

Protagonisti

CROWDFUNDING



Il crowdfunding spicca il volo

Le raccolte pubbliche di denaro, da iniziative di nicchia amate dai nativi digitali, si trasformano in una vera alternativa ai finanziamenti bancari. E puntano a ritagliarsi un ruolo di primo piano nel settore finance

■ MAURIZIO MONTAGNA
 @mgmontagna

Al crowdfunding si comincia a credere. Anche alle nostre latitudini. A innescare il cambiamento, la ricerca (talvolta spasmodica) di nuove fonti di investimento e le esperienze di mercati più avanzati. Ma anche la spinta dei nativi digitali, che vivono in simbiosi con i loro smartphone, tablet, computer e oggetti connessi.

Risultato? Semplice: ora, ad avvicinarsi alle raccolte pubbliche di denaro sono anche i meno giovani,

che, in fondo, le vedono come la versione 2.0 delle vecchie, care collette. Una situazione che **Claudio Cacciamani**, professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso il dipartimento di Scienze economiche e aziendali dell'università degli studi di Parma, rende con un paragone suggestivo: «Il crowdfunding», sostiene, «sembra un po' la versione internet delle vecchie case di ringhiera di Milano, dove ogni genitore accudiva anche i figli degli altri». Perché, come del

resto in altre attività nuove (*peer to peer*) o tradizionali (Bcc), a contare sono la conoscenza personale, il track record territoriale. È, dunque, una sorta di *project finance*».

Al crowdfunding, dunque, si comincia a credere. E se ne parla. Se ne scrive. È recente la pubblicazione di un volume curato dallo stesso Cacciamani e **Alessandra Fiorelli**, avvocato del foro di Roma e intitolato *Il crowdfunding*, appunto.

Proprio dall'esperienza del libro è scaturito anche un convegno, organizzato lo scorso 11 settembre a Parma, nella cornice di Palazzo Soragna, sede della locale Unione industriali. A partecipare, vari autori che hanno contribuito alla stesura del libro: oltre a Cacciamani e alla Fiorelli, anche **Cesare Azzali**, direttore generale dell'Unione parmense degli industriali, **Davide Zaottini**, funzionario della Consob, dove si occupa di analisi e valutazione di impatto della regolamentazione, e **Ursula Ciaravolo**, capo della divisione costituzioni banche e altri intermediari presso il dipartimento di vigilanza bancaria e finanziaria, servizio regolamentazione e analisi macroprudenziale della Banca d'Italia.

A moderare il convegno è Azzali, che, in qualità - diciamo così

RELATORI

Il convegno sul crowdfunding organizzato a Parma è stato moderato da Cesare Azzali, direttore generale dell'Unione parmense degli industriali, e ha visto la partecipazione di Claudio Cacciamani, professore ordinario di Economia degli intermediari finanziari presso il dipartimento di Scienze economiche e aziendali dell'università degli studi di Parma, Alessandra Fiorelli, avvocato del foro di Roma, Ursula Ciaravolo, capo della divisione costituzioni banche e altri intermediari presso il dipartimento di vigilanza bancaria e finanziaria, servizio regolamentazione e analisi macroprudenziale della Banca d'Italia, e Davide Zaottini, funzionario della Consob, dove si occupa di analisi e valutazione di impatto della regolamentazione

- di "padrone di casa" apre anche il dibattito, gettando simbolicamente un ponte fra il volume e la conferenza. Un «momento di riflessione», dice, «su un istituto che è presente nelle conversazioni in maniera crescente». Anche se, almeno inizialmente - aggiunge - il termine inglese un po' difficile non ha aiutato.

Non è, tuttavia, solo una questione di parole, ma anche della cultura in cui il crowdfunding si è sviluppato. Anche la sua origine, ha ricordato Azzali, «è anglosassone. Cioè, viene da aree del mondo in cui il rischio è considerato un elemento più che legittimo nell'investimento di sostegno economico ad alcune attività». Cosa che è meno radicata nella nostra realtà continentale.

TRADIZIONE E INNOVAZIONE

In due parole, quindi, il crowdfunding è in rapida crescita, ma deve ancora entrare pienamente nelle nostre abitudini. Diventare qualcosa d'altro rispetto all'oggetto misterioso che è ora. Anche se, a dirla tutta, questa disciplina - nata in Australia e negli Stati Uniti, ma ora diffusa praticamente in tutto l'orbe terracqueo - non è in sé una novità così clamorosa. Anzi. «Questa forma di finanziamento», ricorda Alessandra Fiorelli, «non si è inventata nulla rispetto a quelle tradizionali. A parte l'utilizzo della rete internet, che è il vero elemento rivoluzionario». Oltre a rendere disponibile i progetti al "villaggio globale" della rete, il web ha «abbassato i costi di diffusione e quelli di transazione di questo fenomeno».

Una realtà che già da molti anni ha attecchito, ma che ha ricevuto una spinta molto forte dalla crisi

economica. E dalla sua natura 2.0. «È un processo che parte necessariamente dal basso», spiega la Fiorelli, «e sono tanti i concetti e le figure che ci possono ruotare intorno: imprese, istituzioni, ma anche università, altri enti e associazioni. Per parteciparvi è necessaria un'alfabetizzazione digitale: il punto di incontro fra la "folla" e chi lancia la campagna è infatti il portale online, piattaforma che intermedia fra la domanda e l'offerta di fondi mediante il ricorso al web. Il denaro non viene mai visto: non c'è infatti nessun passaggio di soldi "fisici", né alcun reale contatto; i trasferimenti passano dal finanziatore al finanziato in modalità elettronica».

I MAGNIFICI QUATTRO

Le campagne possono avere scopi e significati differenti: quelle filantropiche o fondate su una ricompensa non in denaro - rispettivamente *reward* e *donation based* - e quelle più propriamente economiche e imprenditoriali - *lending* ed *equity based*. Sono le quattro forme attualmente esistenti per il crowdfunding.

«Nelle *donation*», spiega meglio la professionista, «non c'è mai un ritorno economico: i partecipanti sono mossi dall'idea di gratificazione morale. Neppure la formula *reward* - che è poi la più diffusa - prevede un ritorno in denaro, ma c'è comunque una ricompensa, che può essere un gadget o un premio, che va al di là dei benefici economici. Questo modello viene anche utilizzato dagli imprenditori per testare il mercato».

Per esempio: la "folla" finanzia un libro, un album musicale o un film, e la ricompensa può essere proprio il volume (in elettronico o in cartaceo) o gli mp3, o Cd, o

Dvd, a seconda dell'importo donato. Nella formula *reward*, sostiene l'autrice-curatrice del volume, è fondamentale dare una percezione di ritorno. «Se c'è un articolo che viene distribuito, la campagna diventa una sorta di prevenida».

Il *lending* è invece «un progetto personale o imprenditoriale: i sostenitori sottoscrivono titoli o contratti di debito e decidono a quale progetto aderire tra una lista di alternative (per esempio, microfinanziamenti, o prestiti *peer to peer*). La piattaforma valuta il progetto, esamina l'investimento e inserisce i progetti nelle varie categorie di rischio. Gli investitori hanno dunque l'opportunità di prestare il denaro a persone fisiche o imprese a fronte di un interesse al rimborso del capitale, segnalando il tasso di interesse; i mutuatori possono scegliere l'offerta con la percentuale più bassa».

Ultimo modello, l'*equity crowdfunding*, «quello in cui l'investitore partecipa al rischio di impresa delle società. Diventerà a suo modo azionista, avrà delle quote. Questa formula ha richiesto una normati-

LOCATION
Il convegno si svolto a Palazzo Soragna, sede dell'Unione parmense degli industriali



Protagonisti

a cura di
Claudio Cacciamani
Alessandra Fiorelli

IL CROWDFUNDING



LIBRO
Il volume
«Il Crowdfunding»
è stato curato da
Alessandra Fiorelli e
Claudio Cacciamani

va specifica perché si tratta di investimenti ad alto rischio: la legislazione italiana è stata la prima in Europa ad adottarla. Dopo l'emanazione del decreto *Crescita bis*, la Consob ha affrontato la disciplina con il regolamento del 26 giugno 2013 (delibera 18592), aggiornato poi dalla stessa authority il 25 febbraio 2016 con delibera 19520. In pratica, stabilisce requisiti e regole per i gestori, obblighi informativi e, in generale, una disciplina più leggera rispetto agli intermediari finanziari tradizionali. Previsto anche il diritto di recesso entro sette giorni, in caso di nuove informazioni o cambiamenti societari. Il totale dell'offerta non può superare i 5 milioni di euro e deve avere a oggetto quote o azioni (non obbligazioni). Le offerte possono essere *all or nothing* oppure predisposte per andare a buon fine indipendentemente dalle somme raccolte. Almeno il 5% deve essere sottoscritto da investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori».

UNA PIANTA CHE CRESCE

Ad approfondire il percorso di regolamentazione è Zaottini, che in Consob l'ha vissuta in prima persona. «Il crowdfunding viene dal mondo anglosassone», esordisce. «Quando è stato "importato", si è presentato un problema molto importante: ci si è preoccupati di capire se il seme di una pianta che cresceva bene in un altro contesto avrebbe potuto fare altrettanto nel nostro. Per compiere questa osservazione, occorre darne ufficialità. Cosa che è avvenuta (come già detto, *ndr*) quando il governo ha introdotto la possibilità di fare *equity crowdfunding* (che è la parte che compete alla Consob, *ndr*). In quell'anno, praticamente nessuno sapeva di cosa si trattasse, tranne i tecnici del ministero dello Sviluppo economico», prosegue il rappresentante della Consob.

Facile, quindi, capirlo: l'avvio del crowdfunding in salsa tricolore non è stato dei più brillanti. Tre anni dopo l'introduzione di questa nuova forma, sempre a Parma, è stato organizzato un convegno. «Ci troviamo», ricorda Zaottini, «a ragionare di dati insoddisfacenti. Di una pianta nana: nel 2015 era stata raccolta la cifra di 1,5 milioni. E questo in un anno e mezzo di attività».

Il seme, dunque, ci ha messo un bel po' a far crescere l'albero. Ma le potenzialità si sono viste da subito. E sono emerse in maniera chiara da alcuni progetti: uno su tutti,

Un aiuto subito, lanciato nel 2016 dopo il terremoto di Amatrice. «I 20mila donatori», spiega Zaottini, «oggi possono vedere materialmente che cosa il loro intervento ha comportato. Possono toccarlo con mano. Che cosa è stato fatto con questi soldi? Sono stati realizzati vari interventi. Per esempio, un padiglione polifunzionale con una scuola media a Norcia, una scuola elementare ad Arquata del Tronto e un'area *food* ad Amatrice. In particolare questa costruzione, per cui sono stati utilizzati materiali innovativi assemblati in Friuli, ospita otto ristoranti storici della città che avevano interrotto la loro attività a causa del terremoto e che, così, hanno potuto riaprire. Che cosa significa? Che sono stati realizzati progetti legati alla rinascita culturale e turistica in una situazione di trasparenza assoluta: i donatori possono toccare con mano i risultati del loro impegno». E non è poco.

CORREZIONE IN CORSA

Ma torniamo alla regolamentazione... «Ai tempi c'erano paura e diffidenza», dice Zaottini: «per questo, sono stati posti confini troppo stretti». Nel dettaglio, sono tre i punti critici sottolineati dall'esperto della Consob. Il primo imputabile alla scelta del legislatore, «che puntava sul sostegno non a tutte le società, ma solo alle start up e a quelle innovative. Cioè alle più rischiose. Che, inoltre, potevano finanziarsi solo mediante *equity*, e non tramite debito».

Le altre due «asprezze», come le chiama Zaottini, sono state introdotte dalla stessa Consob. «In primo luogo, la procedura di adesione a un'offerta di crowdfunding non poteva essere completata online. Non bastava quindi un click per finanziare un progetto, ma era necessario uscire di casa, andare in banca, aprire un conto corrente e via dicendo». Seconda complicazione: «la normativa primaria ha previsto che una parte dell'offerta fosse definita da un investitore istituzionale. La Consob si trovò di fronte a una situazione paradossale».

LAVORO DI SQUADRA
Il crowdfunding è un vero e proprio lavoro di squadra: una campagna ben fatta riesce a coinvolgere i finanziatori e farli sentire parte del progetto



DONATION E REWARD
Le due forme predominanti di crowdfunding sono il donation e il reward based, che insieme hanno una fetta di mercato vicino all'80%. Nella prima versione, chi partecipa alla campagna finanzia senza ricevere nulla in cambio; nella seconda, invece, è prevista la possibilità di una ricompensa, ma non in denaro. A fianco, alcune piattaforme specializzate in questi modelli

sale. Scegliendo una quota elevata, avremmo dato un peso eccessivo all'intervento degli istituzionali, mentre con una quota bassa li si metteva in condizione di fare una *due diligence* per poi investire pochi euro: fatto che, dal punto di vista economico, può essere un disincentivo perché è poco logico sostenere costi in vista di potenziali benefici ridotti. In consultazione, quando fummo chiamati a stabilire la quota minima, ne scegliemmo una bassa. Ma rendemmo ancora più difficile l'adesione degli investitori istituzionali».

Due decisioni errate? «Le regole sono fatte per essere riformate. Rivendico le scelte operate allora, che ai tempi avevano una logica: da un lato, introdurre la necessità di andare in banca a formalizzare invece che fare tutto on line rispondeva a una precisa volontà di evitare le scelte troppo istintive, di favorire operazioni ragionate. Dall'altro, inserire una quota minima bassa significava cercare di agevolare la partecipazione degli investitori. Poi scoprimmo che la prima scelta "burocratizzava" una disciplina semplice (e *web based*) come il crowdfunding; la seconda non contribuiva a rendere interessante l'investimento per gli istituzionali. Ripeto, le regole sono fatte per essere riformate. E noi, una volta scoperto in che modo migliorarle, lo abbiamo fatto».

In che modo le «asprezze» sono state diluite? «Prima di tutto ci ha pensato il legislatore, allargando il palcoscenico a tutte le Pmi, non solo alle società appena nate. Da



parte nostra, abbiamo reso possibile - anche grazie ai miglioramenti tecnologici avvenuti in questo periodo - realizzare interamente la procedura on line. La scelta è solo a carico dei portali: quelli che lo consentono, possono permettere di completare la procedura on line, altrimenti si rimane nella situazione precedente».

E per gli istituzionali? «In questo caso siamo andati anche oltre a quello che ci è stato chiesto in consultazione. Abbiamo prima incluso in questo gruppo gli investitori professionali su richiesta (quelli che, a norma della direttiva Mifid, investono sufficientemente da farsi accreditare in banca con questa qualifica), e poi abbiamo creato un ulteriore gruppo, prendendo a modello una categoria di investitori rilevanti nel mondo anglosassone (i *business angel*). Apertura, quindi, a chi è stato amministratore delegato oppure a chi ha effettuato un numero di investimenti significativi - almeno tre in un anno, per 15mila euro o oltre. In questo caso, si acquista la qualifica di *investitori a sostegno dell'innovazione*».

LE CIFRE

I numeri ne hanno risentito positivamente? «Sì. La diluizione

degli aspetti critici ha sicuramente contribuito. Ma con quella, anche i cambiamenti nei confronti della cultura del business hanno dato il loro impulso. In ogni caso, dal 2013 al 30 giugno 2017 sono stati raccolti 12 milioni di euro. E 7 di questi si riferiscono all'ultimo anno». Stesso discorso per gli investitori, «che sono 1.200 circa; di questi, 786 hanno aderito negli ultimi 12 mesi». La quota offerta in media «è di poco inferiore al 20%: questi imprenditori cercano un investimento di minoranza. Tra le varie aree geografiche, in testa la Lombardia, con 43 soggetti su 107, seguita dal Lazio (12)». L'investitore medio «è maschio e ha 43 anni», puntualizza Zaottini.

Numeri incoraggianti, quelli appena sciorinati? Sì, dice Caccia-

LENDING
Nel lending crowdfunding, i sostenitori sottoscrivono titoli o contratti di debito e decidono a quale progetto aderire tra varie alternative



Protagonisti



EQUITY
L'equity crowdfunding è il modello in cui l'investitore partecipa al rischio di impresa della società, di cui diventerà a suo modo azionista

mani, dato che «si è partiti quasi da zero e si è arrivati al +123%. Vale a dire, sono raddoppiati i volumi. Ciò che è importante è che si viene finanziati, ma si mantiene il controllo sull'impresa».

Fantasia al potere, sembra di capire. Anche perché non esiste un solo modo di concepire i vari modelli di crowdfunding: «le strategie sono molto diversificate e questo è anche un bene. Rimane ora un retaggio regolamentare, anche se iniziano ad affacciarsi sul mercato le Pmi. I numeri rivelano che hanno partecipato 97 start up innovative, sette piccole e medie aziende e due veicoli. Su 109 campagne censite», prosegue Cacciamani, «89 erano state chiuse; di queste, 59,6% con il raggiungimento del target di raccolta prevista. C'è stato, insomma, chi ci ha creduto e chi ha avuto la possibilità di far credere in questi progetti».

E gli scenari portano ancora più lontano. «Il crowdfunding», incalza Zaottini, «può essere la base di crowdsourcing: in altri paesi, da queste campagne sono

MAI SOTTOVALUTARE I COSTI
Uno dei maggiori rischi in una campagna di crowdfunding è la sottostima dei costi, sia in denaro, sia in tempo



nate aziende, mettendo insieme professionalità».

RISCHI E OPPORTUNITÀ

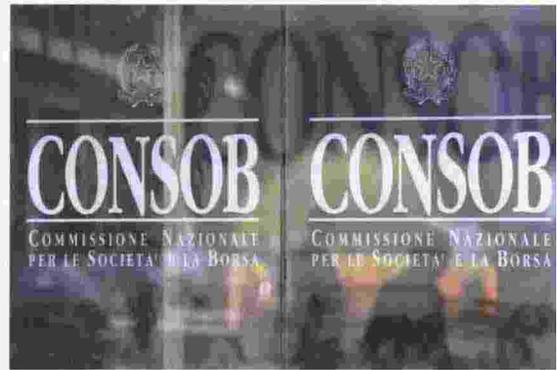
Ma quali sono le ricadute positive che una campagna di crowdfunding è in grado di portare a chi le promuove? E quali i rischi che si corrono a entrare in questo mondo? Lo spiega Alessandra Fiorelli:

«i benefici possono essere di vario tipo. A partire dal miglioramento della reputazione nei confronti di concorrenti o investitori. Per proseguire con la possibilità di effettuare un *test market* sul campo, con la verifica di uno spazio reale per proporre l'idea (la campagna offre dati per poter dialogare anche con investitori tradizionali e un eventuale fallimento dell'iniziativa può suggerire correzioni). Ancora, l'aggregazione di un pubblico di sostenitori, il loro coinvolgimento attivo e la costruzione di un rapporto futuro. E la possibilità di un'internazionalizzazione rapida e semplice».

E i rischi? «Prima di tutto, la mancata garanzia del raggiungimento dell'obiettivo. Poi, la sottostima dei costi (in denaro, ma anche in tempo) che il crowdfunding richiede. E gli aspetti legali, interni e legati alla piattaforma, la questione dei rapporti con gli investitori che, soprattutto nell'*equity*, hanno bisogno di informazioni approfondite e di eventuali meccanismi di *exit*. Infine, non bisogna trascurare il pericolo che l'idea si diffonda e che qualcuno la copi».

REGOLE SÌ, MA «CON JUICIO»

Rischi, rischi, rischi. Non solo dal lato di chi crea la campagna, ma anche - e soprattutto - da quel-



REGOLAMENTAZIONE

Dopo l'emanazione del decreto Crescita bis, la Consob ha affrontato la disciplina dell'*equity crowdfunding* con il regolamento del 26 giugno 2013 (delibera 18592), aggiornato poi dalla stessa authority il 25 febbraio 2016 con delibera 19520

lo di chi investe. Particolarmente nelle versioni *lending* ed *equity*. «Un documento prodotto dall'associazione dei dottori commercialisti», ricorda Cacciamani, «invita a promuovere controlli contabili su queste società. Anche se queste verifiche non sono obbligatorie, l'organizzazione chiede un minimo di supervisione nella condotta imprenditoriale». E allora? «Ancora una volta bisogna conciliare il controllo con il suo costo. Se il tasso di default è del 10% e il costo del controllo del 17%, quale dei due è preferibile?».

La risposta sembra scontata. «Qualche regola, certo, andrebbe data, magari con prezzi standard, soft», puntualizza Cacciamani. «Con l'affiancamento di qualcuno che dica all'imprenditore in che modo andare avanti, ma senza incidere in modo così forte sui costi». Come? «Per esempio, inserendo la proporzionalità del controllo, che nel mercato bancario non esiste. A differenza di quanto accade nelle assicurazioni. Che si tratti di una piccola Bcc o di un grande gruppo - che si tratti di un amministratore delegato con un'altissima remunerazione o un membro di cda che percepisca un gettone di presenza di 100 euro - non cambia nulla: bisogna disporre del comitato remunerazioni».

Cacciamani suggerisce tre ricette: «Primo, bisognerebbe mettere

CASA DI RINGHIERA

«Il crowdfunding», dice Claudio Cacciamani, «sembra un po' la versione internet delle vecchie case di ringhiera di Milano, dove ogni genitore accudiva anche i figli degli altri». Nella foto, uno scatto di Paolo Monti, risalente al 1970

a punto un protocollo da rispettare, che veda la partecipazione di una serie di soggetti in grado di garantire il processo di emissione, collocamento e raccolta di denaro. Secondo, occorre *stressare* di più il ruolo della banca depositaria - il tutto stabilendo costi standard e tariffe minime. Terzo, occorre capire, e stabilire, quando si tratta di mediazione creditizia, attività bancaria o finanziaria».

PIR O CROWDFUNDING?

Tutto bene. Ma per quale motivo una piccola azienda dovrebbe sostenerne un'altra con il crowdfunding piuttosto che investire, per esempio, in un Pir, da cui pri-

ma o poi può uscire? «È una logica di portafoglio: non mettere tutte le uova nello stesso paniere», risponde Cacciamani, affermando che entrambe le scelte hanno pari dignità e si applicano a situazioni (e tipi di imprese) diverse.

«Io vedo lo strumento del crowdfunding ottimo per campagne di imprese e di start up. Cioè "quello che si mette in proprio", come si è sempre detto nei paesi di provincia. Un altro esempio: si restaura un borgo medievale e poi si offrono cinque notti gratis a chi ha partecipato alla campagna di donazioni. Il classico *reward crowdfunding* che rinnova il vecchio concetto, molto "anni



(CC BY-SA 4.0) Paolo Monti, 1970

Settanta", di multiproprietà. Ecco: queste sono iniziative *win to win*, che non hanno nulla a che fare con il Pir».

C'è spazio per tutti, si comprende dall'intervento. Ma *quanto* spazio, per ora, non è dato di saperlo: per citare **Mogol** e **Battisti**, lo scopriremo solo vivendo. ■