



UIL CREDITO ESATTORIE  
E ASSICURAZIONI

VIA LOMBARDIA 30 - 00187 ROMA - TEL. 06.4203591 - FAX 06.484704

---

**UFFICIO STUDI – ROMA**

Aderente a UNI Global Union

# **Il crowdfunding: internet e la finanza “condivisa” a servizio della crescita economica**

PERCORSI DI APPROFONDIMENTO

Contributo al dibattito

Ufficio Studi UILCA

Maggio - Giugno 2013

## 1. PREMESSA

Il 29/3/2013, la CONSOB ha pubblicato il regolamento attuativo dell'art.30 d.l. n.179/2012 (Decreto Crescita), che ha introdotto l'*equity crowdfunding* ("La raccolta diffusa di capitali di rischio tramite portali online") nel Testo Unico Finanziario; una versione web del classico "public financing".

Con questo documento, l'Italia, in anticipo sulle legislazioni del resto d'Europa (come rileva Forbes), sta per rendere esecutiva una normativa che consentirà alle startup innovative di emettere offerte di strumenti partecipativi al capitale di rischio tramite portali specializzati fino a un totale di 5 milioni di Euro.

## 2. Cosa si intende con il termine start-up innovativa?

L'art. 25 del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito con modifiche dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221 lo spiega adeguatamente.

La start-up innovativa è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano oppure Societas Europaea, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Vi rientrano, pertanto, sia le srl (compresa la nuova forma di srl semplificata o a capitale ridotto), sia le spa, le sapa e le società cooperative.

La società per essere definita start-up deve possedere i seguenti requisiti:

- la maggioranza del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria deve essere detenuto da persone fisiche al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi;
- la società deve essere costituita e operare da non più di 48 mesi;
- deve avere la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;
- il totale del valore della produzione annua, a partire dal secondo anno di attività, non deve superare i 5 milioni di euro;
- non deve distribuire o aver distribuito utili;
- deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non deve essere stata costituita per effetto di una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Inoltre, la start-up deve soddisfare almeno uno dei seguenti criteri:

1. sostenere spese in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 20 per cento del maggiore importo tra il costo e il valore della produzione;

2. impiegare personale altamente qualificato per almeno un terzo della propria forza lavoro;
3. essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografica di prodotto a semiconduttori o a una varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Prima di analizzare sinteticamente il testo del Regolamento, è opportuno inquadrare il *crowdfunding* nelle sue diverse declinazioni. Per questo motivo, preliminarmente, ne ripercorreremo la storia cominciando dalla nascita del concetto di finanziamento dal basso.

### 3. PROSPETTIVA STORICA: le origini del fenomeno.

L'origine del crowdfunding data dalla fine degli anni novanta, quando cominciano ad operare i primi siti web che si occupano di raccogliere fondi destinati principalmente ad opere di beneficenza. Nessuna novità quindi se non nel mezzo utilizzato: la Rete cominciava ad essere sfruttata per raccogliere risorse finanziarie in modo più ampio e semplice delle consuete forme di finanziamento a scopo solidaristico.

A partire dall'anno 2000, il web ha subito un processo di accelerazione ed internet si è convertito in un fenomeno di massa. Molte persone avevano i mezzi per accedere alla Rete e la velocità e capacità delle connessioni si sviluppava in maniera esponenziale. Tra le cause e gli effetti di questo progresso si è inserita la cosiddetta "componente social" della Rete. Con il termine "componente social" si intende la capacità della Rete di connotarsi come ambiente di condivisione di ideali e progetti, comuni ad una pluralità di soggetti geograficamente distribuiti anche nel mondo intero. E' in quegli anni che si sviluppa Youtube per la condivisione di files video; Napster e simili per la condivisione (inizialmente) di files musicali e via via le piattaforme di condivisione di contenuti generati e messi a disposizione dagli utenti stessi. Fuor di metafora si può dire che il foro, il mercato e la piazza (intesi come luoghi di incontro e scambio/condivisione) perdevano la loro fisicità per trasferirsi in un mondo virtuale e dematerializzato ma assai più esteso. Iniziava così un processo che avrebbe portato alla nascita di quei social network dei quali Facebook è l'esempio più citato.

Sull'onda del successo della componente social del web nascono anche le prime due piattaforme di *crowdfunding*: Kickstarter e Indiegogo, cui ne faranno seguito molte altre, fino a consolidare un mercato variegato nelle finalità e proficuo nei risultati.

### 4. Il crowdfunding: la condivisione di idee e progetti

Per capire la nascita e le finalità del *crowdfunding* (o *crowd funding*) è utile soffermarsi sulla genesi del termine. Esso infatti nasce dall'unione di due parole della lingua inglese: **crowd** (folla) e **funding** (finanziamento), ovvero un processo sinergico nel quale una

pluralità di soggetti partecipa finanziariamente alla realizzazione di un'opera di valore, prevalentemente, immateriale. Non a caso, come già anticipato, le forme originarie di *crowdfunding* erano finalizzate alla realizzazione di opere di utilità sociale. In un secondo momento, è stato il mondo dell'arte ad avvicinarsi ed avvalersi del *crowdfunding* (come testimoniano le recenti iniziative del Museo di Palazzo Madama a Torino e della Biennale di Venezia 2013); a tutt'oggi operano sulla Rete molte piattaforme esclusivamente dedicate alla raccolta di fondi per la realizzazione di progetti musicali, o cinematografici o letterari<sup>1</sup>.

Vedremo in seguito che, fondamentalmente, esistono due forme di *crowdfunding*: *reward-based* e *equity-based*.

Relativamente alla seconda, l'analisi di questo studio sarà più approfondita in quanto è ad essa che si applica il Regolamento CONSOB. La prima, invece, si configura sostanzialmente come un sistema di donazioni ed ha raggiunto l'apice della fama in occasione della raccolta fondi per l'elezione di Barack Obama alla presidenza degli Stati Uniti. Negli USA, con la recente approvazione del *Jumpstart our Business Statup Act*, firmato dallo stesso Obama, il "donatore" è diventato anche una sorta di "investitore" con precisi diritti finanziari, quali la partecipazione nell'impresa.

## 5. Le forme del *crowdfunding*: *reward-based*<sup>2</sup> o *equity-based*

Con l'espressione *reward-based* si intende il finanziamento di un progetto per il quale i finanziatori ricevono come ricompensa o un premio materiale o un riconoscimento intangibile. Un esempio classico, riferito ad una produzione musicale, potrebbe essere una tiratura limitata di un cd, con contenuti esclusivi e l'autografo dell'autore. Nella realizzazione di corto o lungometraggi invece potrebbe trattarsi di un ringraziamento personale nei titoli di testa o di coda.

---

<sup>1</sup> Operazione ben diversa dal *crowdfunding* con finalità musicali – è bene osservare - fu l'emissione dei cosiddetti Bowie Bonds. Nel 1997, la nota rockstar David Bowie vendette agli investitori bond decennali per 35 milioni di sterline, circa 50 milioni di euro, con un rendimento iniziale del 7,9 per cento, finanziato dal reddito proveniente dalla vendita dei suoi dischi. Grazie all'operazione, Bowie divenne il primo musicista a emettere titoli a fronte dei suoi futuri guadagni, forte anche del fatto di possedere, a differenza di altri musicisti, i diritti sulle sue canzoni. In questo caso non si trattò di *crowdfunding* ma di normale emissione di un prestito obbligazionario su mercato regolamentato.

<sup>2</sup> La forma *reward-based* funziona o può funzionare secondo il sistema del "*all or nothing*" (come nel caso del progetto messo in atto dalla emiliana Banca Interprovinciale) o del "*take it all*". Nel primo caso, il progetto viene finanziato solo se si raggiunge l'ammontare *target* prefissato entro una data stabilita e - se la raccolta fallisce il *target* - le somme vengono restituite ai donatori; nel secondo caso, il progetto viene finanziato con la parte rinveniente dalle donazioni ricevute alla data stabilita.

La formula *reward-based* quindi si configura come una donazione ed è regolata dalla corrispondente normativa.

Con l'espressione *equity-based* si intende il finanziamento di un progetto mediante la costituzione e la partecipazione azionaria nell'impresa che lo dovrà realizzare. In altre parole, il conferimento di un capitale mediante un'operazione di *crowdfunding* determina il concambio con un corrispondente numero di azioni dell'impresa. Poiché tale operazione si configura pienamente nell'ambito dell'investimento in capitale di rischio, nelle more della elaborazione di un quadro normativo dedicato alle operazioni tramite portali on-line, le piattaforme di *crowdfunding* hanno operato secondo due modelli, entrambi finalizzati ad aggirare le norme sulle sollecitazioni al pubblico risparmio.

## **6. Crowdfunding equity-based: il modello club ed il modello cooperativa (ovvero l'operatività precedente al regolamento CONSOB)**

Gli ideatori del progetto, in tandem con i gestori della piattaforma on-line, stabiliscono l'ammontare necessario ed una data limite per il successo della raccolta. L'ammontare è poi diviso in parti uguali che sono offerte, tramite la piattaforma, in forma di azioni.

Se e quando il target viene raggiunto, l'investimento vero e proprio viene formalizzato con l'attribuzione delle azioni corrispondenti al denaro versato. Ma come si possono aggirare le norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio? Nel modello-club, le piattaforme gestiscono gli investitori come membri di un circolo ad adesione volontaria. In tal modo, l'offerta non è formalmente indirizzata al pubblico bensì ad una platea chiusa di potenziali investitori. Nel modello-cooperativa, invece, si costituisce una cooperativa formale che ha lo scopo di raccogliere investimenti. In entrambi i casi la raccolta, sebbene aperta a chiunque, assume l'aspetto di un'operazione riservata ad un nucleo chiuso e ristretto di soggetti consapevoli.

Esistono numerosi esempi di successo di tali operazioni, compiute per lo più nel mondo anglosassone. Tutto questo dimostra che il fenomeno *crowdfunding* ha assunto un ruolo rilevante nel mondo finanziario tanto che, in molte legislazioni, si sta lavorando allo scopo di fornire quadri normativi precisi e circostanziati.

Come detto all'inizio, l'Italia ha il merito di aver compilato per prima un regolamento ad hoc.

## 7. Il Regolamento CONSOB: linee guida

Il Regolamento CONSOB riconosce fin dall'art. 1 che si tratta di normare *“un fenomeno nuovo per cui la definizione della relativa disciplina richiede una particolare attenzione soprattutto con riferimento alla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori retail (non professionali) i quali, una volta che le disposizioni della Consob entreranno in vigore, potranno decidere di investire i propri risparmi in offerte svolte da start-up innovative tramite un portale on-line.”*

Allo scopo di ribadire che l'urgenza di stabilire un regolamento non è generata esclusivamente dalla necessità di “mettere ordine” in un mercato finanziario nascente ma anche e soprattutto favorire ed agevolare la nascita di imprese, quale strumento di contrasto alla crisi economica perdurante, sempre nel citato art. 1 si specifica che *“quanto all'ambito di applicazione della disciplina primaria (di cui agli artt. 50-quinquies e 100-ter del Tuf) è stabilito che possono essere svolte on-line solo le offerte di strumenti partecipativi al capitale di rischio (ivi incluse le quote di s.r.l.) emesse da start-up innovative (a contenuto tecnologico, ovvero in uno dei settori individuati dalla legge sulle imprese sociali).”*

Inoltre, con la finalità di costruire un perimetro operativo il più possibile tutelato in favore degli investitori non professionali (*retail*), la CONSOB ha sottolineato un'ulteriore cautela quale elemento fondante del Regolamento, riportata nel già citato art. 1: *“Tale scelta richiede una profonda attenzione nella definizione delle regole attuative più idonee a fornire un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale (che deve poter assumere una decisione consapevole in relazione alle caratteristiche di rischiosità dell'investimento) posto che si consente l'utilizzo di questo meccanismo di raccolta con riferimento a strumenti finanziari particolarmente rischiosi (partecipazioni al capitale di imprese neo-costituite) relativi peraltro a progetti imprenditoriali a loro volta pertinenti ad un settore dell'economia (quello delle tecnologie innovative) particolarmente incerto.”*

Nella predisposizione del Regolamento, la CONSOB ha dimostrato di aver compreso in pieno la filosofia della *crowd* e della “componente social” della Rete. Infatti, la proposta di Regolamento è rimasta aperta e disponibile ai contributi degli utenti sul sito della CONSOB stessa per ben 30 giorni. Inoltre, la CONSOB ha sollecitato risposte ed indicazioni a soggetti professionalmente competenti mediante l'invio di questionari a risposta aperta e a risposta chiusa. L'adesione alla consultazione è stata elevata, a dimostrazione della maturità del mercato di riferimento.

## 8. Il Regolamento CONSOB: principali innovazioni

Riportiamo brevemente le principali innovazioni contenute nel Regolamento:

- si istituisce un apposito registro che include i soggetti a cui è riservata l'attività di gestione dei portali di *crowdfunding*, inclusa una sezione speciale riservata ai "gestori di diritto" (banche e istituti di finanziamento, inclusa la società Poste Italiane) che comunicano alla CONSOB lo svolgimento di tale attività. Il registro è pubblicato online e consultabile da tutti.
- Possono gestire un portale coloro che sono in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dalla CONSOB. Tra i requisiti, figura la capacità di valutare i progetti imprenditoriali presentati sotto un profilo economico-finanziario (piuttosto che tecnologico-innovativo). La CONSOB riceve le domande di ammissione al registro e risponde entro 60 giorni.
- Il gestore deve necessariamente fornire all'investitore non professionale un set di informazioni obbligatorie riguardo le offerte pubblicate sul portale, affinché egli sia in grado di assumere decisioni consapevoli. L'investitore deve dimostrare di aver compreso la natura dell'attività svolta dal portale; la natura e le specificità degli strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative oggetto delle offerte che tramite esso si svolgono e la relativa rischiosità; le specifiche caratteristiche di ciascuna offerta.
- E' consentito anche l'utilizzo di tecniche multimediali per la presentazione delle informazioni agli investitori.
- Possono raccogliere capitali online le startup c.d. innovative (al momento circa 300). La startup può raccogliere un corrispettivo totale di azioni di massimo 5 milioni di euro.
- E' richiesta una percentuale di investimento obbligatoria agli investitori professionali pari al 5% della totalità dell'offerta.
- Vigè l'obbligo per le start-up innovative che intendono svolgere offerte di proprio capitale di rischio tramite portali di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una way out se la quota di controllo passa di mano (clausole convenzionali di recesso o di tag along).

## 9. Le innovazioni del regolamento CONSOB: impatto sulla vigente normativa a riguardo dei servizi di investimento (MIFID e altre)

Il Regolamento CONSOB prevede che l'esecuzione degli ordini di acquisto da parte degli investitori venga trasmesso, per la corretta e tempestiva esecuzione, dal portale ad

un soggetto abilitato (banca o impresa di investimento), essendo espressamente non consentito al portale agire in autonomia. Pertanto, anche in coerenza con tutto lo spirito del Decreto Crescita già citato, il Regolamento prevede che si facciano carico delle operazioni di profilatura della clientela-imprese che abbiano già attivo un impianto adeguato per la raccolta e la gestione dei dati ai fini MIFID. Quindi, non sarà il portale che raccoglie gli ordini a dover assolvere gli obblighi di profilatura, bensì l'intermediario abilitato (banca o impresa di investimento).

## **10. Scenari ed ambiti di applicazione. Ricadute sullo sviluppo occupazionale.**

Il mercato del crowdfunding, tra la fine del 2012 e le stime per 2013, propone volumi e numeri in crescita esponenziale. Non è immediatamente chiaro quanta di questa crescita debba essere ascritta al *credit crunch* operato dai soggetti bancari tradizionali, quanta allo sviluppo della potenza della Rete e quanta ad un rinnovato sentimento di "adesione dal basso" a progetti ritenuti meritevoli di attenzione e sostegno finanziario. In ogni caso, quali che siano le cause, il fenomeno è imponente e merita, a nostro avviso, attenzione da parte della nostra Organizzazione Sindacale.

Il Regolamento CONSOB ha stimolato prese di posizione quasi antitetiche e, soprattutto nel mondo dei "puristi della Rete", è stato visto come un tentativo di imbrigliare un fenomeno che fa della spontaneità e dell'assenza di vincoli uno dei suoi maggiori punti di forza. Segnatamente, è stato criticato l'obbligo di prevedere l'intervento di imprese di investimento e di fondazioni nella fase di raccolta dei capitali. Questo approccio è perfettamente coerente se iscritto nella filosofia che sta alla base delle piattaforme di condivisione. Tuttavia non si può non sottolineare come siano differenti gli ambiti di operatività quando si tratti di mettere in condivisione un'*app* per smartphone o un video turistico e quando si solleciti il pubblico risparmio. E' di tutta evidenza che questo secondo ambito debba in qualche modo essere regolato da soggetti professionali allo scopo di prevenire la possibilità di truffe o di perdita del proprio denaro a seguito di investimenti non del tutto compresi.

In quest'ottica non dobbiamo dimenticare che il *crowdfunding reward based* prevede la corresponsione di una gratificazione immateriale mentre l'*equity based* è a tutti gli effetti un investimento in capitali di rischio.

Pertanto, l'attuale regolamentazione favorisce da una parte lo sviluppo ed il sostegno verso attività culturali ed artistiche (che comunque sono fonte di buona occupazione) e dell'altra consente alle imprese di investimento di sviluppare modelli di business (vds. il caso della Banca Interprovinciale) nei quali il valore aggiunto fornito dai lavoratori del credito ha un ruolo primario ed ulteriormente incrementabile.



## RIFERIMENTI ED APPROFONDIMENTI

[http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_crowdfunding\\_20130329.html?hkeywords=&docid=1&page=0&hits=3#3](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_crowdfunding_20130329.html?hkeywords=&docid=1&page=0&hits=3#3)

[http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/Oggetti\\_Correlati/Documenti/Finanza%20e%20Mercati/2013/01/Crowdfunding.pdf?uuid=960dd8be-5c1b-11e2-a7a6-aaf9d7ba057a](http://www.ilsole24ore.com/pdf2010/SoleOnLine5/Oggetti_Correlati/Documenti/Finanza%20e%20Mercati/2013/01/Crowdfunding.pdf?uuid=960dd8be-5c1b-11e2-a7a6-aaf9d7ba057a)

<http://www.crowdfundinggo.it/crowdfunding-startup-e-tante-agevolazioni/#>

<http://www.crowdfundinggo.it/>

**F.MARELLI, Parte la piattaforma del crowdfunding, in “BancaFinanza”, n.5/maggio 2013**

**G. FRANGI, Crowdfunding – Cosa non si fa per un servizio così, in “Vita” n. 4/aprile 2013**

**Il prestito corre in Rete, in MILANO FINANZA, 11/05/2013**

**A. MESSINA, La Consob mette il guinzaglio al crowd funding, in “Vita” n.5/2013**