valore è indicato dai portali del Regno Unito. In Francia nel 2014 la percentuale era 55%. Nell'ambito del *reward-based crowdfunding*, Kickstarter riporta un *success rate* del 36%.

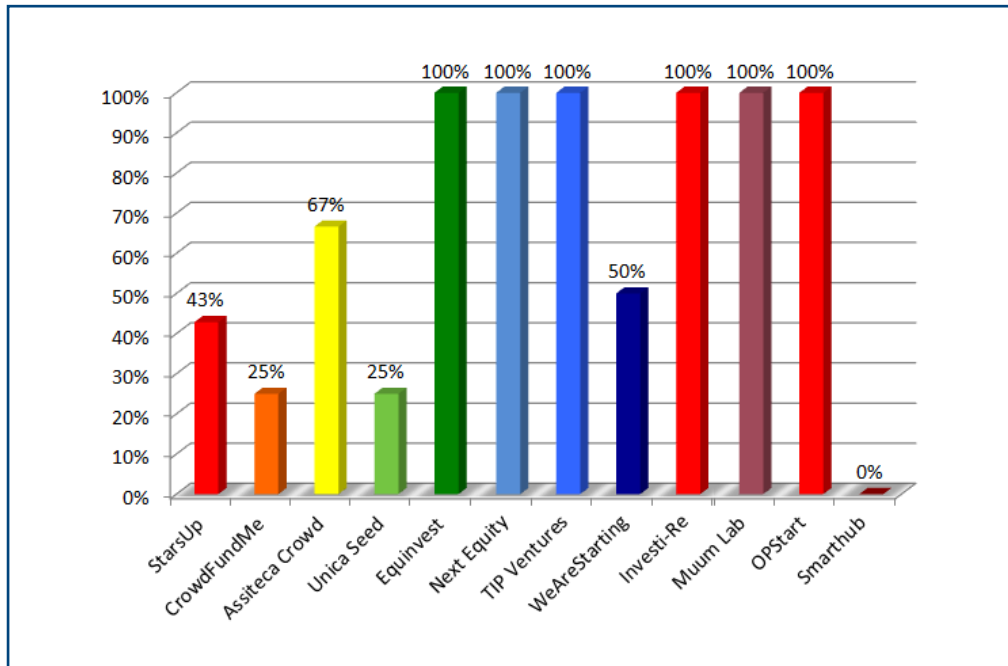


Figura 2.11

Percentuale di successo delle offerte pubblicate e concluse sui portali autorizzati di equity crowdfunding italiani, alla data del 15 giugno 2016

Le imprese protagoniste

Le imprese che sono state protagoniste delle 48 campagne censite sono in realtà 47, poiché una di esse (Cynny SpA) ha condotto due offerte su due portali diversi (prima Starsup e poi Investi.re). La Figura 2.12 evidenzia la distribuzione geografica delle loro sedi legali sul territorio nazionale, che senza sorprese è concentrata in Lombardia (con 16 imprese) seguita però da regioni del Centro (7 in Toscana, 5 in Lazio) e da un'isola (5 in Sardegna). Esse si suddividono fra:

- 45 *startup* innovative;
- 1 PMI innovativa (Synbiotec Srl);
- 1 veicolo che investe prevalentemente in *startup* o PMI innovative (Club Italia Investimenti 2 SpA) e che quindi è titolato in base alle norme introdotte dal D.L. 3/2015 ('Decreto Investment Compact') a raccogliere capitale di rischio attraverso il *crowdfunding*.

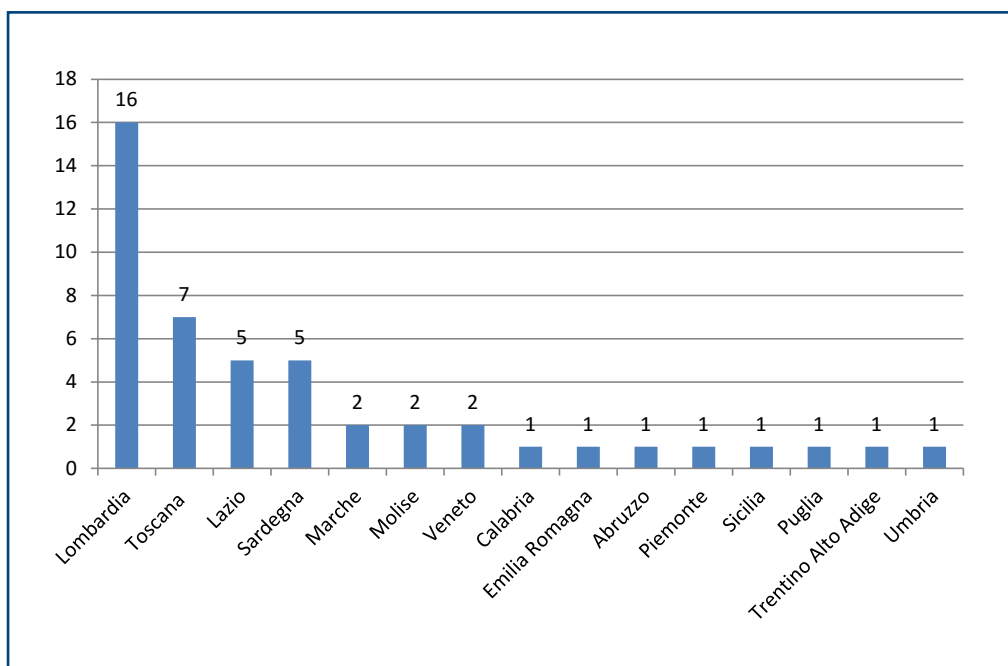
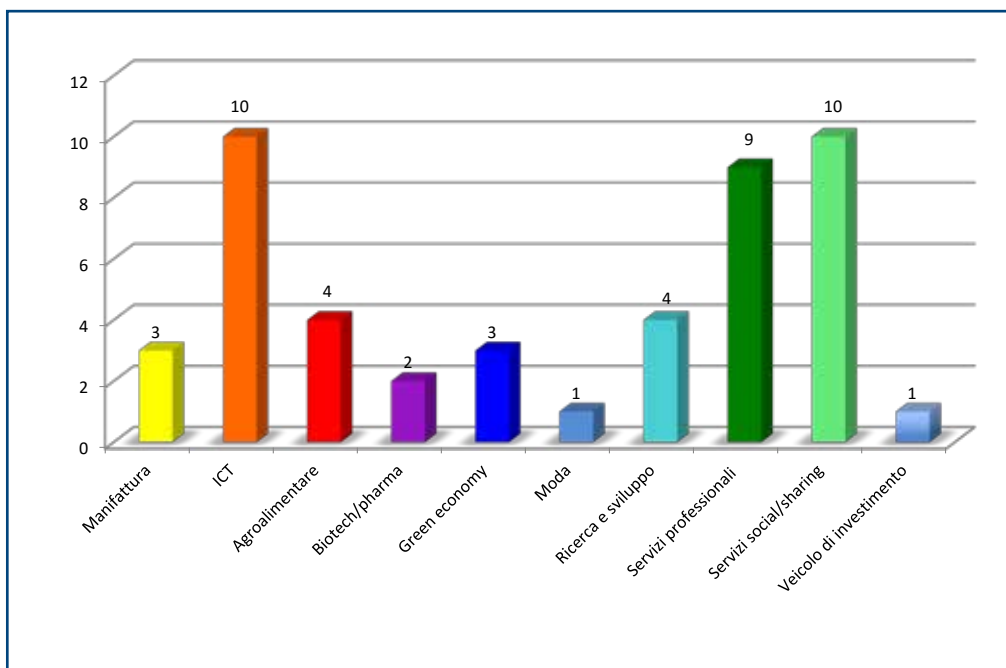


Figura 2.12

Localizzazione geografica delle 47 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da CONSOB

Figura 2.13
Aree di *business* delle 47 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali autorizzati da CONSOB



La Figura 2.13 disaggrega il campione delle emittenti per area di *business*, sulla base delle informazioni rilasciate pubblicamente nelle offerte e dei codici ATECO registrati. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo *status* di imprese innovative: i settori più rappresentati sono quelli dell'ICT (10 casi), dei servizi sviluppati attraverso *social network* o *sharing* (10 casi) e dei servizi professionali (10 casi). Seguono l'agroalimentare e la ricerca con 4 imprese ciascuno.

La Tabella 2.3 riporta alcune statistiche risultanti dall'ultimo bilancio ufficiale disponibile e depositato al momento dell'offerta, per il campione delle 47 imprese. Si noti che 10 imprese erano al loro primo anno di attività, quindi per questi casi non esiste un valore contabile di fatturato e di utile netto a consuntivo.

Tabella 2.3
Statistiche sulle 47 imprese che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 15 giugno 2016

| | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|---|--------------|----------------|---------------|----------------|
| Patrimonio netto pre-offerta (euro) | 189.048 | 22.900 | 900 | 4.710.840 |
| Età | 2,72 | 3 | 0 | 11 |
| Fatturato da ultimo bilancio disponibile (euro) | 65.898 | 17.110 | 0 | 697.850 |
| Utile netto da ultimo bilancio disponibile (euro) | -93.749 | -6.086 | -2.313.842 | 23.453 |
| Numero di soci pre-offerta | 11 | 3 | 1 | 193 |
| Valutazione <i>pre-money</i> implicita (euro) | 2.901.383 | 800.000 | 80.000 | 35.630.963 |

Il patrimonio netto in media è pari a € 189.048 (valore mediano € 22.900) ma è abbastanza eterogeneo, ed è condizionato dall'età dell'impresa, che va da zero a 11 anni (riferito all'unica PMI innovativa presente nel campione), ed in media vale 2,72 anni.

Anche il fatturato varia significativamente. Abbiamo imprese in fase di *seed* senza ancora alcuna fattura emessa, fino a società già in fase di sviluppo del portafoglio clienti. Comunque metà delle imprese mostrava un fatturato di consuntivo da bilancio inferiore a € 17.110 (valore mediano).

È interessante notare che l'utile netto è in media negativo, come tipico delle imprese *startup*. La perdita annuale in valore medio è uguale € 93.749, quella mediana risulta essere € 6.086. Alcune imprese (una decina) hanno un piccolo utile di conto economico,

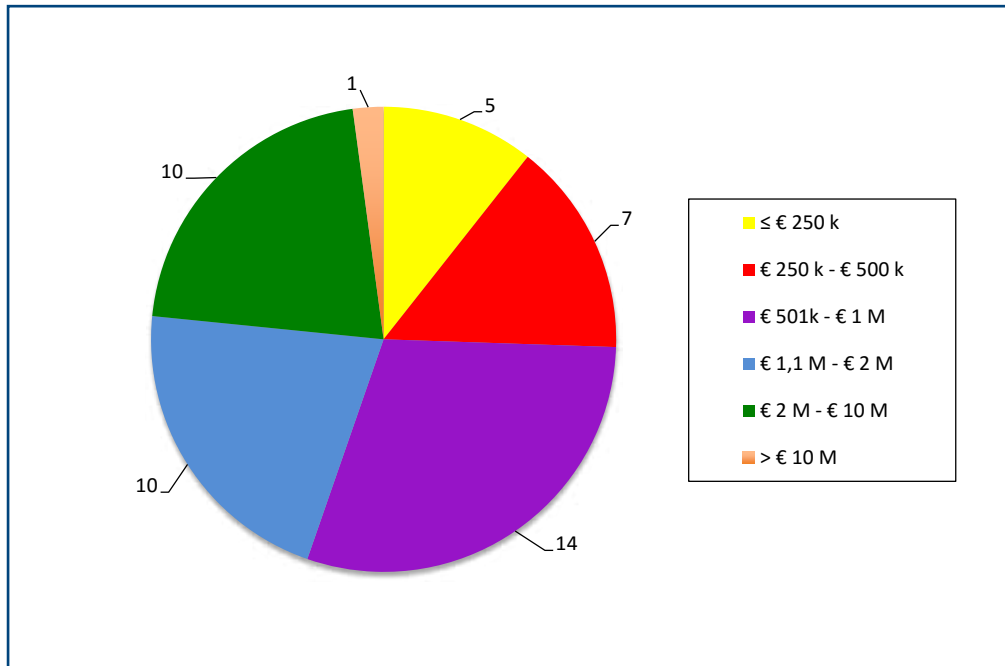


Figura 2.14

Distribuzione del valore *pre-money* attribuito alle 47 imprese del campione

ma molto contenuto.

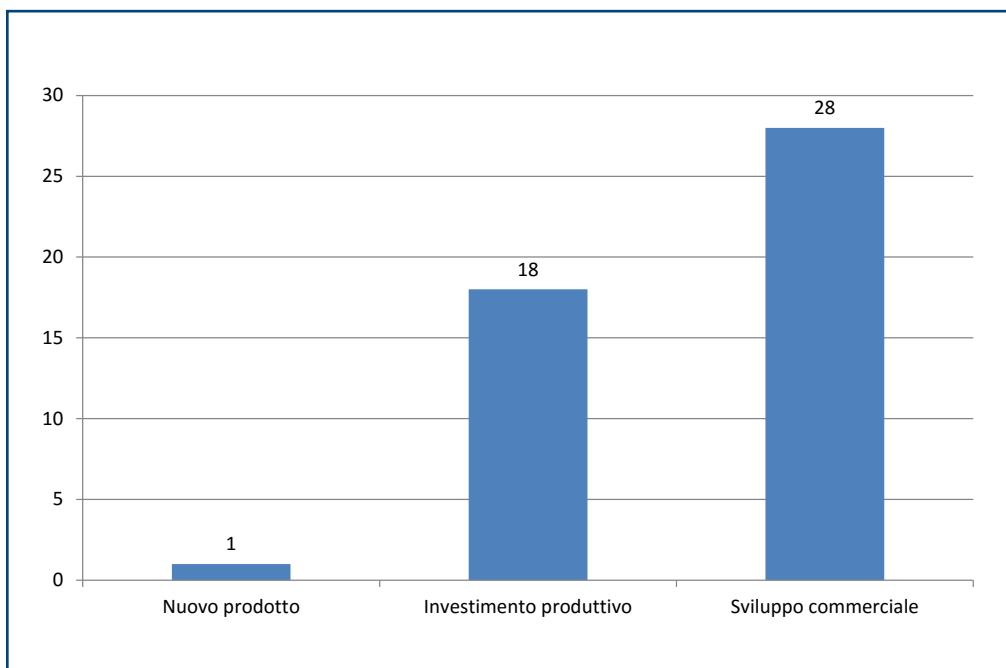
La Tabella 2.3 riporta anche il dato sul numero di soci prima della campagna di *crowdfunding*. Il valore medio (11) è condizionato da alcune imprese che già avevano un certo numero di investitori nel capitale (Cynny e Club Italia Investimenti 2, che già vantavano più di 50 azionisti) ed infatti il valore mediano è molto più basso (3 soci).

Un parametro interessante infine è la valutazione *pre-money* implicita nelle condizioni dell'offerta; come anticipato nelle pagine precedenti, una volta definiti l'aumento di capitale previsto e la quota del capitale offerta, è facile risalire implicitamente alla valutazione implicita che viene attribuita all'impresa⁷. Per fare un esempio, se a fronte di una raccolta *target* pari a € 100.000 viene offerto il 20% del capitale post-offerta, si deduce che stiamo valutando l'impresa, comprendendo il capitale raccolto (ovvero *post-money*), € 500.000 e quindi la valutazione *pre-money* implicita, senza considerare la liquidità raccolta, è pari a € 400.000. Ebbene, le statistiche mostrano una valutazione media implicita decisamente elevata, consideriamo che stiamo parlando quasi esclusivamente di *startup* innovative. In altre parole, il sovrapprezzo sulle quote societarie richiesto dai fondatori alla 'folla' di Internet è stato abbastanza consistente, soprattutto alla luce dei fondamentali descritti nella Tabella 2.3. In particolare si osserva una valutazione *pre-money* media pari a € 2.901.383, con un valore mediano pari a € 800.000. La distribuzione della valutazione è descritta dalla Figura 2.14, dove si nota che un'impresa (Cynny SpA) ha ottenuto un *equity value* implicito superiore a € 10 milioni (per la precisione circa € 35,6 milioni). Le imprese che valgono meno di € 250.000 sono 'solo' 5. La valutazione più prudente è quella di Paulownia Social Project Srl (€ 80.000), la quale non ha chiesto alcun sovrapprezzo ai finanziatori rispetto al valore nominale delle quote. Più di metà delle imprese viene valutata fra € 500.000 e € 2.000.000. Abbiamo poi altre 10 società valutate fra € 2 milioni e € 10 milioni.

È chiaro che stiamo parlando di valutazioni giustificabili solo in chiave prospettica, rispetto agli obiettivi futuri di creazione di *cash flow*. A tal fine l'Osservatorio ha anche analizzato i *business plan* delle imprese presentati nelle campagne; la Figura 2.15 segmenta il campione in funzione delle tipologie di investimento che si volevano finanziare attraverso la raccolta di capitale. Nella maggioranza dei casi, le campagne erano mirate a finanziare lo sviluppo commerciale dell'azienda (28 casi) sul territorio nazionale oppure all'estero. In 18 casi invece si trattava di finanziare un investimento di natura produttiva, con la realizzazione di impianti e *facilities*, piuttosto che infrastrutture informatiche o tecnologiche. Abbiamo anche un caso (Solosale Srl) finalizzato esplicitamente al concepimento e sperimentazione di un nuovo prodotto (un integratore alimentare).

⁷ Per l'impresa Cynny vengono considerati i parametri relativi alla prima offerta condotta in ordine di tempo.

Figura 2.15
Obiettivi di investimento delle 47 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da CONSOB fino al 15 giugno 2016



Box 2.2
Equity crowdfunding di imprese italiane su portali esteri

Così come esistono imprese nazionali che decidono strategicamente di quotarsi non in Italia, ma su listini esteri, si possono citare casi di *venture* italiane che hanno cercato fortuna su portali di *equity crowdfunding* esteri, alla ricerca di un più ampio bacino di potenziali investitori e di un contesto non necessariamente limitato a *startup* e PMI innovative.

BidToTrip è una *startup*, incubata da CesenaLab, che gestisce le aste per pernottamenti negli alberghi di lusso a prezzi accessibili. Dopo due mesi alla ricerca di fondi da *business angels* e investitori privati italiani, è stata protagonista di una campagna di *equity crowdfunding* sul portale inglese Seedrs. Grazie anche al contributo di iStarter, acceleratore italiano a Londra, nel dicembre del 2015 BidToTrip ha raccolto € 300.000 in sole 48 ore.

ChupaMobile è un'altra *startup* fondata a Roma nel 2012, ma basata a Londra: è il primo *marketplace* per l'acquisto di applicazioni professionali personalizzabili, da collocare poi nei vari *application stores*. Nel 2014 ha lanciato una campagna *equity* su CrowdCube: la raccolta ha raggiunto 740.000 sterline (da 122 investitori) a fronte di un *target* iniziale di £ 400.000.

Un altro esempio interessante è Birrificio del Ducato, un pluripremiato birrifico artigianale di Roncole Verdi (Parma). Nel febbraio 2015 ha inaugurato il primo *pub* a Londra, The Italian Job, e grazie al successo riscontrato ha intrapreso una campagna di *equity crowdfunding* sul portale CrowdCube (dopo un primo tentativo non riuscito) per l'apertura di un secondo *pub* nella zona est di Londra, ad un solo anno di distanza. Ha raccolto oltre 410.000 sterline (da 166 investitori) a fronte di un *target* iniziale di 350.000 sterline.

GlassUp è una *startup* modenese ideatrice degli omonimi occhiali a realtà aumentata; ha lanciato nel primo trimestre del 2014 una campagna di *equity crowdfunding* sul portale inglese Seedrs, guadagnandosi il primato di prima azienda esterna alla Gran Bretagna a presentare un'offerta. L'operazione ha seguito una campagna precedente lanciata su Indiegogo a modello *reward*, che ha fruttato \$ 128.000 da più di 500 investitori. Nelle prossime settimane GlassUp dovrebbe sbarcare sul portale italiano TIP Ventures per una terza campagna.

Stamplay è una società con sede a Londra e base operativa a Roma. Ha progettato una piattaforma per consentire a chiunque la costruzione di applicazioni in *cloud*, utilizzando moduli predefiniti grazie ad un'interfaccia semplice e *user friendly*. Per finanziare il progetto ha lanciato una campagna sul portale Seedrs, chiusa nel dicembre 2014 con una raccolta di 256.000 sterline a fronte di un *target* iniziale di 150.000 sterline.

Infine, Vini Italiani, enoteca italo-londinese, è stata protagonista di una campagna di *equity crowdfunding* sul portale Seedrs nel 2015. I fondi raccolti saranno utilizzati per portare Vini Italiani ad essere riconosciuto come il *leader* nella promozione e commercializzazione di vini italiani nel Regno Unito ed è in programma anche l'apertura di una nuova sede a Londra. La campagna si è conclusa con successo: 310.000 sterline raccolte, a fronte di un obiettivo iniziale di 250.000 sterline, grazie al contributo di 94 investitori (in larga parte peraltro italiani).

Box 2.3

Casi di imprese finanziate attraverso l'equity crowdfunding in Italia

Come riportato nel testo, sono 19 le campagne di *equity crowdfunding* chiuse positivamente in Italia alla data di pubblicazione del Report, condotte da 18 diverse imprese. Rimandando al Report del 2017 un'analisi approfondita delle esperienze, in queste due pagine riportiamo alcune informazioni di base sui 18 casi.

Bio-Erg Srl (Portale: Next Equity)

L'azienda *biotech* fondata da due ricercatrici dell'Università Politecnica delle Marche ha individuato un metodo innovativo e *low cost* per la produzione microbica di destrano, un polimero utilizzabile nell'industria farmaceutica, cosmetica ed alimentare. Sono stati raccolti € 452.576 da 56 investitori per finanziare la realizzazione dell'impianto produttivo.

Brainseeding Srl (Portale: Muum Lab)

La *startup* propone la piattaforma ProntoVet24, un servizio veterinario professionale a domicilio supportato da strutture fisse del territorio. Il cliente decide quando ricevere a domicilio il servizio che è disponibile 7 giorni su 7 e 24 ore su 24, effettua il pagamento e attende comodamente a casa l'arrivo del veterinario. L'offerta ha raccolto € 50.000, sottoscritti interamente da un singolo investitore.

Cantiere Savona Srl (Portale: StarsUp)

Startup innovativa creata nel 2010 con l'obiettivo di ideare, progettare, produrre e diffondere una generazione innovativa di *yacht*, combinando tradizione e tecnologia e utilizzando anche la propulsione dell'energia solare. La raccolta da 44 investitori è stata pari a € 350.000.

Cynny SpA (Portali: Starsup, Investi.re)

Cynny intende rivoluzionare il mondo del *video broadcasting* aggiungendo il valore della reazione emotiva e interattiva dello spettatore. La sua tecnologia permette di creare e condividere video istantanei, montati automaticamente. La società ha condotto due offerte successive su due portali diversi, raccogliendo dal *web* in totale € 171.117.

Diaman Tech (Portale: Unica Seed)

È stata la prima campagna di *equity crowdfunding* chiusa con successo in Italia, nell'aprile 2014, avendo raccolto € 157.780 da 75 investitori. Diaman Tech nasce come *spinoff* delle attività tecnologiche e *software* di Diaman Holding con l'obiettivo di diventare una delle principali società fornitrici di applicativi *software* per la finanza che incorporano indicatori statistici rivoluzionari e di nuova generazione.

Enki Stove Srl (Portale: StarsUp)

Enki Stove è una *startup* innovativa costituita a novembre 2015 che ha come obiettivo la ricerca, lo sviluppo e la diffusione di dispositivi che producano energia pulita ed ecosostenibile tramite il processo di pirolisi, destinati alla cottura ed al riscaldamento, in piena sicurezza ed a basso costo. La campagna di raccolta ha fruttato € 240.000 da 41 investitori.

Kyunsis Srl (Portale: StarsUp)

Kiunsys, *spinoff* dell'Università di Pisa, supporta le città fornendo soluzioni di Smart Mobility per rinnovare e integrare i vari servizi di mobilità e sosta in un'unica e innovativa piattaforma. La *startup* ha raccolto € 505.298.

Maxtrino Srl (Portale: StarsUp)

L'impresa ha ideato un software (Maxtrino) che permette la registrazione automatizzata e l'archiviazione digitale di fatture senza cambiare programma di compatibilità. Hanno investito nel progetto 49 investitori, apportando € 226.652 in capitale.

Me Group Srl (Portale: TIP Ventures)

Startup innovativa, ideatrice e proprietaria del brevetto e del *design* di ME Scooter Elettrico realizzato in materiale leggero innovativo, lo Sheet Moulding Compound. L'impresa ha raccolto € 300.000 da 10 nuovi soci.

Media Vox Pop srl (Portale: Wearestarting)

La *startup* innovativa fondata da Fabio Capoferri e Davide Mancini ha ideato Vox Pop, una piattaforma che permette ai giornalisti ed alla *community* degli utenti di comunicare attraverso un sistema di domanda-risposta basato su video di breve durata. Vox Pop crede nella democratica partecipazione dei cittadini all'informazione a sostegno dei temi che più interessano la società civile. Ha raccolto € 60.000 da 39 nuovi soci.

Nextop Italia srl (Portale: TIP Ventures)

La *startup* propone Wayonara, una piattaforma di *travel social commerce*, per condividere esperienze di viaggio, trovare ispirazione, pianificare e prenotare con qualsiasi mezzo di trasporto, vivere e fare rivivere la stessa esperienza ad altri. Ha raccolto € 135.000 da 33 investitori.

Nova Somor Srl (Portale: StarsUp)

L'idea imprenditoriale nasce da uno dei soci che, dopo aver lavorato per anni nel settore nucleare e petrolifero, si imbatte in un libro di storia ("L'autarchia verde" di Marino Ruzzenenti), dal quale trae l'idea per sviluppare un progetto insieme ad un altro socio anch'egli interessato al mondo della *green economy*. Il cuore della tecnologia sviluppata da Nova Somor (di fatto recuperata da un passato 'dimenticato') è il motore termodinamico a bassa temperatura azionato con gas volatile, che permette di sostituire in molti ambiti l'elettricità con la luce solare, abbondante e gratuita.

Opentail Srl (Portale: Crowdfundme)

La *startup* ha ideato TocTocBox, una piattaforma collaborativa nata dalla volontà di creare una valida alternativa ai normali modelli di spedizione esistenti, in cui gli utenti diventano i fruitori e gli esecutori di un servizio di spedizione la cui affidabilità è testata dai *feedback* degli utenti. La raccolta è stata pari a € 80.000, e ha visto l'adesione di 32 investitori.

P2R Srl (Portale: OPStart)

La *startup* ha ideato NiuRion, un *kit* professionale per la riabilitazione neuromotoria interattiva, che permette di verificare e auto-correggere in tempo reale i movimenti degli esercizi fisioterapici, attraverso l'ausilio di una piattaforma *software* di videogiochi interattivi collegati a sensori inerziali per l'analisi e la cattura del movimento. Ha raccolto € 150.000.

Paulownia Social Project Srl (Portale: Assiteca Crowd)

L'obiettivo principale della *startup* è quello di sviluppare piantagioni di alberi di paulownia a rapido accrescimento al fine di destinare la materia prima ottenuta alla filiera nazionale ed internazionale del legno. La raccolta è stata pari a € 520.000 da 12 investitori.

Shin software Srl (Portale: Assiteca Crowd)

La *startup* ha realizzato una piattaforma informatica, SHOWin3D, che consente di convertire i file CAD in *rendering* 3D interattivi, visualizzabili da chiunque in modo intuitivo e senza alcuna conoscenza o capacità informatica, tramite i principali *browser* esistenti. Ha raccolto € 408.000 da 22 investitori.

Sinbiotec Srl (Portale: Next Equity)

Synbiotec è finora l'unica PMI innovativa ad avere condotto una campagna di *equity crowdfunding*, raccogliendo € 1.000.227 da 38 investitori. L'impresa conduce attività di ricerca, sviluppo e produzione nell'ambito dei probiotici, microrganismi vivi che esercitano un effetto benefico sulla salute dell'uomo e degli animali.

Xnext Srl (Portale: Equinvest)

Xnext è una *startup* innovativa costituita nel gennaio 2014 con lo scopo di sviluppare e commercializzare sistemi avanzati di ispezione in linea a raggi X per i controlli industriali e di sicurezza oggi disponibili a livello mondiale. La campagna ha attratto 32 investitori consentendo di raccogliere € 462.412, di cui ben il 40% proveniente dall'estero.

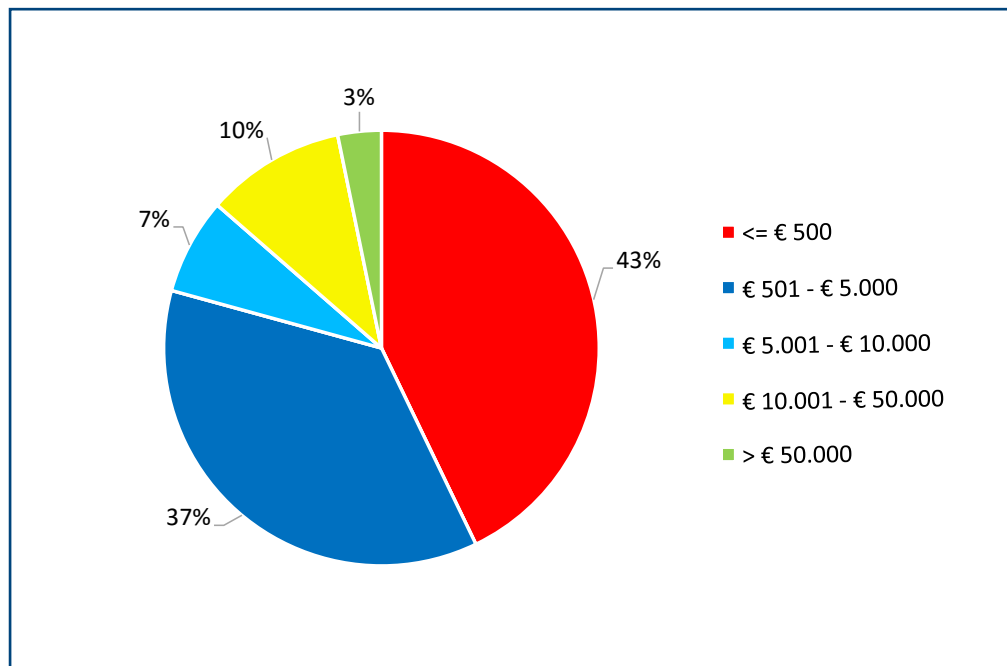


Figura 2.16

Distribuzione delle sottoscrizioni per singolo importo. Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo

Gli investitori

Grazie alla collaborazione dei portali, l'Osservatorio è stato in grado di raccogliere i dati dei sottoscrittori di 14 campagne chiuse con esito positivo. Non è stato possibile, invece, raccogliere dati disaggregati per tutte le campagne chiuse senza successo e per quelle chiuse troppo a ridosso della pubblicazione del Report.

In totale, il campione è composto da 384 sottoscrizioni provenienti da investitori persone fisiche e 50 effettuate da persone giuridiche.

I dati elaborati dall'Osservatorio consentono di dedurre che per tutte le campagne chiuse con successo l'importo medio della sottoscrizione perfezionata è pari a circa € 9.000. La Figura 2.16 evidenzia la distribuzione delle sottoscrizioni per singolo importo, rispetto al campione sopra citato. Si nota che un numero non piccolo di sottoscrizioni (il 43%) è di importo inferiore a € 500 (soglia rappresentativa dei vincoli legati alla profilatura dell'investitore persona fisica⁸ per la valutazione dell'appropriatezza). Si può quindi effettivamente sostenere che, benchè queste sottoscrizioni contribuiscano solo per meno del 2%(!) sul totale raccolto, effettivamente l'avvio dell'*equity crowdfunding* in Italia ha consentito di mobilitare una 'piccola folla' di investitori che certamente non fa la differenza in valore assoluto, ma che ha voluto 'mettersi in gioco' con piccole somme di denaro per sostenere *startup* e PMI innovative. Abbiamo poi un altro gruppo di sottoscrizioni (il 37%) con importo compreso fra € 500 e € 5.000. Seguono le sottoscrizioni di maggiore dimensione, in cui cominciano a comparire anche le persone giuridiche e gli investitori professionali, fra cui anche i *business angel*, ovvero persone fisiche che hanno trovato nel *crowdfunding* uno strumento addizionale per lo *scouting* e l'*origination* dei propri investimenti nelle *startup*. Nel campione abbiamo 6 sottoscrizioni pervenute da persone fisiche per un importo singolo maggiore o uguale a € 100.000.

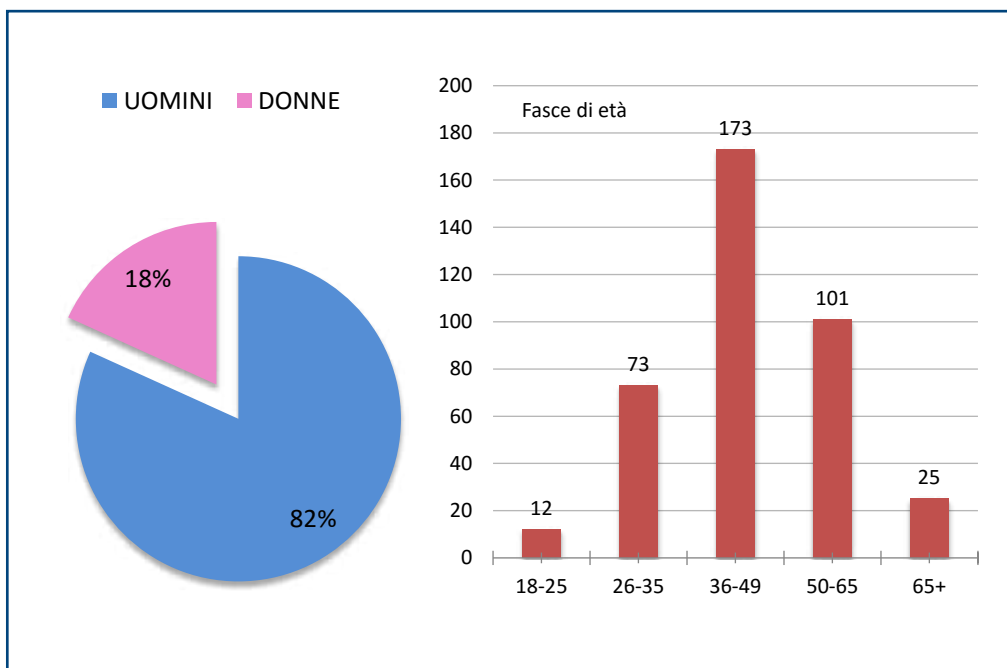
La Figura 2.17 ci mostra la distribuzione delle sottoscrizioni per sesso ed età rispetto alle persone fisiche. È del tutto interessante osservare una netta prevalenza del sesso maschile: solo il 18% delle sottoscrizioni proviene da investitori di sesso femminile. Il dato non è prerogativa italiana ed anzi regge il confronto (pur essendo certamente 'maschilista'): nel Regno Unito, ad esempio⁹, tale percentuale è pari all'8%.

Per quanto riguarda l'età, è altrettanto interessante osservare una distribuzione 'a campana': l'*equity crowdfunding* in Italia è supportato soprattutto da adulti con età compresa fra 36 e 49 anni (il valore medio è 45 anni). Si può ipotizzare che il contributo da una parte dei più giovani sia meno rilevante a causa delle minori disponibilità

⁸ Per le persone giuridiche la soglia di rilevanza è pari a 5.000 euro.

⁹ Fonte: Cambridge Centre for Alternative Finance. Nel Regno Unito le donne sono invece la netta maggioranza nelle campagne *donation-based* (65%) e il 46% nelle *reward-based*.

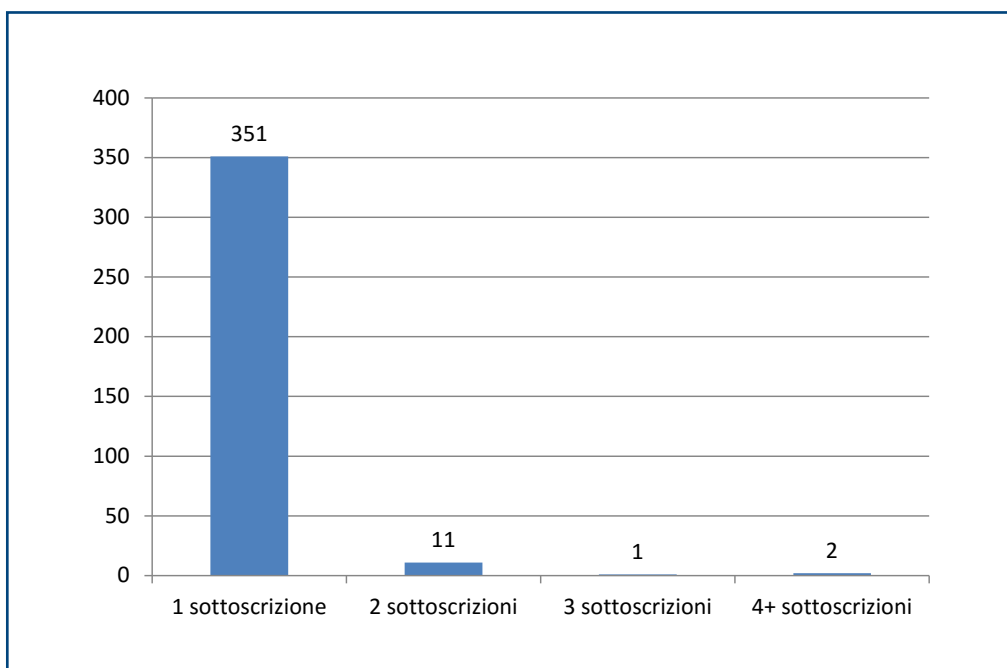
Figura 2.17
Provenienza delle sottoscrizioni per sesso ed età degli investitori (persone fisiche). Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo



economiche, e dall'altra entri in gioco, per i più *senior*, il fattore culturale di una minore predisposizione alle tecnologie informatiche e all'investimento *online*.

Naturalmente non possiamo escludere che alcuni investitori abbiano ritenuto opportuno sostenere più di una campagna. Ciò è effettivamente accaduto in 14 casi nelle 14 campagne di successo analizzate (mentre 351 persone fisiche - ovvero il 96% dei sottoscrittori censiti - ha investito in una sola operazione). La Figura 2.18 evidenzia che 11 persone hanno aderito a due campagne, una ha sottoscritto tre campagne e 2 hanno sottoscritto da quattro campagne in su. Le 384 sottoscrizioni censite finora arrivano dunque da 365 persone fisiche. Certamente di tratta di un numero molto piccolo se paragonato alle esperienze estere e al potenziale numeroso mercato degli investitori italiani. A ulteriore precisazione, va sottolineato che 5 fra i 365 investitori censiti erano in realtà già soci delle imprese offerenti, e hanno deciso di incrementare il loro investimento attraverso i portali Internet. Inoltre, ben 65 fra i 365 registrati (ovvero il 18%) vantava già un'esperienza come investitore nel capitale di altre società non quotate, dimostrando quindi di essere già avvezzo all'investimento in progetti imprenditoriali.

Figura 2.18
Investitori 'singoli' e 'seriali' fra le persone fisiche. Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo



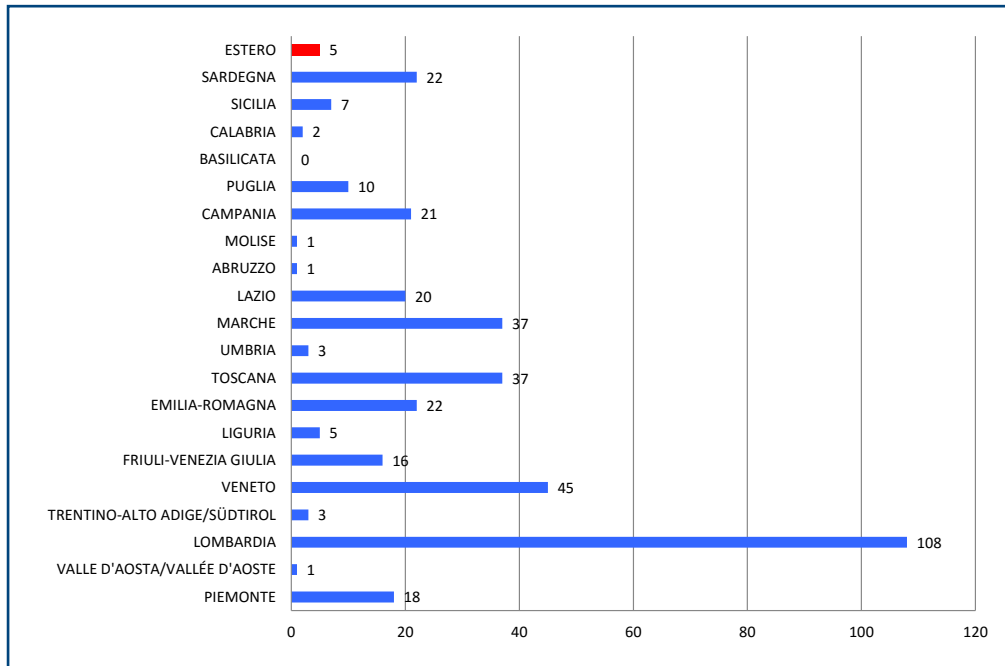


Figura 2.19

Residenza anagrafica degli investitori (persone fisiche). Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo

La Figura 2.19 evidenzia la residenza geografica degli investitori persone fisiche. Sono gli investitori lombardi a fare da padroni (108 sottoscrizioni, pari al 28% del totale); seguono i veneti (45) seguiti da Marche e Toscana (37 a testa). Si registrano anche 5 persone residenti all'estero.

Sempre focalizzando sulla residenza anagrafica, la Figura 2.20 evidenzia che una frazione consistente degli investitori risiede nella stessa provincia dell'impresa finanziata (il 18%) cui si somma un altro 21% residente nella stessa regione. Il risultato può essere paradossale, visto che Internet consente di annullare le distanze. In realtà la letteratura sulla finanza imprenditoriale¹⁰ evidenzia quanto sia importante la prossimità geografica fra finanziatore e imprese investita: è più facile superare le asimmetrie informative iniziali se l'impresa è 'vicina' ed eventuali interazioni (come visite e colloqui dal vivo) possono avvenire a costo minore. Inoltre in una dimensione locale è più facile avere informazioni 'soft' sugli imprenditori.

Passando infine alle persone giuridiche che risultano avere investito nelle 14 campagne di equity crowdfunding di successo del nostro campione di analisi, esse vengono suddivise

¹⁰ Si vedano ad esempio Giudici G., Guerini M., Rossi Lamastra C., 2016, "Proximity matters! How local altruism and localized social capital shape the success of crowdfunding projects", working paper.

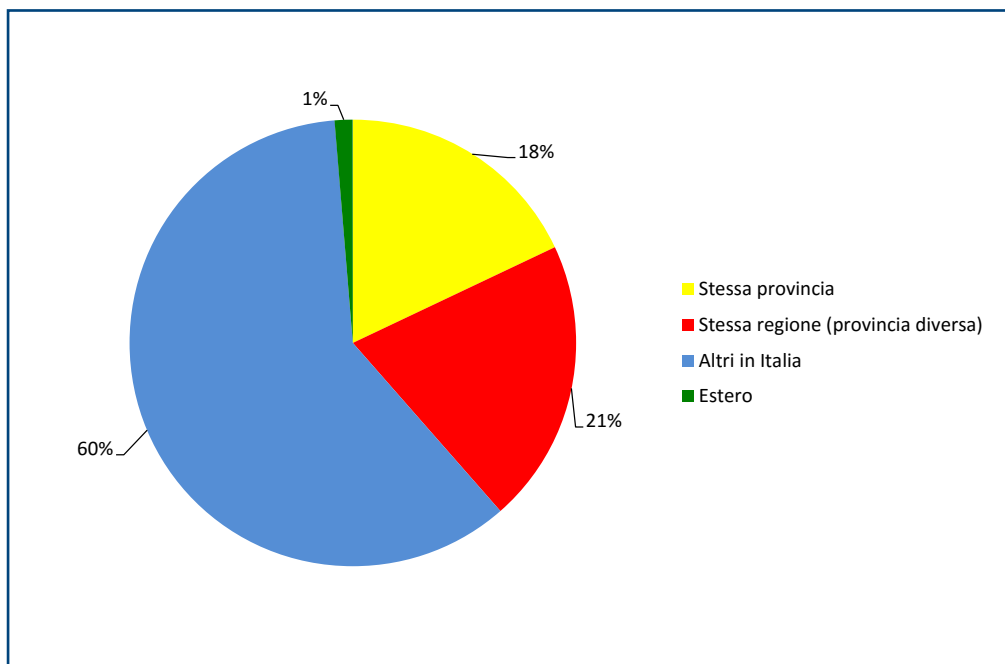
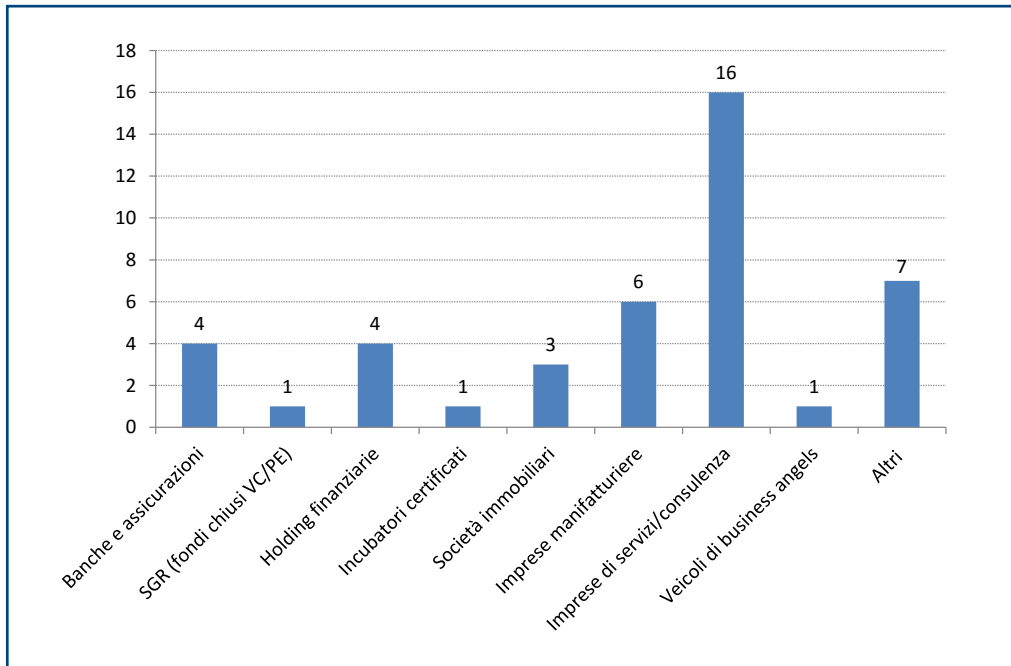


Figura 2.20

Residenza anagrafica degli investitori (persone fisiche) rispetto all'impresa partecipata. Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo

Figura 2.21

Segmentazione degli investitori (persone giuridiche). Copertura campione: 14 campagne di equity crowdfunding chiuse con successo



per tipologie omogenee nella Figura 2.21. Stiamo parlando di 50 sottoscrizioni effettuate da 43 soggetti diversi (in 5 casi l'investitore ha sottoscritto due campagne, in un caso tre diverse campagne).

Essi in gran parte hanno sede in Lombardia (17 casi), piuttosto che Veneto e Piemonte (6 casi ciascuno), Toscana ed Emilia Romagna (5 osservazioni ciascuno).

Come è lecito aspettarsi, compaiono categorie quali banche e assicurazioni (4 casi), incubatori certificati e investitori professionali in fondi chiusi di *venture capital* e *private equity* (poichè il loro intervento è necessario per raggiungere la quota del 5% dell'offerta minima richiesta da CONSOB) ma le categorie più numerose sono quelle delle società di servizi e consulenza (16 casi), che insieme alle *holding* finanziarie (4 casi) e alle società immobiliari (3 casi) vengono probabilmente usate come veicoli per la gestione delle partecipazioni.

Compaiono anche società manifatturiere (6 casi) che forse intendono diversificare i propri investimenti in *startup* innovative, magari seguendo un interesse sulla tecnologia o servizio realizzato.

Figura 2.22

I numeri dell'equity crowdfunding in Italia alla data del 15 giugno 2016



Box 2.4

Il crowdfunding al servizio del cleantech e dell'energia rinnovabile: il caso Blu Marina by Elements

Uno degli ambiti in cui il *crowdfunding* esprime un significativo potenziale è quello del *cleantech* e delle energie rinnovabili, dove l'obiettivo di investimento si affianca a motivazioni ambientali, mobilitando singoli cittadini e comunità locali.

All'estero sono numerosi i portali specializzati che offrono agli investitori la possibilità di partecipare finanziariamente, con prestiti o con quote del capitale azionario, a progetti di impianti fotovoltaici, eolici, biomasse o efficienza energetica. Esempi sono il portale olandese WindCentrale (circa € 20 milioni raccolti finora), quello britannico Abundance Generation, lo statunitense Mosaic.

In Italia è interessante citare il progetto Blu Marina by Elements volto a realizzare una *smart community* presso la comunità di Marina di Pisa attraverso *microgrid*, *crowdfunding* e *social investing*, promosso dalla *startup* innovativa Elements Works Srl.

Il valore complessivo dell'operazione sarà inferiore a € 1 milione, cifra che potrà essere raccolta in tutto o in parte coinvolgendo direttamente la comunità, i turisti, gli utenti del porto, i *partner* tecnologici del progetto ed in generale tutti i soggetti interessati al futuro della comunità tramite appunto il *crowdfunding*. Attraverso il coinvestimento insieme alla popolazione, i soggetti interessati possono contribuire ad un progetto con forti ricadute sociali.

Il progetto di *community microgrid* consente l'ottimizzazione dell'utilizzo dell'energia da fonti rinnovabili attraverso il bilanciamento tra sistemi di produzione e di accumulo e le utenze.

Tramite il coinvestimento insieme alla popolazione, i soggetti interessati possono contribuire ad un progetto con forti ricadute sociali.

Per implementare la *microgrid* verrà prima di tutto completato il *loop* in fibra ottica del porto, e al suo interno verrà integrato il sistema di monitoraggio e controllo per le barche e per le auto elettriche, per i dissalatori, per le sorgenti da rinnovabili (onde e micro-eolico), per i lampioni multifunzione, per i distributori di acqua potabile e per i sistemi di irrigazione.

Nella fase pilota, verranno installate colonnine elettriche di ricarica e una flotta di auto elettriche verrà messa a disposizione degli utenti del porto e anche della cittadinanza, tramite un sistema di prenotazione unificato.

Il sistema di ricarica delle auto elettriche verrà coordinato con il sistema di generazione da rinnovabili, con i dissalatori, con il sistema di ricarica delle batterie delle barche del porto e con gli altri carichi che afferiscono alla cabina elettrica del porto, con una logica di *microgrid*.

La *community microgrid* contiene diverse sorgenti di energia rinnovabile, la più importante delle quali è costituita da macchine di tipo H24-50 prodotte da 40South Energy e che convertono l'energia cinetica delle onde del mare in energia elettrica.

Oltre all'energia dal mare il progetto prevede installazione di pannelli fotovoltaici di ultima generazione. Uno studio viene condotto per valutare in particolare l'installazione di pannelli fotovoltaici di ultima generazione.

Un secondo dissalatore svolge la funzione di *backup* per quello principale già presente, ed in situazioni normali produce acqua per il sistema di irrigazione. I due dissalatori vengono gestiti dalla centralina della *microgrid* in modo da ottimizzare il consumo di energia e da lavorare in sintonia con gli altri elementi della *microgrid* stessa.

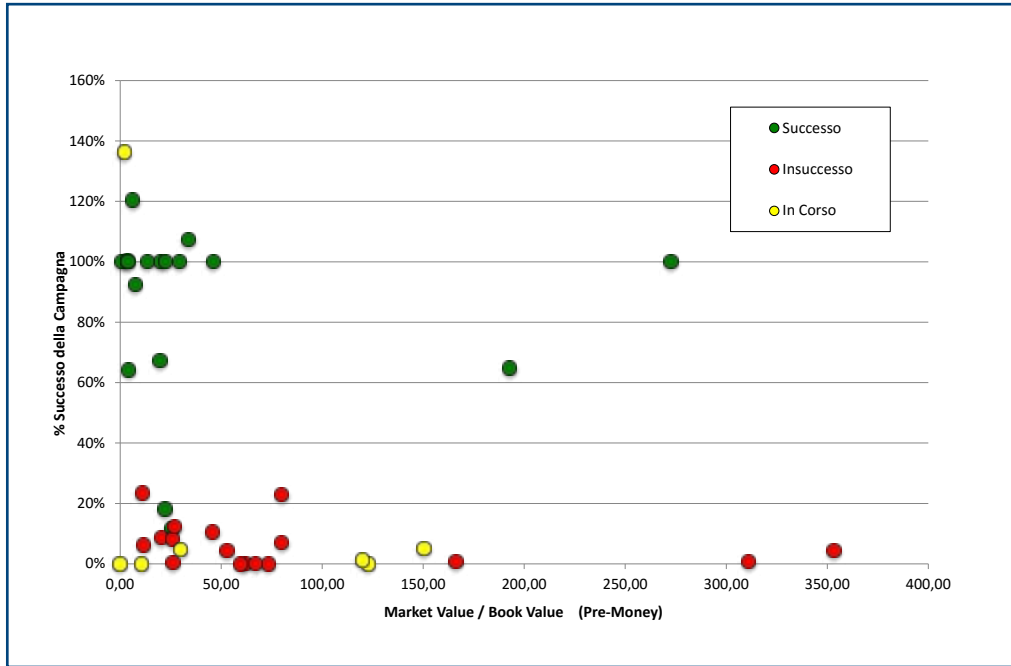
www.elements.works

Le prospettive per il futuro

Le aspettative relative all'introduzione dell'*equity crowdfunding* in Italia erano molto alte, e almeno nella fase di avvio i numeri non hanno confortato. Il flusso di raccolta ottenuto fino ad ora nel nostro Paese dalle 18 imprese che hanno condotto le 19 campagne chiuse con successo (come si è visto, € 5,565 milioni dall'avvio con la partecipazione di appena 360 investitori persone fisiche 'nuove' e 43 persone giuridiche - si veda la Figura 2.22) impallidisce di fronte ai numeri del Regno Unito (332 milioni di sterline solo nel 2015, 245 milioni senza considerare il comparto del *real estate*), Francia (€ 50 milioni nel 2015, € 36 milioni al netto del *real estate*) e Germania (€ 37,3 milioni nel 2015). E tutto ciò nonostante gli incentivi fiscali introdotti.

Va infatti ricordato che chi investe nell'*equity crowdfunding* in Italia sottoscrivendo quote del capitale di una *startup* o PMI innovativa può godere di una detrazione fiscale pari

Figura 2.23
Correlazione fra percentuale di successo delle campagne e valutazione dell'impresa (rapporto M/B). Campione: 48 campagne di equity crowdfunding



al 19% di quanto investito (la percentuale sale al 25% per le *startup* innovative a vocazione sociale e per le *startup* innovative ad alto valore tecnologico in ambito energetico). La detrazione, riservata alle persone fisiche, diventa invece una deduzione dai ricavi pari al 20% dell'investimento per le persone giuridiche (27% per le particolari categorie già citate).

Il 'tagliando' attuato da CONSOB al Regolamento nel 2016 ha contribuito a sbloccare alcune diffidenze e difficoltà (come evidenzia il cambio di passo nel flusso di nuove offerte delle ultime settimane), ma è lecito chiedersi quali saranno le prospettive per il futuro.

A nostro avviso esiste un primo tema legato alla valutazione delle quote offerte in sottoscrizione. L'impressione è che si siano utilizzate metodologie tipiche dell'industria del *venture capital* (che consistono sostanzialmente nell'attualizzare i flussi di cassa prospettici ambiziosamente previsti nel *business plan*) senza però avere a disposizione gli stessi stessi strumenti di *governance* e controllo. Gli investitori professionali conducono *due diligence* approfondite sul *business* e richiedono la sottoscrizione di complessi patti di sindacato, per assicurarsi la tutela dell'investimento e la possibilità di incidere in maniera determinante nelle scelte aziendali, pur magari sottoscrivendo meno del 50% del capitale. Ebbene tutto ciò non è possibile nel *crowdinvesting*, ed anzi si è visto che a volte le imprese hanno offerto in sottoscrizione titoli senza diritti di voto.

Siamo convinti che una valutazione più prudentiale delle emittenti potrebbe convincere nuovi investitori a partecipare. Si tratterebbe di considerare la 'folla' di Internet come

Box 2.5
L'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC)

Lo scopo dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC) è di rappresentare l'attività delle piattaforme di *equity crowdfunding* in Italia, anche al fine di dialogare con le istituzioni sull'elaborazione normativa, promuovere la conoscenza e la crescita qualitativa del settore imprenditoriale, elaborare e applicare un proprio codice etico professionale. L'associazione punta a favorire la definizione delle condizioni migliori per un reale decollo del mercato dell'*equity crowdfunding* ed evitare l'emorragia di tecnologia e talenti verso mercati esteri più propensi all'investimento.

In questo senso l'Associazione costituisce un momento di sintesi di esperienze di grande valore ed un punto di incontro per gli operatori del settore, nel quale far emergere bisogni e soluzioni della filiera.

Aderiscono ad AIEC 14 portali fra quelli autorizzati da CONSOB. Il Consiglio Direttivo attualmente in carica è composto da: Alessandro Lerro (presidente), Matteo Masserdotti (vice-presidente), Alessandro Scutti, Tommaso Baldissera Pacchetti, Michela Centioni, Tommaso D'Onofrio.

un'estensione delle categorie *'family friends & fools'* che riassumono efficacemente i possibili primissimi finanziatori di un'attività imprenditoriale. A titolo di puro esercizio, nella Figura 2.23 abbiamo provato a 'mappare' le 48 offerte censite dall'Osservatorio (comprendendo sia le offerte chiuse con successo, in verde, quelle chiuse senza successo, in rosso, e quelle in fase di raccolta alla data del 15 giugno 2016, in giallo) in funzione del grado di raggiungimento del *target* previsto e del rapporto *market/book* (M/B), un parametro ben conosciuto nell'analisi finanziaria, definito come il quoziente fra la valutazione *pre-money* del capitale azionario (si veda la Tabella 3.2) e il patrimonio netto dell'impresa prima dell'emissione. Più questo rapporto è elevato, più vuol dire che il valore riconosciuto di avviamento rispetto al capitale esistente è consistente. In altre parole, al crescere dell'indice M/B cresce il 'sovrapprezzo' del capitale azionario richiesto agli investitori rispetto a quanto hanno versato i soci fondatori, quale corrispettivo riconosciuto del valore dell'idea e del progetto imprenditoriale.

Sembra di osservare che - salvo poche eccezioni - a valutazioni più prudentiali siano associate maggiori probabilità di raggiungere il *target* dell'offerta. Infatti le campagne 'verdi' si concentrano su valori contenuti dell'indice M/B mentre le 'rosse' sono più concentrate su soglie maggiori.

Un secondo tema riguarda la possibile estensione dell'*equity crowdfunding* ad altre categorie di imprese che non si qualificano come *startup* o PMI innovative. A nostro avviso il mercato è ormai pronto per fare un salto di qualità: le technicalità sono state ben comprese e le infrastrutture tecnologiche sono collaudate, compresa l'opportunità di organizzare un mercato secondario delle quote, successivamente alla campagna di *crowdfunding*. Del resto non si capisce perchè, a regime, debba essere negato a PMI meno rischiose delle *startup* innovative di accedere a questo canale di finanziamento.

Esiste anche grande spazio per i *business angels*, che potranno organizzare dei veri e propri *'syndicates'* come già accade in altri paesi europei, coinvolgendo nuovi piccoli soci meno esperti nell'*equity crowdfunding* facendosi portavoce delle loro istanze e dell'attività di *monitoring*.

Infine, è auspicabile che si diffondano delle buone prassi, magari frutto di autoregolamentazione nell'ambito dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC), per dare un contenuto uniforme e completo all'informativa che compare sulle piattaforme. Capita a volte che informazioni essenziali quali la tipologia delle quote offerte (votanti o non votanti) non siano adeguatamente evidenziate o non siano facilmente accessibili, o che addirittura vi siano dati contraddittori o insufficienti nei vari documenti sottoposti, rispetto alla raccolta *target* e ai piani di investimeno futuri.

3. Il *lending crowdfunding*

Questo capitolo descrive l'industria del *lending crowdfunding* in Italia, attraverso l'analisi delle piattaforme che offrono alla 'folla' di Internet la possibilità di finanziare un progetto, proposto da una persona fisica o da un'impresa, a titolo di prestito.

Il quadro normativo di riferimento in Italia

I primi operatori di *lending crowdfunding* in Italia furono inizialmente autorizzati ad operare da Banca d'Italia come intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario ma non tardarono ad emergere contestazioni rispetto all'attività operativa (si veda il Box 3.1). Successivamente, l'entrata in vigore del D.L. 11/2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC (Payment Service Directive), consentì a Banca d'Italia di meglio definire il contesto normativo inquadrando le piattaforme di *lending crowdfunding* sotto il 'cappello' degli Istituti di Pagamento (ex art. 114 septies del Testo Unico) incentivando la creazione di una nuova categoria di operatori, anche provenienti da settori non finanziari, attivi nell'esecuzione di ordini di pagamento.

Gli Istituti di Pagamento sono tenuti a rispettare alcune delle disposizioni previste dal Codice Civile, dal TUB, dalla Delibera 1058 del 19/7/2005 del Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio (CICR) e dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento emanate dalla Banca d'Italia, rispetto al capitale minimo e patrimonio di vigilanza della società, alla struttura organizzativa (con controlli di primo, secondo e terzo livello), ai requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza di amministratori e sindaci. La Banca d'Italia attua poi una costante vigilanza su tali operatori.

Nel mese di novembre 2015, sempre Banca d'Italia ha diffuso un documento di consultazione dedicato alla raccolta del risparmio 'rimborsabile' da parte di soggetti diversi dalle banche, che si proporrà, una volta approvato¹, di fornire una prima cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale bancario. Il documento identifica esplicitamente la filiera del 'social lending' ovvero *lending based crowdfunding*, finanziato da una pluralità di prestatori privati (piccoli risparmiatori o investitori istituzionali). L'attività del gestore del portale, viene specificato nel documento, è autorizzata, qualora sia inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento, mentre dal punto di vista del prestatore di fondi viene autorizzata la raccolta di fondi quando prestatori e finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo valere il proprio potere negoziale.

Dal punto di vista contrattuale il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato si configura ai sensi degli articoli 1813 e seguenti del Codice Civile come un 'contratto di mutuo' per mezzo del quale una parte mette a disposizione dell'altra somme di denaro con la promessa da parte di quest'ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo. Il portale offre un contratto di servizi di pagamento 'a distanza' che sottoscrive con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento.

I portali attivi

Alla data del 1 giugno 2016 risultavano dunque operative in Italia quattro piattaforme di *lending crowdfunding*: Prestiamoci, Smartika, Soisy e BorsadelCredito.it. Le prime

¹ La consultazione si è chiusa il 18 gennaio 2016

Box 3.1
**Storia delle
 piattaforme
 di lending
 crowdfunding
 italiane**

La prima esperienza italiana di *lending crowdfunding* nasce nel novembre 2007 ad opera di Boober, piattaforma di proprietà dell'omonima società olandese che aveva creato una *joint venture* con l'italiana Centax. Pochi mesi dopo, nel 2008, è arrivata Zopa, *franchising* della piattaforma Zopa Ltd, *leader* del mercato *consumer lending crowdfunding* britannico. Nell'estate del 2009, a distanza di poco tempo l'una dall'altra, la Banca d'Italia ordina la cancellazione delle due società dall'albo degli intermediari finanziari, facendone sospendere l'attività di erogazione di nuovi prestiti. Per Boober, che non riuscirà più a riprendere la propria attività, i problemi erano legati alla società che la gestiva, Centax, la quale non risultava idonea. A Zopa (allora qualificata come finanziaria ex art. 106) venne invece contestata la raccolta di denaro (e non semplice intermediazione) operata dalla società, sulla base di un'ipotetica 'giacenza prolungata' e per 'importi rilevanti' sul conto terzi destinato ai prestatori, in attesa dell'allocazione ai richiedenti.

Dopo il travagliato inizio dovuto senz'altro ad un arrivo troppo anticipato sull'impreparato mercato italiano, il 14 febbraio 2012 Zopa riesce a ripartire con il nuovo nome di Smartika SpA, operando come istituto di pagamento per conto terzi. Recentemente Smartika ha concluso un aumento di capitale di € 4,5 milioni coordinato da Hamilton Ventures, compagnia inglese specializzata negli investimenti in società *fintech*. L'attuale presidente è il fondatore Maurizio Sella mentre l'amministratore delegato è Luciano Manzo.

Prestiamoci nasce nel 2010 ed è la seconda piattaforma italiana esistente di *consumer lending*, gestita da Agata SpA società finanziaria iscritta all'albo degli intermediari finanziari ex art. 106. I fondatori della società Mariano Carozzi, Paolo Galvani e Giovanni Tarditi non fanno più parte del *management* attuale. Nel 2013 infatti Digital Magics entra nell'assetto azionario con una quota del del 25,61% fornendo sia nuovo capitale sia supporto alla gestione con servizi strategici e tecnologici. Dopo una pausa nell'attività durante il 2014, legata a una rivisitazione del modello di *business* e a voci di una possibile acquisizione da parte del gruppo scandinavo TrustBuddy (per fortuna non avvenuta visto che quest'ultimo soggetto è fallito un anno dopo), nel 2015 Prestiamoci ottiene da Banca d'Italia la licenza di istituto di pagamento per Pitupay SpA, società controllata al 100% da Agata Spa, per poter gestire i flussi finanziari direttamente senza l'appoggio ad altre banche e istituti di credito. A fine 2015 il portale ha finalizzato un ulteriore aumento di capitale da € 2 milioni in cui hanno partecipato Innogest SGR (uno dei principali gestori di fondi di *venture capital* in Italia), Banca Sella e altri investitori italiani e internazionali. L'attuale presidente della società è Michele Novelli (indicato dal socio Digital Magics), mentre Daniele Loro è l'amministratore delegato.

BorsadelCredito.it nasce nel 2013 come primo operatore italiano nel *business lending crowdfunding*. Inizialmente opera come piattaforma digitale di *brokeraggio* per la concessione di credito alle aziende. I suoi soci fondatori sono Angelo Daniele Blancato (attuale presidente), Alessandro Andreozzi, Ivan Pellegrini (amministratore delegato) e Antonio Lafiosca. BorsadelCredito.it è gestito da un gruppo societario, avente come *holding* Business Innovation Lab Srl che controlla al 100% due società: Crenway Srl, che BorsadelCredito.it utilizza come tramite per presentare le offerte delle banche *partner* alle sue aziende clienti, e Mo.Net SpA, società del gruppo iscritta all'albo degli istituti di pagamento autorizzati da Banca d'Italia. L'operatività nell'ambito del *crowdinvesting* è partita a settembre 2015. A fine 2015 la società di *venture capital* P101, specializzata in investimenti in *digital startup*, ha investito € 1 milione nella piattaforma.

Soisy SpA è una *startup* innovativa fondata da Pietro Cesati, autorizzata nel dicembre 2015 da Banca d'Italia come istituto di pagamento, promotrice del portale Soisy.it dedicato al settore *consumer* e attivo da poche settimane. La società ha ottenuto un finanziamento di € 1 milione attraverso il bando Smart&Start di Invitalia.

Infine, è da poco arrivata sul mercato italiano Prêt d'Union, piattaforma francese fondata nel 2011, con un nuovo marchio commerciale, Younited Credit, in funzione di un piano di espansione che dovrebbe allargarsi ad altri mercati quali la Spagna. La divisione italiana è guidata da Tommaso Gamaleri. La piattaforma dispone di una licenza bancaria, rilasciata dalla Banca di Francia al veicolo Younited SA e 'passaportabile' in tutta l'Unione Europea. L'operatività sul mercato italiano è iniziata a marzo 2016; alla data del 1 giugno 2016 la piattaforma italiana risultava però operativa solo per la parte di concessione dei prestiti, ma non ancora attiva per i potenziali prestatori della 'folla' di Internet e per questo nel Report di quest'anno non viene considerata come una piattaforma attiva di *crowdinvesting*.

tre piattaforme si rivolgono al momento a persone fisiche (*consumer lending*) mentre la quarta si rivolge a imprese (*business lending*). La Tabella 3.1 riassume alcuni dati fondamentali sui quattro portali, la cui storia è descritta nel Box 3.1.

| Sito web | Società gestore | Qualifica | Target di beneficiari |
|--------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------|
| Borsadelcredito.it | Business Innovation Lab SpA | Istituto di pagamento | Business |
| Prestiamoci.it | Agata SpA | Finanziaria ex art. 106 | Consumer |
| Smartika.it | Smartika SpA | Istituto di pagamento | Consumer |
| Soisy.it | Soisy SpA | Istituto di pagamento | Consumer |

Tabella 3.1

I portali di *lending crowdfunding* italiani, alla data del 1/6/2016

Va registrato nel breve termine l'arrivo di una quinta piattaforma, Younited Credit (si veda il Box 3.1), che però al momento non raccoglie ancora dai prestatori attraverso il web.

Non consideriamo nel novero della nostra ricerca sulle piattaforme di *crowdinvesting* italiane portali stranieri che pure sono accessibili per i prestatori e per i richiedenti italiani (a volte anche attraverso una sezione dedicata in lingua italiana), ma che non hanno una stabile organizzazione in Italia. È il caso ad esempio della piattaforma pan-europea di *business lending crowdfunding* iBondis.com, gestita da iBondis Limited, società britannica autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority (FCA).

La Figura 3.1 riporta il valore totale dei prestiti erogati dalle piattaforme attive fino al 1 giugno 2016, dalla partenza (o ripartenza, in alcuni casi) delle attività². Si nota che Smartika ha superato la soglia di € 23 milioni erogati; Prestiamoci ha superato la soglia di € 3 milioni mentre BorsadelCredito.it in otto mesi ha contribuito a finanziare imprese per un importo che sfiora € 2 milioni. Il totale del capitale erogato attraverso il *lending crowdfunding* in Italia è attualmente pari a € 28,3 milioni.

² Nelle successive statistiche non viene considerato il portale Soisy.it in quanto attivo solo da poche settimane

I modelli di business

Benchè spesso si utilizzi il termine '*peer-to-peer lending*' (P2P *lending*) come sinonimo del *lending crowdfunding*, nessuna delle tre piattaforme utilizza al momento primariamente questo modello di *business*.

Nel P2P *lending*, infatti, il prestatore ha la possibilità di analizzare sulla piattaforma tutte le richieste di finanziamento, esaminando le caratteristiche del progetto e l'identità del

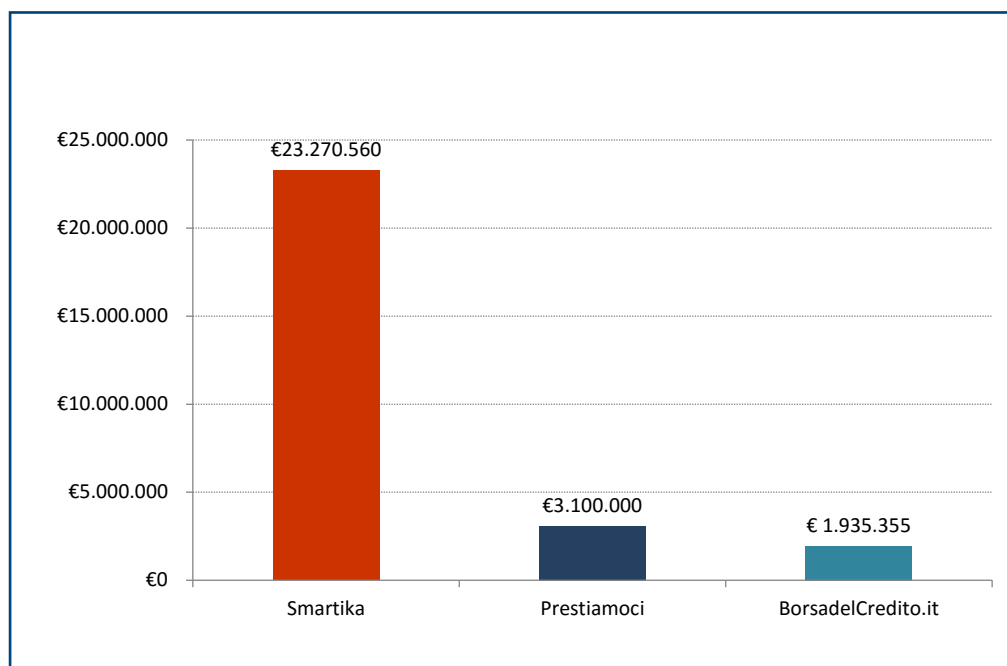


Figura 3.1

Ammontare totale dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane attive. Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016

richiedente, e valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso. Si tratta di un modello ‘diretto’ e trasparente ma che espone ovviamente ad un rischio di insolvenza elevato, e risulta *time-consuming* per il prestatore.

Il modello preferito dai portali attivi è invece un profilo di finanziamento ‘indiretto’, dove i prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni rispetto all’importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al *risk appetite*, ovvero al profilo rischio-rendimento ritenuto soddisfacente. È la piattaforma stessa ad allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo le offerte indicate dai prestatori. Questi ultimi non hanno quindi la possibilità di scegliere o di sapere *ex ante* chi sarà il soggetto finanziato; possono invece conoscere la capacità di reddito e le sue caratteristiche principali (età per le persone fisiche, residenza, rischio creditizio) e sapranno in tempo reale se i pagamenti a servizio del finanziamento sono regolari oppure no. Una volta divenuti clienti possono naturalmente chiedere ogni informazione di dettaglio.

I rimborsi del capitale nonché gli interessi pagati ogni mese vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse. Egli in alcuni casi, come dettagliato nelle righe successive, può chiedere di incidere maggiormente nella scelta dei prestiti, in funzione del profilo scelto.

Il vantaggio di questo modello per il richiedente consiste nella certezza di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi, una volta che la pratica è stata accettata, poiché la piattaforma ha già richiesto i fondi ai prestatori. I richiedenti infatti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto (TAEG, tasso annuo effettivo globale), che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati.

Andiamo ora a dettagliare meglio alcuni aspetti che sono specifici per le diverse piattaforme.

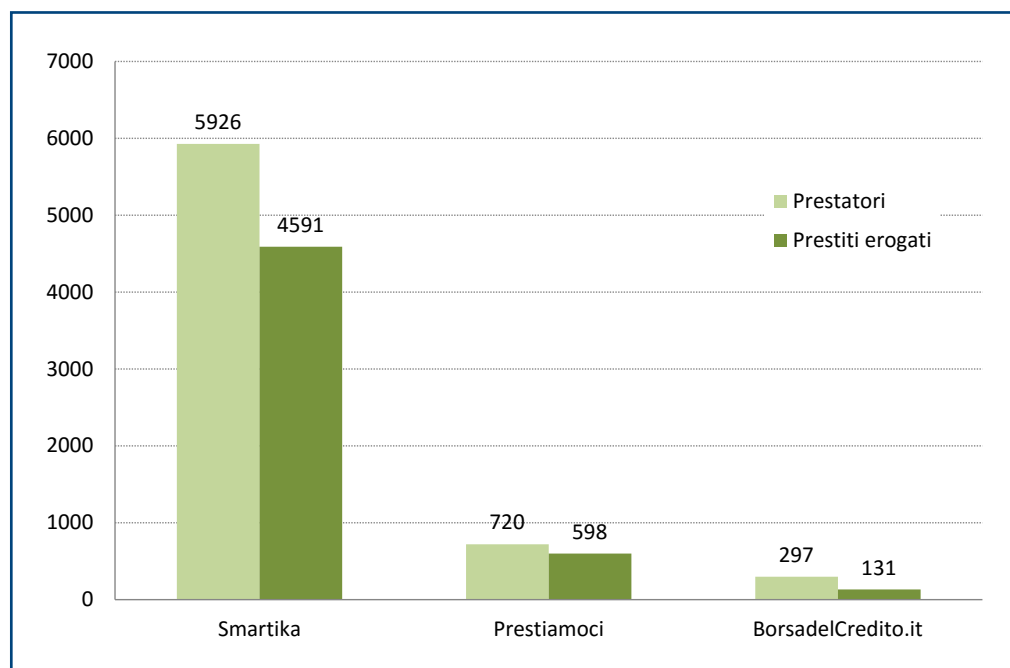
Smartika

L’investitore di Smartika può scegliere tra tre differenti classi di rischio/rendimento (Conservative, Balanced e Dynamic) con rendimenti minimi e massimi variabili a seconda della durata dei prestiti. Esiste un fondo creato a partire da gennaio 2015 (Smartika Lender Protection) alimentato da un apposito contributo versato dai richiedenti, disponibile per coprire eventuali insolvenze.

Su Smartika i prestatori pagano una commissione annuale pari all’1% del capitale resi-

Figura 3.2

Numero totale dei prestatori con offerta attiva e numero dei prestiti veicolati dalle piattaforme italiane di lending crowdfunding. Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016



duo nella piattaforma; i richiedenti pagano una commissione, calcolata in percentuale sulla somma erogata, con un importo minimo pari a € 40 a cui si aggiungono € 2 al mese per le spese di incasso rata (tale addebito non ha luogo nel caso di prestiti a 12 mesi).

Prestiamoci

Gli investitori di Prestiamoci possono scegliere se automatizzare completamente l'investimento delle quote delegando alla piattaforma la scelta di come allocarle sui prestiti in base ad un rendimento atteso *target* (definito da tre possibili profili: ABC, Mix o Top) oppure se gestire manualmente il proprio portafoglio. Si è riscontrato che il 90% dei clienti preferisce una configurazione automatica, mentre il restante 10% degli investitori preferisce l'opzione più manuale. La commissione richiesta ai prestatori è pari all'1% dell'investimento, più le spese di bollo. La commissione richiesta da Prestiamoci alle persone finanziate varia invece dallo 0,5% al 4,3% più € 1,2 al mese per le spese di incasso rata.

Soisy

Soisy propone un modello di *business* un po' diverso; oltre alla già citata modalità 'automatica' di suddivisione del denaro, i prestatori possono scegliere fra i diversi prestiti pubblicati sul portale e decidere se investire al tasso proposto da Soisy, oppure proporre un tasso inferiore. Il prestito verrà abbinato in priorità con gli investimenti con i tassi più bassi, quindi minore sarà il tasso proposto e maggiore sarà la probabilità di riuscire a finanziare quel prestito. Il tasso finale pagato dal richiedente del prestito sarà il più alto tra quelli degli investimenti abbinati. La piattaforma riceve una commissione dal richiedente al momento dell'erogazione del prestito (compresa fra 1% e 3%, non vengono applicate commissioni per l'incasso) e una dagli investitori a ogni pagamento di rata. Quest'ultima è pari al 10% degli interessi percepiti.

I prestatori di Soisy possono inoltre attivare la 'garanzia di rendimento' (obbligatoria comunque per chi investe meno di € 1.000) in base alla quale ogni mese una piccola parte degli interessi liquidati viene accantonata in un fondo da cui si attinge in caso di insolvenza delle persone finanziate, fino a capienza disponibile.

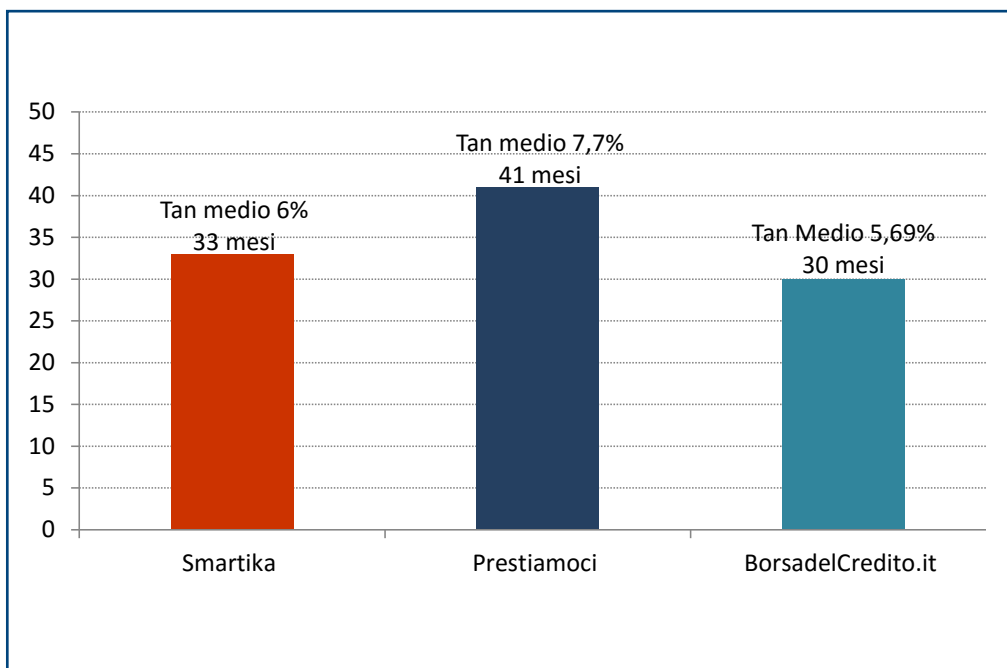
BorsadelCredito.it

Il *workflow* di valutazione delle domande di credito per BorsadelCredito.it è semi-automatico (e peraltro simile per tutte le piattaforme): una prima fase di valutazione avviene automaticamente attraverso una serie di parametri oggettivi, che vengono trasmessi via *web* dall'imprenditore/persona fisica; dopo questo primo passo (che mediamente vede selezionati solo il 10%/20% delle richieste ed avviene in 24 ore) avviene una seconda valutazione, che viene condotta dal personale della piattaforma, attingendo a database vari offerti da *credit bureau* come Experian, ai *social big data* e avvalendosi della collaborazione, per quanto riguarda il *rating*, di agenzie esterne come Cerved o Crif. Ad esempio, fra i parametri che vengono considerati per le imprese si annoverano: la qualità della presenza dell'azienda su Internet e sui *social network*, l'organizzazione dell'azienda, la qualità del progetto imprenditoriale. I richiedenti che superano questa seconda fase, secondo dati forniti dai portali, sono fra l'1% e il 5%. La pratica viene poi finalizzata interamente *online*, attraverso firma digitale, intervista telefonica e identificazione a distanza. Al momento BorsadelCredito.it non carica commissioni sui prestatori qualora si scelga per il profilo di allocazione gestito dalla piattaforma, e l'assenza dell'onere è garantita per sempre a chi investe più di € 5.000. Infine, per tutti i prestatori è attivo un fondo di protezione finanziato direttamente dai richiedenti.

I soggetti finanziati

La Figura 3.2 riassume i dati relativi al numero di prestiti erogati e al numero di prestatori censiti dalle tre piattaforme. Per quanto riguarda i prestiti, sulla piattaforma Smartika erano stati erogati 4.591 prestiti, su Prestiamoci 598 e su BorsadelCredito.it 131. Il totale al 1 giugno 2016 ammonta a 5.320. Questo numero non coincide con il numero dei sog-

Figura 3.3
Durata media (in mesi) e TAN medio dei prestiti erogati dalle piattaforme italiane di lending crowdfunding.
 Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016

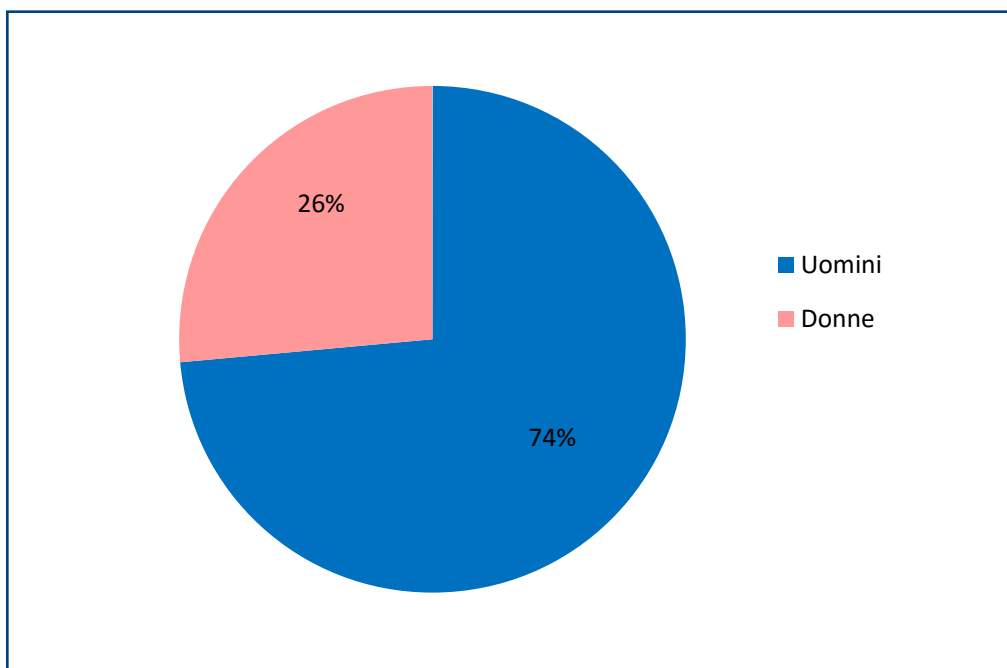


getti finanziati, poichè in diversi casi allo stesso soggetto sono stati concessi più prestiti. Nell'ambito del *consumer lending*, le piattaforme Smartika e Prestiamoci gestiscono prestiti personali per importi rispettivamente da € 1.000 a € 15.000 fino a 48 mesi e da € 1.500 a € 25.000 fino a 72 mesi. Più che con il canale bancario, esse si pongono in competizione quindi con le società di credito al consumo. Soisy si posiziona su una fascia ancora più bassa, da € 250 a € 8.000, per scadenze fino a 60 mesi.

I soggetti finanziati devono avere un reddito dimostrabile (non necessariamente da impiego a tempo indeterminato), non devono avere meno di 18 anni e più di 75 (Soisy non prevede limiti massimi di età) nè precedenti gravi di insolvenza quali protesti.

Nell'ambito del *business lending*, BorsadelCredito.it accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti in Italia, con almeno 12 mesi di attività alle spalle (e quindi la disponibilità di almeno un bilancio) e un fatturato non inferiore a € 50.000. Non devono esserci pregiudiziali gravi nè sull'azienda nè sul titolare o sui principali esponenti, che possano denotare un rischio per i prestatori, come ad esempio protesti, finanziamenti non rimborsati, ipoteche, pignoramenti. I parametri contabili che il por-

Figura 3.4
Distinzione per sesso dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di consumer lending crowdfunding italiane. Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016



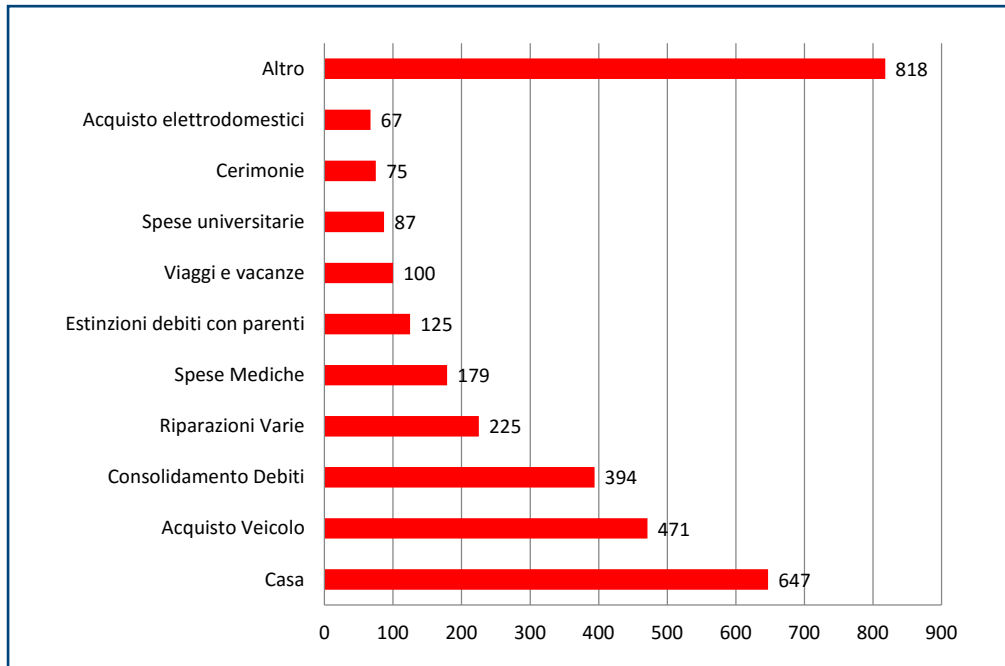


Figura 3.5

Segmentazione dei prestiti erogati dalle piattaforme di consumer lending crowdfunding italiane per finalità dichiarata. Campione 3.188 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015

tale utilizza e verifica integralmente come vincolo per accettare il finanziamento sono:

- rapporto fra mezzi propri e totale passivo superiore al 5%;
- margine operativo lordo positivo;
- rapporto fra crediti verso su clienti e fatturato inferiore a 50%;
- debiti finanziari su fatturato inferiore a 100%;
- rapporto fra rata in pagamento prevista e cash flow inferiore al 100%.

Il prestito alle imprese in genere varia fra € 10.000 e € 20.000, su una scadenza compresa fra 1 anno e 5 anni. Il tasso annuo nominale (TAN) varia attualmente fra il 3,4% e il 7,4% cui si sommano una commissione di garanzia che varia fra 0,4% e 9%, costi di istruttoria compresi fra 2% e 4%. I versamenti per il pagamento della quota capitale e della quota interessi sono mensili e scontano un costo di € 2. Nessuna garanzia reale o personale viene richiesta e non vi sono altre commissioni. Non viene richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente, ma l'addebito viene eseguito su quello già esistente dell'azienda. Il finanziamento (anche solo richiesto) viene a tutti gli effetti segnalato ai sistemi di informazioni creditizia.

La Figura 3.3 riporta la durata media dei prestiti selezionati dalle tre piattaforme, abbinata al tasso annuo nominale (TAN) medio. Il portale che finora ha erogato a più lungo termine è Prestiamoci (41 mesi) mentre BorsadelCredito.it, che si rivolge a imprese, in media seleziona prestiti a 30 mesi. Il TAN medio è compreso fra 5,69% e 7,7% e rispecchia la distribuzione delle diverse *duration* medie dei prestiti (oltre che ovviamente le classi di rischio individuate dalle piattaforme).

Focalizzando sui *prestiti consumer*, la Figura 3.4 evidenzia che circa tre quarti dei soggetti finanziati dalle piattaforme Smartika e Prestiamoci, per la precisione il 74%, sono di sesso maschile. Il prestito alle persone fisiche è in media pari a circa € 5.000.

La Figura 3.5 invece ci dà informazioni sulle motivazioni della richiesta di erogazione del credito, sempre per le persone fisiche. Il dato è stato raccolto per un campione rappresentativo di 3.188 contratti. Ovviamente le motivazioni sono molto eterogenee, ma quelle più comuni risultano essere l'acquisto della casa (647 prestiti), l'acquisto di un veicolo (471 casi) o il rifinanziamento di debiti esistenti (394 casi).

I dati sul sesso dei richiedenti e sulle motivazioni sono omogenei rispetto alle statistiche nazionali dell'industria del credito al consumo 'tradizionale'; secondo i dati dell'Osservatorio sul credito al consumo di Prestiti.it il 73,4% degli affidati è di sesso maschile, e le motivazioni principali risultano essere l'acquisto di un veicolo (21,7%), la ristrutturazione di immobili (17,2%), il consolidamento dei debiti (6,25%).

Per quanto riguarda l'età media dei richiedenti (dato disponibile per 203 prestiti), la

Figura 3.6
Distribuzione dell'età dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di consumer lending crowdfunding italiane. Campione 203 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015

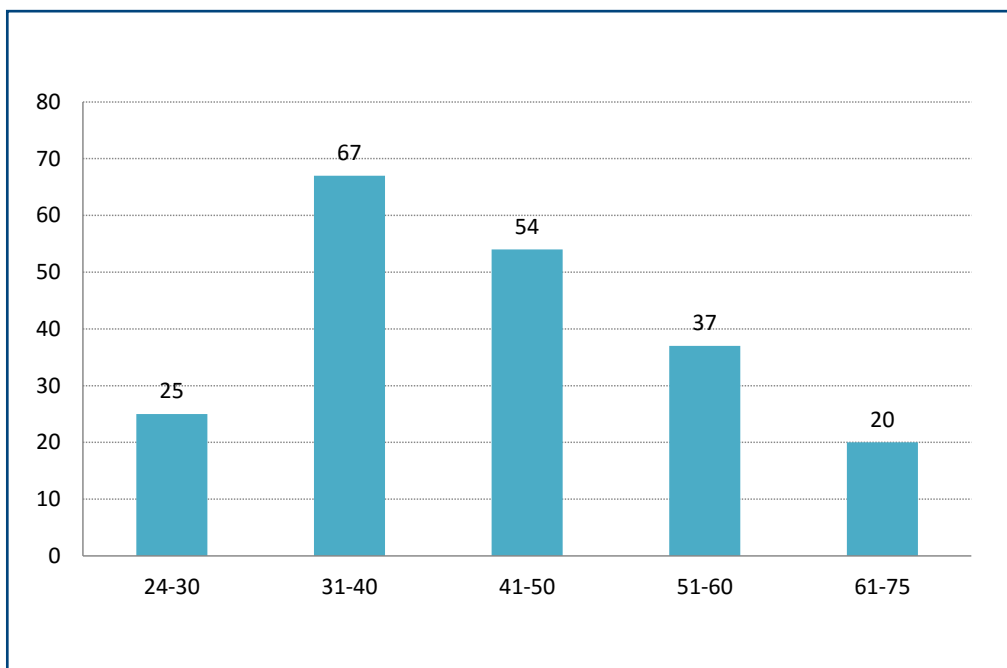


Figura 3.6 evidenzia che la maggioranza si colloca fra 31 e 40 anni, seguiti dal gruppo fra 41 e 50 anni. Anche in tal caso siamo vicini ai dati dell'Osservatorio di Prestiti.it, che riporta una media di 42 anni.

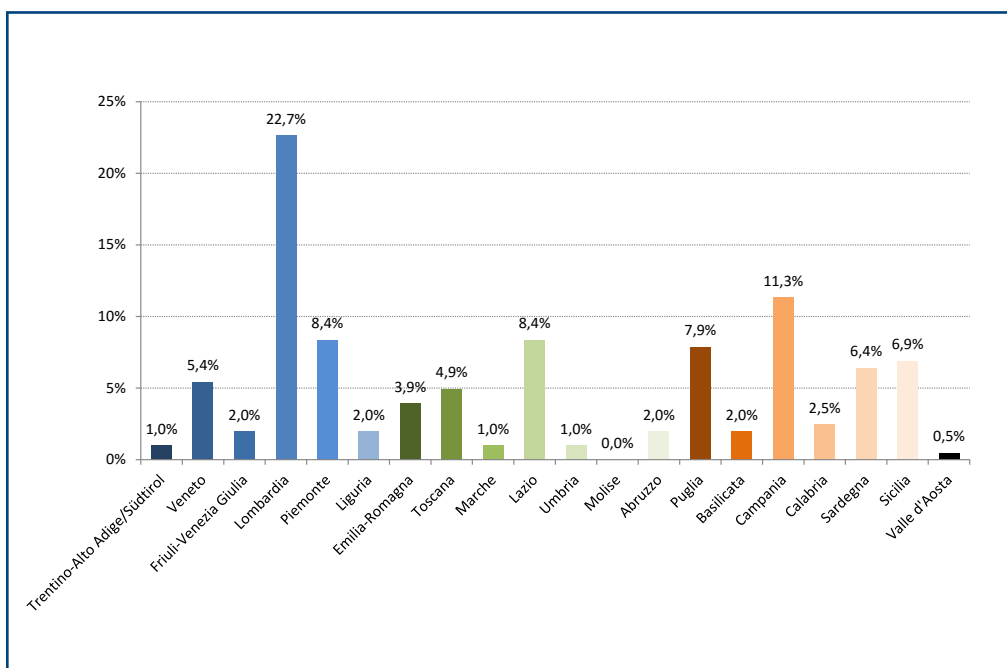
Infine la Figura 3.7 suddivide lo stesso campione per residenza geografica. Senza sorprese la Lombardia risulta al primo posto, con oltre un quinto dei prestiti personali, seguita dalla Campania (11,3%).

Passando invece alle statistiche sulle imprese finanziate dal portale di *business lending* (BorsadelCredito.it) il campione è chiaramente molto più ristretto (131 prestiti, si veda la Figura 3.2) e meno significativo. Ciononostante emergono alcuni spunti interessanti.

La Figura 3.8 evidenzia che la maggioranza delle imprese appartiene ai settori: servizi vari (34%), commercio al dettaglio (22%), edilizia (12%), commercio al dettaglio (12%) e industria/produzione (12%). La distribuzione geografica non è dissimile da quella riportata per le persone fisiche: la maggioranza delle imprese risiede in Lombardia (27%), seguono il Lazio (14%) e la Campania (13%).

L'importo medio finanziato alle imprese risulta pari a € 12.889 (si veda la Figura 3.9) il

Figura 3.7
Distribuzione della residenza geografica dei richiedenti finanziati dalle piattaforme di consumer lending crowdfunding italiane. Campione 203 prestiti; dati aggiornati a dicembre 2015



I dati mostrati nel *report* evidenziano che finora sono state soprattutto le micro-imprese ad essere finanziate dal *lending crowdfunding*.

Due casi interessanti sono quelli di Tantovsago srl e Dolcevoglia, che hanno ottenuto finanziamenti tramite BorsadelCredito.it.

Tantovsago è una *startup* innovativa milanese fondata nel novembre 2014 da Matteo Romano e Luca Rossi, attiva nel campo del *rewarding* digitale con attività esperienziali; organizza per clienti primari iniziative di *brand loyalty* con l'attribuzione di premi e incentivi e offre attraverso una piattaforma proprietaria la possibilità di costruire campagne di *loyalty* personalizzate e operazioni promozionali. La società, per finanziare la crescita e sviluppo attraverso una campagna di *marketing*, si è rivolta alla propria banca per ottenere un prestito, ricevendo un diniego (se non offrendo garanzie più che adeguate). Esito negativo anche per le richieste di accesso alle agevolazioni dei bandi regionali o nazionali riservati alle *startup*, tempi lunghi di risposta e nessuna comprensione del modello di *business*, dopo sei mesi di attesa. Un terzo tentativo, attraverso la controgaranzia del MedioCredito Centrale, ha richiesto sei mesi di attesa per l'esito, comunque negativo, e una quantità infinita di moduli da riempire e modelli da presentare.

Attraverso il *lending crowdfunding* Tantovsago ha invece ottenuto velocemente due prestiti. Il primo è stato un finanziamento da € 10.000 per una durata di 36 mesi con una tasso annuo effettivo globale (TAEG) pari al 6,33%. Il secondo prestito da € 15.000 è stato utilizzato per finanziare lo sviluppo e la proprietà intellettuale di un nuovo prodotto, una *card* personale di accesso ad un circuito che permette di avere sconti personalizzati per i clienti.

La società ha registrato nel 2015, anno di avvio, un fatturato di € 186.000 e nel 2016 la previsione è quella di raggiungere € 400.000. Negli ultimi mesi ha anche impiegato nuovo personale, passando da 3 a 5 occupati.

Dolcevoglia è una pasticceria artigianale di Pioltello (Milano), strutturata come ditta individuale di proprietà di Antonella Re. Pochi mesi fa si guasta un banco-frigorifero, indispensabile per l'attività, e l'imprenditrice si rivolge all'istituto bancario di riferimento, disposto a concedere il finanziamento solo a fronte della firma fideiussoria del padre e del marito. La decisione è quindi quella di rivolgersi alla piattaforma di *crowdfunding*, con un finanziamento di € 10.000 erogato su 24 mesi, con una TAEG pari a 11,28%. L'esperienza si rivela positiva, tanto è vero che l'imprenditrice sta ora pensando a un nuovo progetto di investimento, che sarà sottoposto di nuovo alla folla di Internet nelle intenzioni.

che segnala che esse si qualificano essenzialmente come micro-imprese (ditte individuali, società di persone, piccole società di capitale - si veda il Box 3.2); mediamente l'importo richiesto è più elevato per le attività agricole e per trasporti/distribuzione mentre invece risulta più contenuto per i servizi vari e il commercio all'ingrosso.

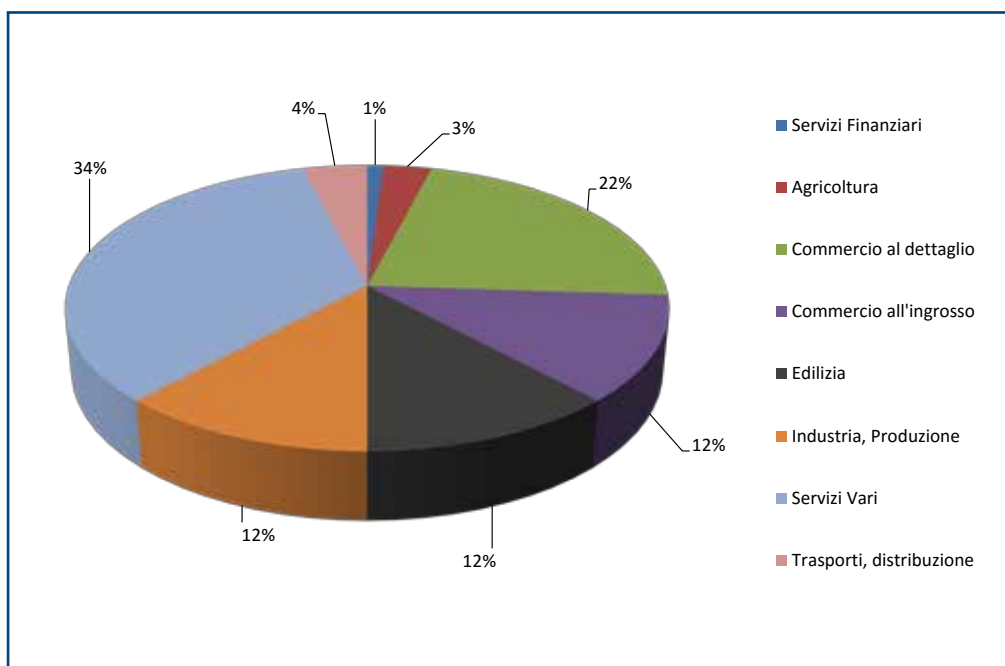
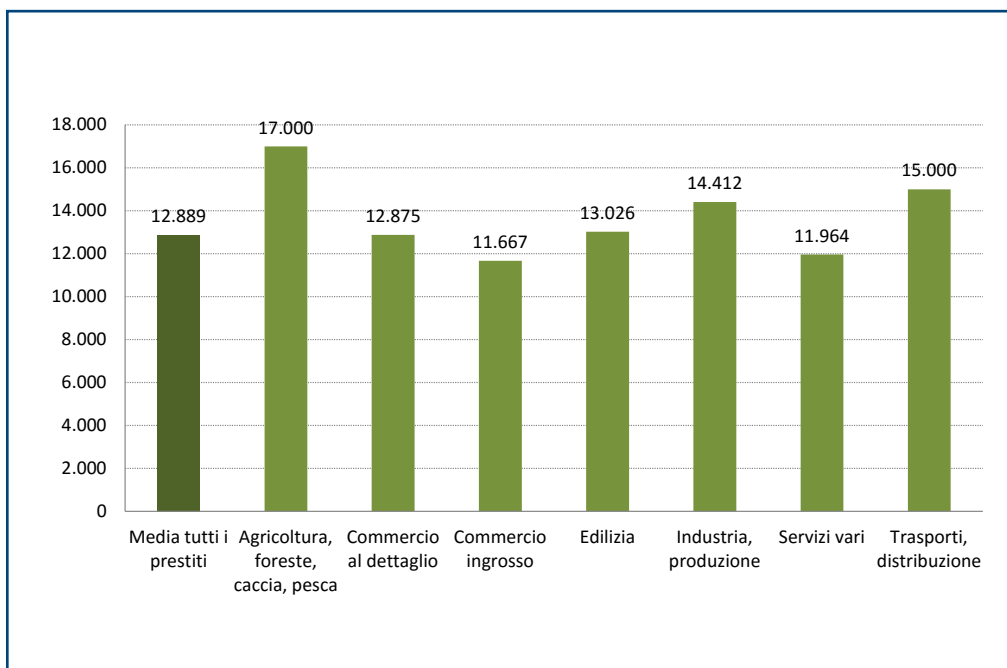


Figura 3.8

Segmentazione dei prestiti erogati alle imprese per area di business. Fonte: BorsadelCredito.it; dati aggiornati al 1 giugno 2016

Figura 3.9
Segmentazione dei prestiti erogati alle imprese per importo medio. Fonte: BorsadelCredito.it; dati aggiornati al 15 aprile 2016



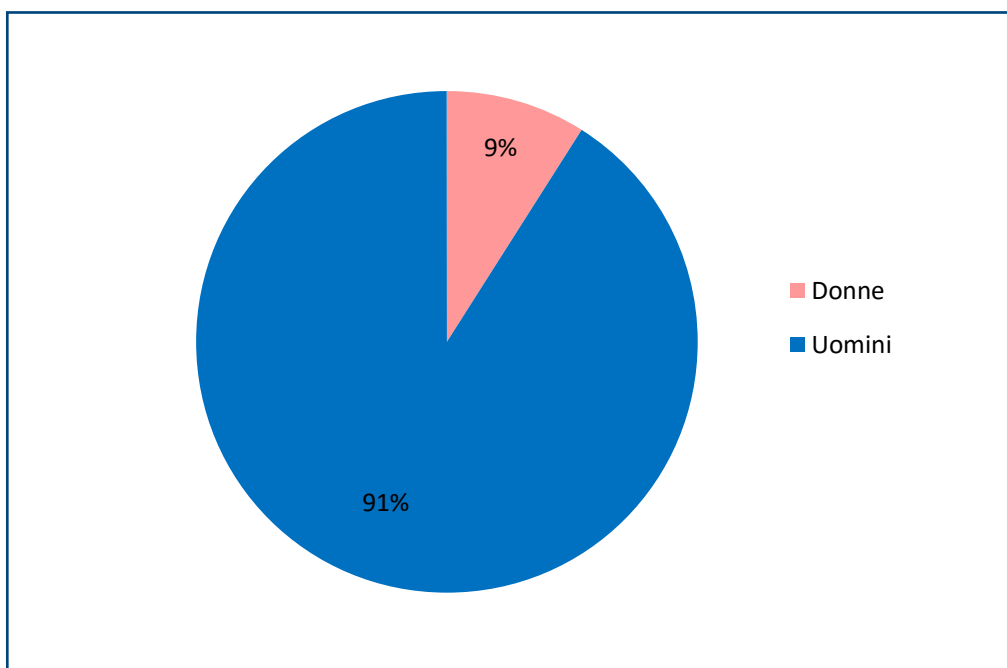
Le piattaforme *consumer* non hanno ritenuto opportuno fornire dati rispetto all'incidenza dei prestiti il cui rimborso è difficoltoso. Sui siti *web* questa informazione non è individuabile chiaramente: vengono pubblicate solo statistiche rispetto all'attività di recupero crediti piuttosto che alla copertura potenziale dei fondi di protezione. BorsadelCredito.it pubblica una curva delle perdite attese sulla base del *rating* e di quelle effettive, che attualmente a 6 mesi di distanza dai primi prestiti erogati ammontano a circa l'1% del monte prestiti.

I prestatori

Nelle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane i prestatori possono essere cittadini UE maggiorenni e titolari di un conto corrente in una banca UE o altro intermediario autorizzato.

Così come rilevato per l'*equity crowdfunding*, la stragrande maggioranza dei prestatori è di sesso maschile (il 91% come mostra la Figura 3.10). L'età media è intorno a 44 anni

Figura 3.10
Distinzione per sesso dei prestatori delle piattaforme di lending crowdfunding italiane. Fonte: siti *web* delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016



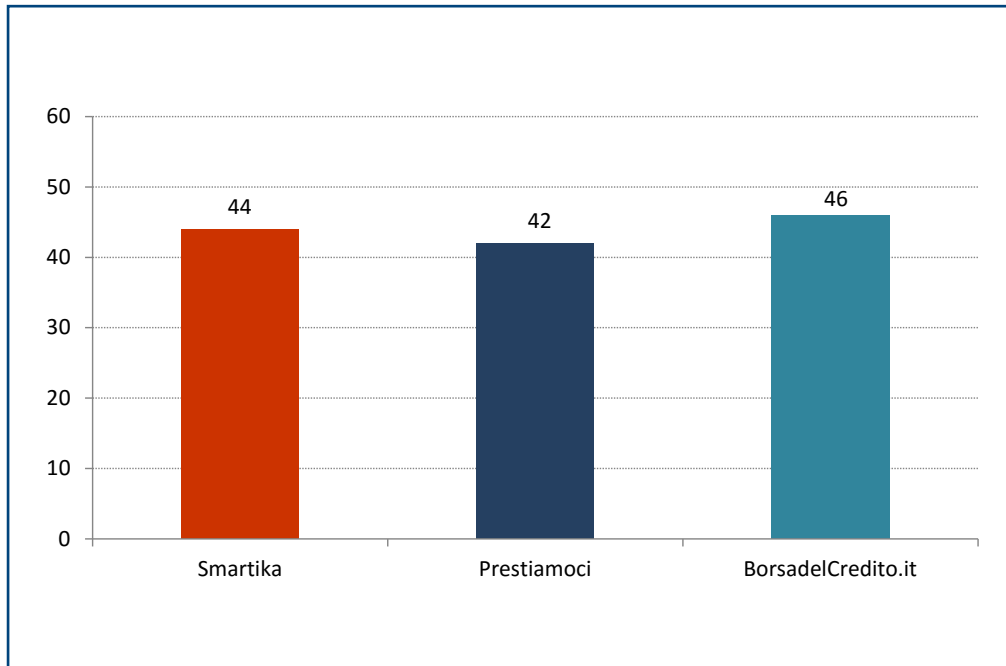


Figura 3.11
Età media dei prestatori delle piattaforme di lending crowdfunding italiane. Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016

ed è abbastanza simile per le tre piattaforme come mostra la Figura 3.11: 42 anni per Prestiamoci, 44 anni per Smartika e 46 anni per BorsadelCredito.it.

Per quanto riguarda la residenza geografica dei prestatori, la Figura 3.12 evidenzia la concentrazione nelle regioni del Nord. Ben il 30,5% dei finanziatori nel *lending crowdfunding* italiano risiede in Lombardia; seguono molto distaccati il Lazio (9,5%), Veneto (8,6%) e Piemonte (7,6%). Fra le regioni del Sud primeggia la Puglia, con 6,1%, seguita dalla Campania (5,4%).

La Figura 3.13 ci mostra un dato, seppure riferito ad un sotto-campione di 264 prestatori, relativo all'importo investito. La maggioranza dei prestatori affida una somma di denaro inferiore a € 2.000. Al crescere della somma investita si nota una riduzione nel numero dei prestatori. Coloro che hanno contribuito con somme superiori a € 10.000 risultavano essere solo 14.

Va segnalato che nelle statistiche mostrate manca il contributo degli investitori istituzionali e dei fondi specializzati, che stanno cominciando ora a interessarsi dell'ambito specifico.

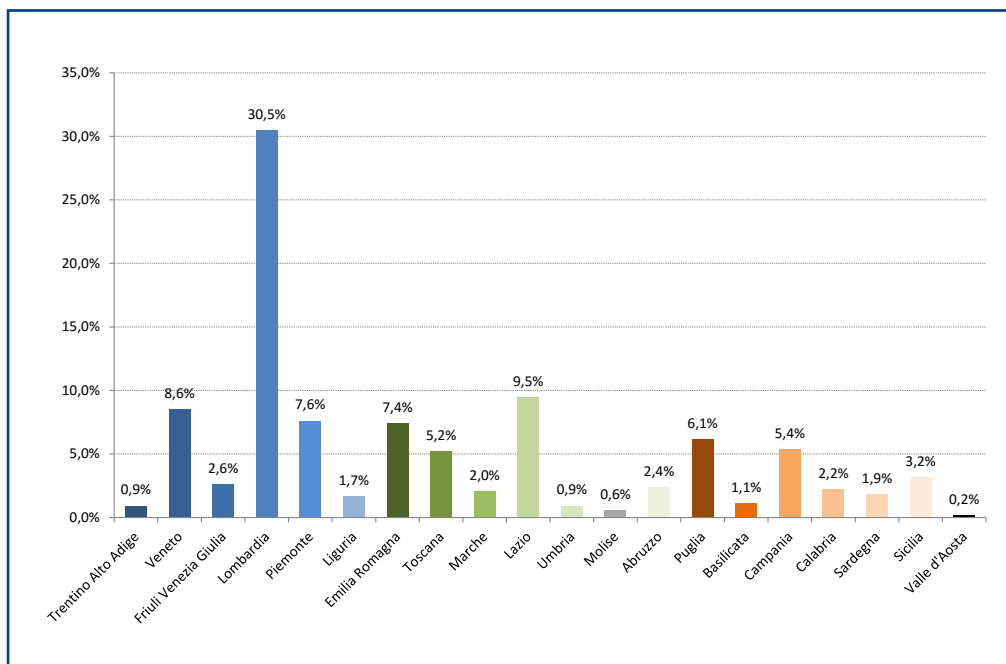
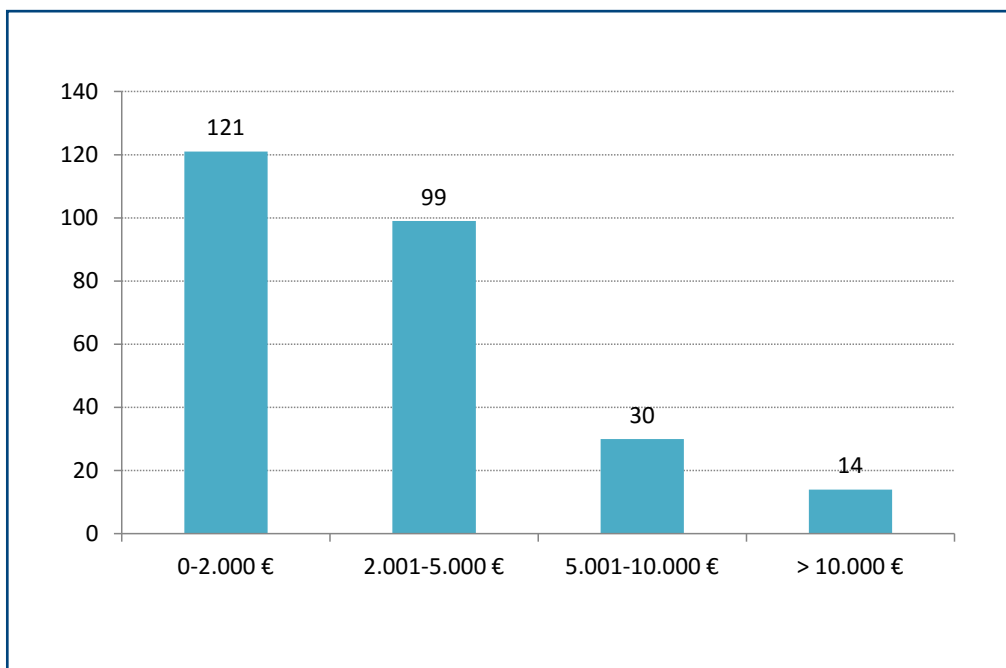


Figura 3.12
Distinzione per residenza geografica dei prestatori delle piattaforme di lending crowdfunding italiane. Fonte: siti web delle piattaforme; dati aggiornati al 1 giugno 2016

Figura 3.13
Segmentazione per importo investito dei prestatori delle piattaforme di lending crowdfunding italiane. Campione: 264 investimenti.



Le prospettive per il futuro

L'industria del *lending crowdfunding* in Italia è in una fase di rapido sviluppo, dove il collo di bottiglia è rappresentato non certo dalle richieste di finanziamento, che arrivano copiose, quanto piuttosto dalla disponibilità di denaro. Come testimoniano i dati raccolti dall'Osservatorio (si veda lo schema riassuntivo di Figura 3.14) sono ancora pochi gli italiani che hanno inteso diversificare i propri investimenti considerando l'opportunità di investimento nel *lending crowdfunding*. Non aiuta il meccanismo di tassazione dei proventi, al momento penalizzante: gli interessi riscossi attraverso il *lending crowdfunding* devono essere infatti riportati nella dichiarazione dei redditi e vengono tassati con l'aliquota marginale del prestatore (che può arrivare per i contribuenti più facoltosi, e quindi sofisticati e tendenzialmente disponibili più di altri piccoli risparmiatori a differenziare i propri investimenti in un'asset class innovativa quale il *crowdinvesting*, fino al 43%). Da questo punto di vista è auspicabile una rapida correzione e l'omologazione dei proventi a tutti gli altri investimenti di natura finanziaria, oggi tassati con un'aliquota alla fonte pari al 26%, se non addirittura la concessione di agevolazioni come accade all'estero. La proposta è valida a maggior ragione ricordando, come evidenziato nel Capitolo 2, che l'*equity crowdfunding* gode invece di detrazioni fiscali.

I numeri del *lending crowdfunding* italiano (€ 28,3 milioni raccolti ad oggi) impallidiscono di fronte a quelli del Regno Unito³, dove solo nel 2015 sono stati raccolti capitali per 1,49 miliardi di sterline (881 milioni al netto dei prestiti legati al *real estate*) solo per il settore *business*, più altri 909 milioni per il settore *consumer*.

Decisivo sarà il contributo degli investitori professionali, che potrebbero offrire alle piattaforme l'opportunità per un cambio di passo rispetto alla disponibilità finanziaria. Tutte le piattaforme si stanno attrezzando in questa direzione, attraverso accordi con SGR e investitori istituzionali, anche finalizzati a costituire dei fondi chiusi dedicati.

Come mostrano cronache passate e recenti, un fattore critico di successo per le piattaforme sarà quello di eccellere nella capacità di stimare correttamente il merito creditizio; a differenza dell'*equity crowdfunding*, (tipologia di investimento comunque più rischiosa) nel *lending* manca infatti il possibile *'upside'* legato alla creazione di valore azionario, in caso di successo dell'impresa. Il fattore chiave diventa quindi la minimizzazione del rischio di insolvenza.

In tal senso, le interviste condotte dall'Osservatorio evidenziano l'importanza dell'efficienza nella gestione dei processi e della capacità di elaborare i *big data*. La competitività

³ Fonte: 2015 UK Alternative Finance Industry Report (Cambridge Center for Alternative Finance)

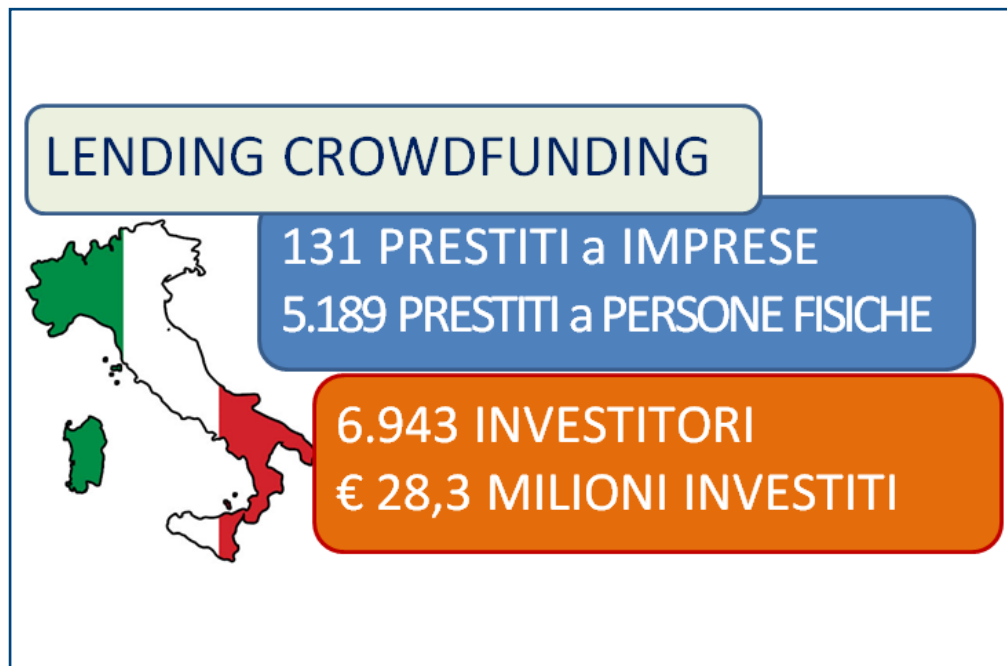


Figura 3.14

I numeri del *lending crowdfunding* in Italia, alla data del 1 giugno 2016

del *lending crowdfunding* è solo marginalmente legata al più basso costo del capitale (cosa non sempre vera): maggiore importanza hanno la capacità di essere rapidi nelle risposte verso i richiedenti e nel coprire fasce del mercato che attualmente hanno scarso accesso al circuito bancario (vuoi per la ridotta dimensione del prestito, non assistito da garanzie, vuoi per il *rating* attribuito, come accade ad esempio per le *startup*).

Altro terreno di lavoro per le piattaforme nel futuro sarà l'organizzazione di mercati secondari per la cessione dei prestiti fra gli investitori stessi (opportunità che ad esempio viene offerta da Smartika già da quattro anni e da Borsadelcredito.it) piuttosto che la cartolarizzazione dei crediti stessi, come già avviene all'estero, magari approfittando di garanzie fornite dagli organismi europei.

Infine, riteniamo che sia auspicabile per le piattaforme italiane adottare buone pratiche nell'informativa sulle statistiche passate, soprattutto in tema di insolvenza e perdite sui crediti, sul modello del protocollo della UK P2P Finance Association (si veda il sito *web* <http://p2pfa.info/data>).



4. L'invoice trading

L'invoice trading, ovvero la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma *crowd*, non è propriamente un'operazione di raccolta di capitale, ma rappresentando lo smobilizzo di un'attività (appunto una fattura commerciale) è associata agli stessi effetti finanziari, traducendosi in un'ingresso di cassa.

L'arrivo sul mercato di portali Internet specializzati che consentono la cessione delle fatture al pubblico indistinto dei 'web-surfers' pone dunque a tutti gli effetti l'invoice trading come terza opportunità di *crowdinvesting* a sostegno delle PMI.

Il quadro normativo di riferimento in Italia

Gli articoli 1260 e successivi del Codice Civile disciplinano le operazioni di cessione dei crediti in generale. La cessione del credito può essere effettuata (i) *pro-soluto*, se il cedente non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito: il rischio di insolvenza, quindi, viene trasferito insieme al credito e il cessionario non può esercitare alcuna azione di regresso verso il cedente; (ii) *pro-solvendo*: il cedente risponde dell'eventuale insolvenza del debitore, quindi potrebbe subire una azione di regresso da parte del cessionario.

Si tratta di un'operazione comunemente offerta dalle società specializzate nel *factoring*, che offrono alle imprese l'opportunità di smobilizzare i propri crediti affidandoli a organizzazioni specializzate nella loro gestione.

La possibilità di cessione di una fattura commerciale assume, ovviamente, tanto più valore per un'impresa a corto di liquidità quanto maggiori sono i tempi di pagamento. Da questo punto di vista l'Italia è terreno fertile come evidenzia la Figura 4.1, poichè in media le fatture fra imprese private vengono pagate a 80 giorni, contro un termine medio

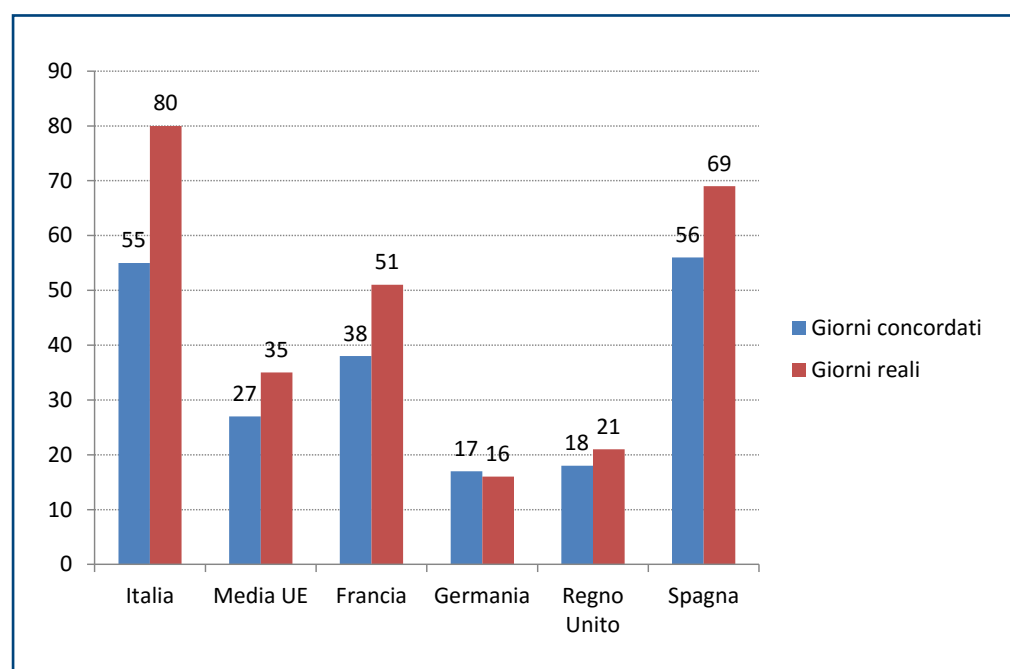


Figura 4.1
Tempi medi di pagamento concordati (in blu) e reali (in rosso) per le fatture B2B. Confronto fra Italia e altri partner UE. Fonte: European Payment Report 2015, Intrum Justitia

concordato di 55 giorni. La media UE è di 35 giorni reali, con 69 giorni in Spagna, 51 in Francia, 21 in Regno Unito e addirittura 16 giorni reali in Germania.

Nel caso delle piattaforme di *invoice trading* la cessione viene materialmente organizzata sul sito Internet. Il rischio dell'operazione viene sopportato dall'investitore (*pro soluto*), il quale dovrà attivarsi in proprio in caso di mancato pagamento della fattura.

Il primo tentativo di aprire una piattaforma di *invoice trading* in Italia fu quello di Aztec Money, piattaforma estera specializzata nella cessione di fatture su operazioni di esportazione, che nel 2013 aprì una sezione 'italiana' del sito senza però riuscire a decollare.

I portali operativi in Italia

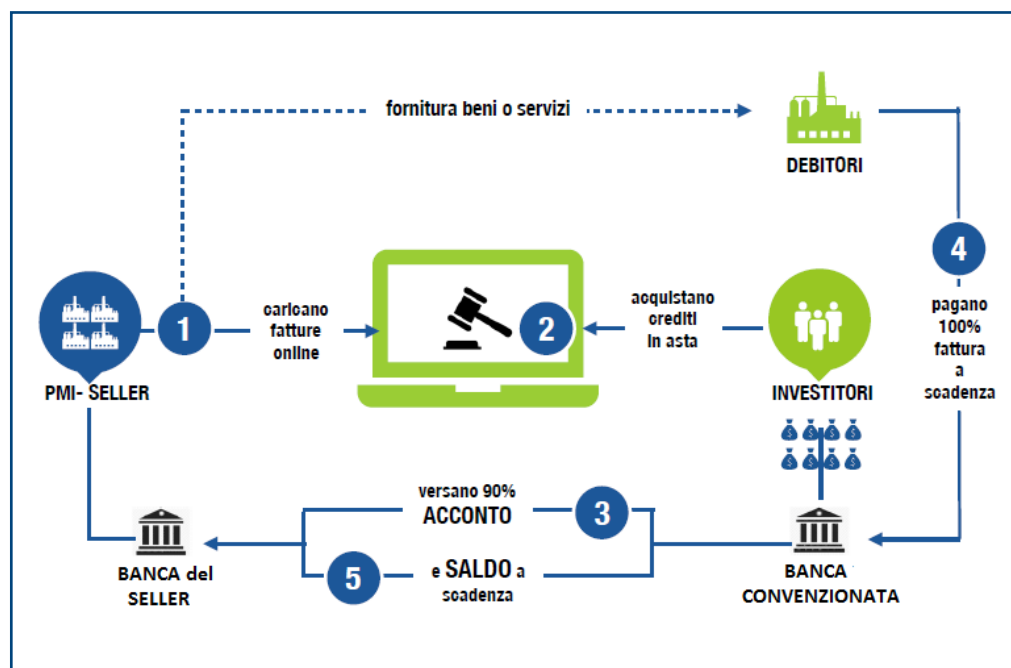
Alla data del 1 giugno 2016, risultava attivo in Italia un solo operatore nell'*invoice trading*: Workinvoice.it. Da fonti pubblicamente disponibili, si apprendeva del possibile arrivo sul mercato di altri due operatori: Instapartners (società fondata nel 2015 da Ignazio Rocco di Torrepadula, che si pone l'obiettivo di cartolarizzare finanziamenti, erogati a fronte dell'acquisto di fatture commerciali, originando titoli poi sottoscritti da investitori istituzionali) e Cashme (*startup* innovativa bresciana fondata nel 2015).

Il portale Workinvoice.it è gestito dalla società Workinvoice srl, *startup* innovativa fondata nel 2013 da Matteo Tarroni, Ettore Decio, Luca Spampinato e Fabio Bolognini. Il gruppo imprenditoriale è stato supportato finanziariamente da due gruppi industriali e da un *business angel*.

Il modello operativo è descritto nella Figura 4.2. Il primo passo consiste nella scrematura delle imprese che attraverso il sito si candidano alla cessione delle fatture. Esse devono inviare al *team* del portale l'elenco dei 5 clienti maggiori, verificando che questi non abbiano espressamente vietato la cessione del credito. In realtà è consigliato che anche nel caso non vi sia un espresso divieto, il fornitore avvisi il cliente dell'intenzione della cessione. Il portale esegue un'analisi di affidabilità del debitore, con il supporto di un ente indipendente (la società di *rating* ModeFinance autorizzata recentemente da ESMA). Un altro rischio da cui tutelarsi è una possibile revocatoria della cessione della fattura in caso di fallimento dell'impresa interessata.

Il portale non accetta fatture addebitate a imprese con fatturato inferiore a € 10 milioni e si riserva di valutare caso a caso se il cliente fattura meno di questa soglia ma presenta un limite di fido comunque elevato. In ogni caso vengono escluse fatture esposte a società di persone o ditte individuali, così come alla Pubblica Amministrazione. Il valore minimo della fattura deve essere € 10.000 e la scadenza massima 180 giorni. Il processo

Figura 4.2
Schema di funzionamento del portale Workinvoice.it.
 Fonte: presentazione istituzionale



Box 4.1

Casi di imprese finanziate attraverso l'invoice trading in Italia

La Yarns srl di Castegnero (Vicenza) è una delle imprese italiane che hanno fatto ricorso all'*invoice trading*. L'attività è stata rilevata dall'imprenditore Maurizio Ceriani quattro anni fa da un concordato. Si tratta di una torcitura, che lavora fibre tessili; lo stabilimento dispone di 33.000 fusi e dà lavoro a 26 persone. I clienti sono società tessili di maglieria, che non hanno mai lasciato alcuna fattura insoluta. Il fatturato 2015 è stato pari a circa € 2 milioni.

Sono ben 6 le fatture cedute dalla piccola impresa attraverso Workinvoice.it, per un importo totale di € 100.000. A titolo di esempio, uno dei clienti era una media società del tessile-maglieria che fattura € 40 milioni, con *rating* attribuito dal portale pari ad A e un limite di credito pari a € 650.000.

Yarns srl in precedenza si era rivolta al circuito bancario per lo sconto delle fatture, ricevendo però risposte negative, a causa del precedente *status* dell'impresa, uscita da un concordato, e delle difficoltà congiunturali generali del settore tessile. Addirittura in un caso l'anticipo bancario sarebbe stato possibile solo se l'imprenditore avesse acquistato azioni della banca stessa.

Fra gli altri casi di imprese che hanno ceduto fatture possiamo citare una *startup* innovativa fornitrice di *gadget* elettronici (che non ha ottenuto credito dalle banche a causa dell'assenza di un *track record*) e una media impresa in forte crescita, con un fatturato di € 20 milioni, produttrice di *device* elettronici, con affidamenti bancari insufficienti per fronteggiare l'espansione del *business*.

di adesione dura normalmente 24 ore per la verifica dei debitori e 5 giorni per l'esame della documentazione dell'impresa cedente.

Se la pratica viene accettata, il passo successivo è la messa in asta della fattura sul portale. Viene fissato un prezzo 'minimo accettabile' dal proprietario della fattura, rispetto al valore del pagamento atteso. Il portale attribuisce un giudizio sintetico sulla rischiosità dell'operazione. Gli investitori che sono registrati al portale possono quindi sottoporre le loro migliori offerte. L'asta dura tipicamente un giorno. Chiaramente, maggiore è il rialzo sulla soglia minima offerta, minore sarà il rendimento implicito per l'investitore. Subito dopo l'asta viene condotta una verifica sulla fattura con il debitore rispetto alla sua esistenza ed esigibilità.

Il terzo passo è il versamento attraverso la banca convenzionata (BNL BNP Paribas), da parte del migliore offerente, a titolo di acconto, del 90% della somma dovuta, che quindi entra immediatamente nella disponibilità dell'impresa cedente.

Infine, quando il cliente del cedente pagherà la fattura - anche se con ritardo - verrà accreditato il saldo mancante al netto della quota che rimane all'investitore a titolo di rendimento per il periodo trascorso tra acconto e data effettiva d'incasso. Ogni fattura può essere acquistata da un solo singolo cliente.

Il portale Workinvoice.it addebita una commissione pari a 0,40% per fatture con scadenza fino a 60 giorni, 0,65% da 61 a 90 giorni, 0,90% oltre 90 giorni, e una *fee* di adesione *una tantum* iniziale di € 450.

Al momento la piattaforma non prevede un fondo di garanzia per eventuali *default* e tutte le fatture sono state ripagate, ma ha attivato un accordo con una società di recupero crediti qualora dovesse verificarsi un qualche evento sfavorevole, per supportare i clienti. Se per caso la fattura non venisse incassata, l'impresa che ha ceduto il credito non riceverà il saldo e concorrerà alla perdita in misura ridotta tipicamente compresa tra 7% e 8%; avrà diritto a ricevere ulteriori pagamenti in proporzione di quanto recuperato dal debitore oltre il 90% di acconto. Questa è una differenza importante rispetto all'anticipo fatture praticato tipicamente da una banca, la quale non si accolla il rischio di insolvenza ma andrà a rivalersi sull'impresa.

Nel 2015 Workinvoice ha firmato un accordo di *co-marketing* con SACE per sostenere l'accesso delle PMI a fonti di finanziamento alternative; sono inoltre allo studio *partnership* con investitori istituzionali esteri.

Nel 2016 è stato invece perfezionato un accordo con Advam Partners SGR, società che ha istituito un fondo mobiliare chiuso riservato a investitori professionali (Advam Working Capital Fund) che investirà in crediti commerciali ceduti da imprese anche attraverso la piattaforma di Workinvoice.

Le imprese finanziate

Alla data del 1 giugno 2016 Workinvoice.it aveva presentato sul portale 220 fatture emesse da 40 imprese per un totale di € 11 milioni (si veda la Figura 4.3). La previsione è quella di arrivare entro la fine del 2016 a € 80 milioni. Naturalmente, a differenza del *lending crowdfunding*, si tratta di capitali che rimangono immobilizzati per poco tempo (corrispondente alla scadenza della fattura) e quindi molti investimenti sono 'rolling'.

L'importo medio delle fatture cedute con asta sulla piattaforma è stato finora pari a € 36.000, con una scadenza media di pagamento a 70 giorni. Sono stati registrati ritardi nei pagamenti nell'8% dei casi ma fortunatamente al momento nessun *default*. Alcune fatture più consistenti vengono invece acquistate direttamente da un fondo inglese; considerando anche queste la media sale a € 50.000.

Il profilo tipico delle imprese finanziate (si veda il Box 4.1) è quello di PMI o società *startup* che trovano grande difficoltà ad essere affidate da una banca. Il tasso di interesse non è quindi sempre competitivo rispetto a quello praticato dal circuito bancario, come già registrato per il *lending crowdfunding*. Il vantaggio non trascurabile sta sia nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral* (preclusa attraverso altri canali) sia nella rapidità di risposta. Un altro vantaggio per le imprese consiste nel fatto che la cessione non richiede alcuna segnalazione alla Centrale Rischi del circuito bancario.

Gli investitori

Per qualificarsi come possibile finanziatore, Workinvoice.it richiede un investimento minimo disponibile pari a € 50.000, che deve essere depositato in un conto aperto presso BNL-BNP Paribas. Il limite identifica quindi gli investitori come soggetti 's sofisticati' dal punto di vista finanziario. Contrariamente al caso del *lending crowdfunding*, quando gli investitori partecipano ad un'asta essi possono conoscere l'identità del *seller* e possono vedere copia della fattura.

Alla data del 1 giugno 2016 gli investitori accreditati e attivi regolarmente risultavano essere una ventina (si veda di nuovo la Figura 4.3). Il rendimento conseguito su base annuale è stato finora pari a 8,1%.

La strategia di Workinvoice.it per il futuro sarà quella di attirare investitori istituzionali. Il primo accordo è stato fatto con un fondo inglese (citato nelle righe precedenti) che opera attraverso un meccanismo semi-automatico per cui rende noti alcuni parametri

Figura 4.3
Statistiche su investitori, finanziamenti e cessioni di fatture gestiti attraverso la piattaforma di invoice trading Workinvoice.it



d'investimento predefiniti ed in automatico si 'rifornisce' di crediti dalla piattaforma. Per facilitare gli altri clienti, è già stato attivato con un Istituto di Pagamento autorizzato un conto 'omnibus', su cui poter collezionare tutti i pagamenti, così da poter semplificare il processo.

Le prospettive per il futuro

Anche per l'*invoice trading* ci sono interessanti prospettive per il futuro in Italia. Come nel caso del *lending crowdfunding*, si tratta di un mercato che le banche non riescono a presidiare interamente. Ad oggi, il vincolo maggiore sembra essere quello della disponibilità di investitori, sia *retail* sia istituzionali; come si è visto, l'importo medio di investimento è notevolmente più elevato rispetto a quello delle altre tipologie di *crowdinvesting*. Una possibile soluzione potrebbe essere la parcellizzazione delle fatture, che potrebbero diventare il sottostante per operazioni di cartolarizzazione, il che consentirebbe di distribuire il rischio e di permettere l'accesso ad investitori con disponibilità limitate. Va da sé che la soluzione (almeno parziale) al problema del finanziamento del capitale circolante per le PMI italiane sarebbe un'operazione di sistema per portare finalmente i tempi medi di pagamento delle fatture a valori competitivi rispetto agli altri Paesi europei, al di là di raccomandazioni e norme che quasi nessuno sembra rispettare. Non è mistero che grandi imprese, pur in situazioni di buona liquidità, sistematicamente applichino condizioni penalizzanti ai propri fornitori di piccole dimensioni, con un'ottica certamente miope.



La School of Management



La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management ha ricevuto, nel 2007, il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA. Dal 2014, la Scuola è membro di UniCON (International University Consortium for Executive Education), PRME (Principles for Responsible Management Education) e Cladea (Consejo Latinoamericano de Escuela de Administración).

La Scuola può contare su un corpo docente di più di duecento tra professori, ricercatori, tutor e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*.

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurial Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *start-up* innovative.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: www.som.polimi.it

Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Giancarlo Giudici, Evila Piva, Cristina Rossi Lamastra (direttori scientifici dell'Osservatorio Crowdfunding)

Alessandro La Bella

Edoardo Nosedà

Stefano Viganò

Hanno collaborato su specifiche tematiche: Lorenzo Maio e Maurizio Sironi

Comitato scientifico: Goffredo Amodio, Alessandro Lerro, Mariano Morazzo, Luciano Tommasi

Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:
info@osservatoriocrowdinvesting.it

Partner

- Accenture Strategy

Contributore della ricerca

- ENEL Foundation

Partner istituzionali

- Ministero dello Sviluppo Economico
- Associazione Italiana Equity Crowdfunding
- Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza



Accenture Strategy
www.accenture.com/it-it/strategy-index

Molte delle sfide che oggi il sistema finanziario ed industriale si trova ad affrontare sono intimamente legate alla tecnologia. Le banche si confrontano con decisioni critiche che riguardano la ricerca di nuovi motori di crescita, la riduzione dei costi, l'evoluzione regolamentare e i bisogni dei clienti. Tutti elementi accomunati da profonde implicazioni tecnologiche. I consumatori e le imprese, abituati alle *performance* degli operatori della nuova economia quali Amazon e Google, pretendono livelli di servizio sempre più elevati da tutte le aziende con le quali interagiscono alzando significativamente la soglia di accettabilità dell'esperienza di acquisto.

Accenture presidia l'innovazione e tali trasformazioni tramite Osservatori dedicati ed iniziative concrete di *business*, quali ad esempio il Fintech Innovation Lab attivo a livello Globale (New York, London e Asia Pacific) che prevede un programma di *mentorship* ("More Collaboration Than Disruption") volto a facilitare la crescita e la collaborazione fra *player* Fintech ed il sistema Finanziario (ad oggi coinvolte 29 Istituzioni Finanziarie e 59 *startup*).

In tale ecosistema i *player* del *crowdfunding* sono attivi e rappresentano una delle aree di innovazione con cui il settore Bancario dovrà confrontarsi.

About Accenture Strategy

Accenture Strategy si pone all'intersezione tra *business* e tecnologia, aiutando i propri clienti a risolvere i problemi, cogliere le opportunità migliori e ottenere risultati eccellenti.

Con un forte *focus* sulla strategia abilitata dalla tecnologia, i professionisti Strategy affiancano il *management* per definire le azioni necessarie a generare valore, facendosi poi affiancare dagli altri *team* di Accenture nell'implementazione del 'come'. In tutti gli ambiti di *business strategy*, *technology strategy* o *operations strategy*, Accenture aiuta a sviluppare nuovi *business* e realizza modelli operativi per il futuro, con l'obiettivo di aiutare i clienti a identificare e costruire le competenze di cui hanno bisogno per differenziarsi e vincere le sfide del mercato.

LinkedIn

<https://www.linkedin.com/company/accenture-strategy>

Facebook

<https://www.facebook.com/accenturestrategy/>

Twitter

@accentureStrat



La Fondazione Centro Studi Enel è un'entità senza scopo di lucro che mira a esplorare e analizzare i *trend* del settore energetico per offrire una interpretazione scientifica rigorosa delle dinamiche globali e un supporto strategico al decision making, operando in maniera sinergica e convergente con tutti gli *stakeholders*.

In questo contesto, il *crowdfunding* si delinea quale strumento particolarmente interessante da osservare rappresentando una emergente modalità di accesso rapido ai capitali per le imprese e una nuova realtà da valorizzare per favorire lo sviluppo e l'applicazione di nuove tecnologie con il coinvolgimento diretto di investitori diffusi anche nel settore dell'energia elettrica, settore che vede impegnato in prima linea il gruppo Enel sul fronte dell'innovazione e del supporto alle *startup*

<http://startup.enel.com>

ENEL Foundation
www.enel.com

PARTNER



www.osservatoriocrowdinvesting.it



PARTNER
ISTITUZIONALI



Ministero dello Sviluppo Economico



CONSORZIO CAMERALE
PER IL CREDITO E LA FINANZA