



***IL DIFFICILE ACCESSO ALLE
RISORSE FINANZIARIE
PER LE IMPRESE NELLO STADIO
INIZIALE DELL'ATTIVITÀ***

di Gioia Arnone

Copyright 2020 Diritto per il Futuro Srls

Agosto 2020

ISBN 978-88-31212-31-1

IL DIFFICILE ACCESSO ALLE RISORSE FINANZIARIE PER LE IMPRESE NELLO STADIO INIZIALE DELL'ATTIVITÀ

di Gioia Arnone

Avviare un'impresa è il sogno di molte persone che hanno acquisito conoscenze e competenze in un determinato settore e che intravedono in un certo mercato opportunità interessanti da sfruttare.

L'idea innovativa, però, costituisce soltanto uno dei fattori critici del successo di una start-up innovativa: essa, una volta maturata, affinché possa trasformarsi in progetto imprenditoriale, deve essere sviluppata e dunque concretizzata, anche attraverso il reperimento dei fondi necessari.

Nella realtà dei fatti quello di finanziare una start-up è il primo e forse più grande problema pratico che un aspirante imprenditore deve affrontare nel momento in cui decide di costituirla.

L'inesistenza di un *cash flow* iniziale, unitamente alla mancanza di dimensioni adeguate e di una storia consolidata, possono costituire un forte ostacolo per l'operare dell'impresa innovativa, stante l'inadeguatezza nel prestare garanzie reali, oltre che della scarsità dei mezzi propri.

Oggi giorno è quasi impossibile per una start-up ottenere un finanziamento bancario, non solo per l'impatto che la crisi finanziaria generata dallo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti d'America nel 2007 ha avuto sull'economia reale, cioè sulla produzione e sull'occupazione, ma anche a causa dell'elevato tasso d'interesse che la società si troverebbe applicato qualora il finanziamento venga accettato, una volta superato un complesso iter procedurale burocratico. E difatti, la questione della ricerca e della scelta del finanziamento di una start-up è di rilevante importanza ed è strettamente connessa sia al rischio dell'impresa sua alla fase del ciclo di vita in cui si trova l'azienda: in fase di avvio dell'attività, l'analisi degli aspetti finanziari, finalizzata alla determinazione del fabbisogno di capitali e, di conseguenza, all'individuazione delle fonti di copertura più adeguate, deve essere fatta con una attenzione e con un impegno particolare perché

fondamentale per creare buone basi per la futura impresa. Per tale ragione, una delle competenze-chiave richieste agli aspiranti imprenditori risulta essere la capacità di conoscere (o quantomeno quantificare con buona approssimazione) il fabbisogno finanziario aziendale iniziale e prospettico, stimare la propria capacità nell'attrarre risorse finanziarie, valutare il variegato ventaglio di fonti di finanziamento disponibili sul mercato ed analizzarne le relative implicazioni.

1 - Fabbisogno finanziario e fonti di finanziamento

Allo scopo di poter acquistare i fattori produttivi, dar vita al circuito della produzione e rinnovare i cicli produttivi, l'azienda deve disporre di risorse monetarie da investire. In particolare, essa deve disporre - in ogni momento della propria esistenza - di una quantità di finanziamenti sufficiente a coprire gli investimenti richiesti dalla gestione.

I finanziamenti possono provenire da diversi canali, ma i fabbisogni finanziari delle start-up cambiano in base alle diverse attività ed alla fase di vita in cui esse si trovano: possono essere finanziamenti interni (apporto di risorse economiche provenienti da parte dei soci della start-up, c.d. "autofinanziamento") oppure finanziamenti esterni (apporto di risorse economiche proveniente da soggetti od istituti esterni alla start-up). La somma dei capitali che affluiscono dalle fonti interne ed esterne rappresentano la fonte di finanziamento complessiva della società.¹

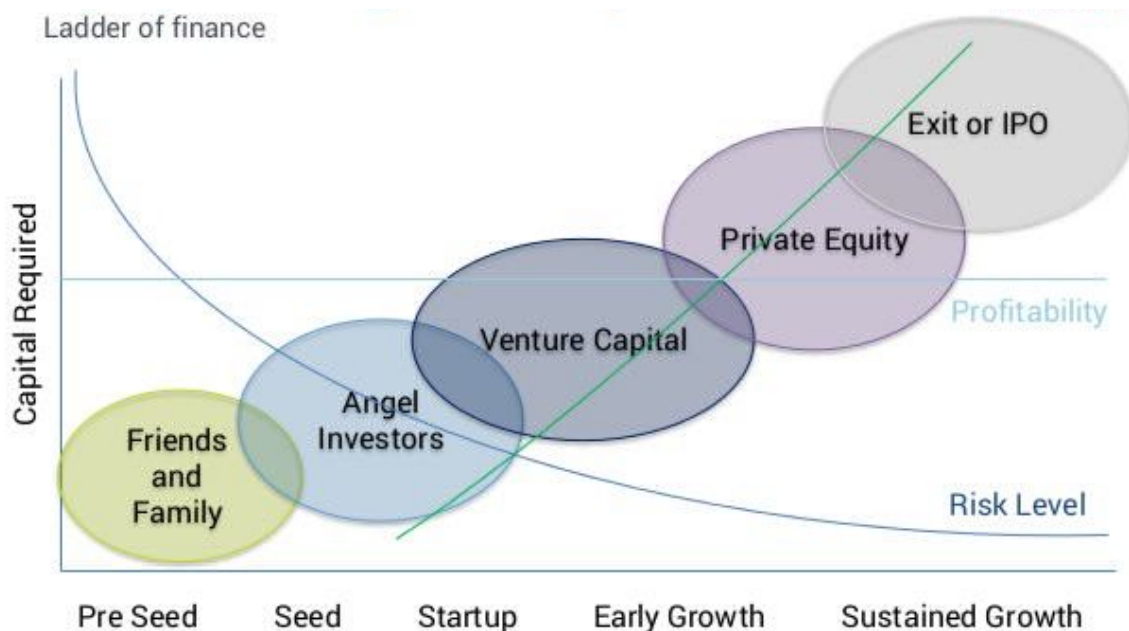
La scelta tra le varie modalità di finanziamento, cui l'impresa può far ricorso per sopperire alla mancanza di risorse finanziarie, dipende primariamente dalle caratteristiche, dall'esperienza e dalle scelte dell'imprenditore, dal settore di riferimento e dalla fase del ciclo di vita dell'impresa. Ogni fase, infatti, presenta caratteristiche diverse, in termini di andamento delle vendite, intensità di assorbimento del capitale investito e capacità di autofinanziamento, che si riflettono sul fabbisogno finanziario e sul livello di rischio.

¹ L. Marchi, Introduzione all'economia aziendale. Il Sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Torino, Giappichelli, 2012.

Per ogni fase del processo di sviluppo di start-up, infatti, si possono reperire fondi da finanziatori diversi. In genere, in relazione alle diverse fasi, si possono ritrovare le seguenti figure:

- *Business angel*: è il finanziatore che investe nella fase iniziale della start-up con un capitale non superiore ai 250mila euro; è una figura importante in quanto ha delle competenze tali da mettere in relazione la start-up con il primo gruppo di clienti;
- *Venture capitalist*: è il finanziatore che investe per effettuare ricerche di base o di mercato che sono fondamentali per sviluppare e migliorare il prodotto di una start-up tecnologica ed innovativa di piccole dimensioni con un elevato potenziale di crescita, ma che non ancora effettivamente entrata sul mercato; generalmente il capitale investito in una start-up dai *venture capitalist* può arrivare anche 5 milioni di euro;
- Incubatori ed acceleratori: sono imprese che hanno la stessa funzione, cioè quella di offrire alla start-up uno spazio fisico e diversi servizi e per avviare l'attività: in particolare, il primo termine fa riferimento ai luoghi fisici di residenza per start-up, mentre il secondo a percorsi temporalmente limitati che dovrebbero sostenere lo sviluppo dell'azienda o permettere all'azienda di spiccare il volo.

La figura seguente mostra le diverse fasi di sviluppo del business e, per ciascuna di esse, il livello di rischio, i fabbisogni finanziari corrispondenti e il tipo di finanziamento generalmente più idoneo.



Dalla lettura del grafico si comprende che la prima fase, di concepimento dell'idea innovativa (*seed*), si contraddistingue per un'elevata incertezza dei risultati prospettici e per un fabbisogno finanziario contenuto, spesso limitato all'esborso necessario per la valutazione tecnico-economica del progetto di investimento. Questa è la fase in cui le incertezze relative agli sviluppi futuri dell'idea imprenditoriale sono ai massimi livelli ed il ricorso alle risorse finanziarie esterne è molto difficile, poiché in tale fase l'idea d'impresa è soltanto abbozzata, i volumi di vendita sono pari a zero, la capacità di autofinanziamento è praticamente (quasi) nulla; vieppiù, i vincoli finanziari determinano il ricorso a forme di finanziamento informali che provengono dalle risorse personali dell'imprenditore o da famiglia ed amici, le cosiddette 3F - Family, Friend and Fool (lett. famiglia, amici e folli), coloro che - di fatto - sono disposti a prestare denaro solo per vedere se l'idea può funzionare.

La fase di avvio (*start up*) è quella in cui l'idea precedentemente concepita viene sottoposta al mercato. Anche tale fase è caratterizzata da un elevato grado di aleatorietà circa le probabilità di successo dell'idea innovativa, cui si aggiunge l'insorgere di un elevato fabbisogno finanziario, dovuto agli investimenti finalizzati alla predisposizione della capacità produttiva e quelli in capitale circolante, nonché una sostanziale assenza di ricavi associati ad una crescente intensità di capitale investito. Il mancato raggiungimento dei volumi di vendita necessari a coprire i costi fissi aziendali si verifica perché l'impresa non ha ancora acquisito il proprio *target* di mercato, non essendo ben nota ai potenziali clienti o perché le funzioni d'uso dei suoi prodotti sono ancora in gran parte sconosciute. In questo stadio, l'elevato fabbisogno finanziario viene reperito sia all'interno (autofinanziamento) sia all'esterno, mediante il ricorso a due figure principali: gli incubatori aziendali ed i *Business Angels*.

La fase di iniziale espansione (*early growth*) vede pian piano gradualmente ridursi l'esposizione al rischio operativo a fronte del mantenimento di un fabbisogno finanziario elevato connesso all'esigenza di sviluppare una rete di mercato ed investimenti per l'incentivazione della capacità produttiva. In

questa fase, gli elevati tassi di crescita del fatturato comportano un miglioramento del margine di autofinanziamento, seppure - in effetti - non ancora non sufficiente a coprire integralmente il fabbisogno finanziario. In tale momento, particolare importanza assume la figura del *Venture Capitalist*, un investitore istituzionale che, oltre a finanziare l'impresa, affianca il *management* nelle decisioni più delicate che afferiscono ai primi stadi di vita del progetto.

Nello stadio c.d. "di sviluppo sostenuto" (*sustained growth*), caratterizzato da rischiosità operativa decisamente più contenuta, l'impresa aumenta la propria capacità di generare risorse interne, grazie all'elevato tasso di crescita del fatturato, cui si associa una tendenziale contrazione dell'intensità del capitale investito, dovuta ad un sempre più efficiente utilizzo della capacità produttiva. In tale fase, l'autofinanziamento si sostituisce gradualmente al capitale di debito (soprattutto quello bancario), tuttavia ancora necessario per garantire il più appropriato equilibrio finanziario.

Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, generalmente durante la fase di stabilità le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento, indirizzandosi verso strumenti finanziari più complessi, atteso che le asimmetrie informative si riducono e l'impresa inizia a guadagnare una reputazione soddisfacente per poter operare sui mercati finanziari.

Viene in questo modo a delinearsi una sorta di "gerarchia finanziaria" secondo cui i finanziamenti a titolo di capitale di rischio precedono il ricorso all'indebitamento bancario, in quanto meno costosi e più adeguati allo scopo. Vale la pena ricordare che, mentre il reperimento di finanziamenti a titolo di debito comporta l'impegno dell'imprenditore a mantenere i conti in ordine, a remunerare gli interessi pattuiti e a informare la banca periodicamente dell'andamento degli affari, la possibilità di coinvolgere nuovi soggetti nel capitale di rischio può apportare ulteriori stimoli all'innovazione, alla ricerca della redditività e alla conoscenza.

La demarcazione tra i vari momenti in cui le imprese in questione ricorrono alle diverse fonti di finanziamento non è - in effetti - così netta, in quanto le

fonti sopra elencate hanno un alto grado di complementarità: spesso il *Business Angel* costituisce una figura chiave per l'impresa che vuole successivamente essere finanziata dal *Venture Capital*. A tal proposito, vale la pena di specificare che *Venture Capital* e *private equity*, pur essendo spesso utilizzati come sinonimi, sono riferibili a due diverse fasi della vita di una società: il *Venture Capital* vero e proprio si riferisce al solo finanziamento dell'avvio di nuove attività imprenditoriali, mentre il *private equity* comprende le operazioni di investimento realizzate nelle fasi del ciclo di vita delle imprese successive a quella iniziale.

Da ultimo, si fa notare che, nel menzionare le fonti a titolo di capitale di rischio, si prescinde volutamente dal considerare la quotazione in borsa, quale ulteriore canale di raccolta di finanziamenti, in quanto risulta essere troppo onerosa a causa della mancanza di informazioni disponibili agli investitori e quindi al permanere delle asimmetrie informative. I regolamenti di borsa impongono una soglia minima legale e requisiti di trasparenza per essere immessi sul mercato azionario che, di fatto, impediscono alle start-up l'utilizzo di questo strumento, infatti la quotazione avviene tipicamente nel momento in cui l'impresa ha già raggiunto una certa dimensione e notorietà, collocandosi come fonte di finanziamento tipica della fase finale di sviluppo dell'impresa.

1.1 - Gli incubatori d'impresa

Gli incubatori aziendali svolgono un ruolo decisivo nel processo di trasformazione di un'idea di business in realtà, fornendo ai neo-imprenditori risorse e servizi (amministrativi, strategici, logistici, tecnologici e finanziari) per accelerare lo sviluppo aziendale.

In particolare, gli incubatori, considerati dei veri e propri "facilitatori aziendali", sono enti di diversa natura (*profit oriented*, *no profit*, di emanazione pubblica, universitari, appartenenti a gruppi industriali) che raccolgono idee imprenditoriali ritenute ad alto potenziale di ritorno economico, ma non ancora pronte per essere massicciamente finanziate, fornendo loro, per un periodo di tempo limitato (di solito un paio d'anni) ed

a patto che vengano rispettati determinati requisiti, tutto ciò che possa aiutarle a nascere e a crescere: spazi fisici dove poter organizzare le prime fasi della propria attività, servizi amministrativi e di *marketing*, reperimento del personale e di finanziamenti, assistenza nella redazione del business plan, accesso a contatti con ulteriori potenziali investitori disposti a supportare il progetto negli stadi successivi.

Lo scopo degli incubatori è quello di predisporre un ambiente favorevole alla nascita di nuove imprese e di accompagnarle nella prima fase di vita, condividendone anche una parte del rischio, accelerandone lo sviluppo attraverso la messa in rete con una serie di operatori che possano integrare le loro conoscenze e provvedere ai finanziamenti successivi.

1.2 - I Business Angels

Gli “angeli degli affari” sono investitori informali privati che seguono le giovani imprese con forte potenziale di crescita al fine di investirvi nella fase di concepimento (*seed*) o di avviamento (*start-up*), spendendo di trarre elevati rendimenti dalla vendita, parziale o totale, della partecipazione iniziale.

In particolare, i *Business Angels* sono “uomini di impresa” ossia manager in attività o in pensione, già titolari d’impresa o liberi professionisti, dotati di un buon patrimonio personale, che apportano ad aziende in fase di start-up che presentano un forte potenziale di crescita capitali di rischio per un certo numero di anni (comunemente dai tre ai cinque anni), preziosi consigli gestionali e conoscenze tecniche-operative ed una consolidata rete di contatti nel mondo degli affari.

Divenendone, di fatto, soci di minoranza partecipano alla gestione dell’impresa investita, selezionano le società nelle quali investire in base al *business plan* e non richiedono garanzie.

Il loro intervento consente alle neo-imprese di finanziare una parte del fabbisogno nelle prime fasi di vita (l’investimento fatto singolarmente può variare dai 20.000 € ai 250.000 € per impresa, ma l’investimento di gruppo permette investimenti ben più importanti), affiancate da *partner* competenti

nella fase iniziale di avvio: i *Business Angels* non sono solamente finanziatori delle start-up in cui decidono investire, in quanto il loro apporto di competenze (solitamente in finanza e gestione di investimenti) e di contatti si rivela spesso importante tanto quanto il finanziamento stesso, aumentando per ciò stesso la reputazione della start-up ed ottenendo più facile accesso al credito da parte dagli istituti bancari, che percepiscono il rischio in misura minore.

Un fattore determinante nella scelta dei progetti da finanziare è senz'altro il rendimento atteso del progetto stesso (alcuni progetti, pur avendo buoni rendimenti, non verrebbero presi in considerazione nel caso in cui la loro profittabilità risultasse inferiore a quella desiderata dal *Business Angel*), unito al fatto che ben possono ingenerarsi divergenze di opinioni con l'imprenditore sulle strategie da adottare o sugli obiettivi da perseguire.

1.3 - I Venture Capitals

Qualora l'impresa disponga sin alla nascita di un piano imprenditoriale chiaro e di buone prospettive di crescita, grazie ad uno *management* determinato e ad un valido progetto di sviluppo potrà rivolgersi a un fondo di *venture capital*: una tipologia di investitore istituzionale specializzata nell'apporto di capitale di rischio in realtà di nuova costituzione, di piccole dimensioni e di elevata propensione all'innovazione.

Reperire mezzi finanziari da un *venture capitalist* non è affatto semplice, poiché tale categoria di investitori concentrano l'attenzione su progetti caratterizzati da un elevato potenziale di sviluppo, cioè su iniziative nelle quali il loro apporto di capitale e di competenze professionali potrebbe accelerare il processo di creazione di valore: essi privilegiano imprese con valide prospettive di crescita dimensionale e reddituale, dotate di un organico competente, credibile e trasparente ed un *management* con consolidata esperienza nel settore.

A differenza del *Business Angel*, il *Venture capitalist* opera come un vero e proprio intermediario finanziario, raccogliendo i fondi da un gruppo di investitori (generalmente banche, fondi pensione, compagnie di

assicurazione) e reinvestendoli nel capitale azionario di società giovani ad alto potenziale di crescita e di rischio, che operano nel settore *high-tech*.

L'attività di finanziamento è svolta attraverso il conferimento di capitale di rischio, in cambio del quale i *Venture capitalists* ricevono una percentuale dell' *equity*, unitamente ad alcuni posti nel Consiglio di Amministrazione, al fine di ottenere ottimi *capital gains* in sede di dismissione: il loro obiettivo, infatti, è quello di realizzare nel medio termine un importante guadagno in conto capitale.

Figura chiave nel finanziamento delle imprese in fase di start-up, i *Venture capitalists* forniscono anche una serie di competenze specifiche in quanto, oltre ad assumere un ruolo attivo nella gestione dell'impresa, forniscono una qualificata consulenza al *management* su temi di finanza, controllo di gestione e pianificazione strategica, così aiutando a ridurre le asimmetrie informative nei confronti di terzi, infondendo credibilità nel progetto e nell'impresa.

L'interesse di questi investitori è generalmente rivolto a progetti di grandi dimensioni che appartengono soprattutto a settori innovativi (quali ICT, telecomunicazioni, energie rinnovabili, ambiente biomedico e meccanico), allo scopo di effettuare tagli minimi di investimento che vanno da 500.000 euro a 1.500.000 euro. Ne deriva che un piccolo progetto, sebbene potenzialmente di successo, rischia di essere scartato perché ritenuto poco profittevole.

1.4 - Il prestito d'onore ed il leasing finanziario

Il prestito consiste nella cessione di una somma di denaro da parte di un istituto di credito, con il vincolo della restituzione di capitali di pari o maggiore valore. In altri termini, il soggetto finanziatore presta denaro all'azienda per un certo intervallo di tempo, trascorso il quale la somma di denaro dovrà essere restituita e, nel frattempo, l'azienda pagherà un interesse come compenso per la disponibilità del denaro.

L'indebitamento bancario costituisce storicamente una delle forme di finanziamento maggiormente utilizzate dalle imprese ed è da tempo oggetto di specifiche regole, introdotte con gli accordi di Basilea, che hanno comportato l'applicazione di nuovi criteri in grado di valutare con maggiore precisione il rischio di affidamento e a cui sono collegati degli accantonamenti obbligatori, che impattano sulla redditività delle imprese e delle banche, essendo la politica di finanziamento degli istituti di credito improntata ad un'analisi molto scrupolosa del merito creditizio, insito nelle iniziative imprenditoriali, al fine di ridurre il più possibile i rischi di insolvenza e sofferenza sui finanziamenti concessi.

L'accordo di Basilea per l'adeguatezza patrimoniale delle banche nasce nel 1988 con l'obiettivo di adeguare le risorse patrimoniali delle banche ai rischi, in particolare quello di credito. Con la successiva revisione di Basilea 2, approvata nel 2004 e in vigore dal 2007, viene introdotto lo strumento del *rating*, ovvero un sistema oggettivo di valutazione del rischio di credito delle singole aziende, con l'assegnazione di un punteggio in base al quale la banca decide se affidare l'impresa e che, in caso affermativo, contribuisce a determinare il costo del credito bancario che l'impresa deve sostenere.

La presenza di idonee garanzie può senz'altro agevolare l'accesso ai finanziamenti, riducendo la discrezionalità del personale bancario nel valutare le diverse pratiche e può spronare gli imprenditori ad adottare buone pratiche di gestione e di mitigazione dei rischi ed a produrre gli elementi conoscitivi necessari a documentare la propria affidabilità. Ma, in considerazione delle caratteristiche specifiche proprie di una start-up, tale forma di finanziamento appare inadeguata in quanto, proprio trattandosi di una società in fase di avviamento, questa è priva di *track record* cui fare riferimento.

A ciò va aggiunto che i nuovi imprenditori dispongono raramente di patrimoni personali di rilievo e non sono, quindi, in grado di fornire quelle garanzie (reali o personali) che, nello schema di Basilea, contribuiscono a mitigare il rischio, e quindi a rendere meno rischiosa la singola posizione, consentendo un più agevole e meno costoso ricorso al credito bancario. Ed

inoltre, le imprese in fase di start-up spesso non sono dotate di flussi di cassa sufficientemente stabili per far fronte al pagamento di interessi regolari. Non a caso, viene individuato un vero e proprio *financial gap* che si determina tra la richiesta di fondi da parte delle start-up al sistema bancario e la disponibilità di quest'ultimo ad erogarli.

Il *leasing*, invece, è un contratto con il quale un intermediario finanziario acquista un bene e lo mette nella disponibilità di un'azienda, la quale si impegna a pagare un determinato canone periodico e, al termine del periodo convenuto, ha la facoltà di diventare proprietario dello stesso dietro il pagamento di un importo prefissato. Il proprietario del bene (*lessor*) permette all'utilizzatore (*lee*) di usufruire del bene in cambio del pagamento di canoni periodici.

Si tratta di una forma di finanziamento a medio-lungo termine molto utilizzata dalle nuove imprese in quanto rappresenta una pratica più veloce rispetto al credito bancario a medio-lungo termine, evita l'obsolescenza dei beni utilizzati, finanzia l'intero valore dei beni, consente di migliorare la performance finanziaria, non richiedendo ingenti quantitativi di denaro da utilizzare in un'unica soluzione e non prevede la concessione di garanzie, visto che queste sono rappresentate dal bene che si vuole finanziare, cui la società di *leasing* resta proprietaria fino alla scadenza del contratto.

Gli svantaggi sono senz'altro da imputare innanzitutto al costo (il tasso di interesse da pagare è generalmente più elevato dei prestiti bancari) e al fatto che il *leasing* non attribuisce la reale proprietà del bene, il quale non può pertanto essere venduto in caso di necessità.

Attraverso il *leasing* finanziario, quindi, l'imprenditore ha a disposizione il bene di cui necessita senza dover ricorrere al proprio capitale per attuare questo investimento, che equivale ad un prestito garantito per finanziare l'acquisto del bene e, pertanto, rappresenta una forma di finanziamento esterno.

1.5 - Il web come fonte innovativa di finanziamento

Negli corso degli ultimi anni, la diffusione di internet presso un pubblico sempre più ampio e lo sviluppo dei *social media* hanno rivoluzionato l'approccio con il quale gli utenti si rivolgono al *web*, aprendo nuovi scenari per le imprese che possono "sfruttare" la rete dei propri contatti non solo per veicolare informazioni ma anche per reperire capitali.

Il riferimento è al *crowdfunding*, termine risultante dalla crasi tra le parole inglesi *crowd* (folla) e *funding* (finanziamento), coniato nel 2006 da Micheal Sullivan² con il tentativo di lanciare la piattaforma *Fundavlog* con l'obiettivo di promuovere progetti nel settore dei *videoblog* raccogliendo finanziamenti dagli utenti del *web*: "*un processo collaborativo di un gruppo di persone che utilizza il proprio denaro in comune per sostenere gli sforzi di persone e organizzazioni, è una pratica di microfinanziamento dal basso che mobilita persone e risorse*"³.

Grazie a questo strumento è possibile per chiunque cercare di ottenere i fondi di cui necessita semplicemente presentando il progetto che intende realizzare su siti web dedicati i quali, fungendo da cassa di risonanza, forniscono alla campagna maggiore visibilità e rendono, quindi, più semplice per i potenziali finanziatori interessarsi al progetto ed eventualmente finanziarlo.

Il *crowdfunding* rappresenta una nuova modalità di finanziamento per progetti di vario genere che si basa su contributi monetari messi a disposizione dalla "folla" degli utenti di *internet*, grazie ai quali è possibile che possano avere successo anche progetti tipicamente ignorati da *venture capitalists* e *business angels*.

L'idea della raccolta diffusa di fondi da vari finanziatori o investitori non è affatto nuova ed affonda le proprie radici nel concetto di microfinanza, nozione secondo la quale tante piccole somme aggregate possono diventare rilevanti per chi le riceve. Si tratta dello stesso concetto alla base del successo che riscuotono i *social network* come mezzi per facilitare azione popolare e cambiamenti.

² D. Castrataro, Crowdfuture. The future of crowdfunding, 2012

³ www.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding

Tale forma alternativa di finanziamento non punta a sostituire i sistemi di credito tradizionali, ma si presenta come uno strumento complementare rispetto ad essi, grazie al quale le idee promettenti più innovative possono ottenere finanziamenti sulla base delle potenzialità che offrono, prima ancora di investire nella produzione: se si considera che nella maggior parte dei casi i progetti sono sostenuti da centinaia di piccoli finanziatori spesso interessati al prodotto sviluppato dalla start-up, il rapporto tra il sostenitore di un progetto di *crowdfunding* e l'imprenditore sta divenendo un'inedita modalità per "testare" il potenziale successo delle singole idee imprenditoriali, che - di fatto - consente di studiare il mercato prima del lancio di un prodotto, per valutarne il gradimento e la possibilità di successo.

Il fatto che, attraverso il *crowdfunding*, si riesca a promuovere un prodotto ancor prima che esso sia immesso sul mercato, valorizzando il desiderio della gente di sentirsi parte di un progetto e di fornire il proprio contributo - non solo finanziario - ad un'idea in cui crede, riunisce in modo complementare il fatto di essere, al contempo, soci interessati alla remunerazione del proprio capitale ed anche clienti desiderosi di avere in anteprima un nuovo prodotto.

Questo innovativo strumento, seppur recente e ancora non molto conosciuto, si sviluppa attraverso piattaforme online che permettono l'incontro e la collaborazione tra chi si fa promotore del progetto e chi decide di investire su di esso; è stato già utilizzato a sostegno all'arte e ai beni culturali, nel campo degli aiuti umanitari e del giornalismo indipendente, nonché in progetti di avviamento utili alla ricerca scientifica.

2 - Crowdsourcing e Crowdfunding: il ruolo del web e dei social media

Nel corso degli ultimi anni, il mondo delle imprese è stato gradualmente investito da un processo di trasformazione legato all'introduzione di strumenti e logiche proprie del web 2.0 all'interno delle organizzazioni.

La rivista americana *The Times* ha definito la *Sharing Economy* come "una delle dieci idee che cambieranno il mondo, sancendo in tal modo l'entrata in

scena ufficiale del fenomeno e il suo peso in ambito socio-economico”. Essa può semplicemente essere definita come “un nuovo modello economico che parte dai reali bisogni dei consumatori, capace di far fronte alle sfide della crisi e di promuovere forme di consumo più consapevoli, basate sul riuso anziché sull’acquisto e sull’accesso invece che sulla proprietà”.

Il *crowdfunding* - letteralmente “finanziamento da parte della folla” - costituisce la formula più innovativa e democratica di investire e lasciarsi finanziare da tutti coloro che ritengono un progetto imprenditoriale convincente e di successo: è uno strumento nato sul *web* e diventato ancor più d’attualità dopo l’adozione di norme con le quali si è cercato di regolamentare l’incontro di due mondi molto diversi tra loro: il web e gli investimenti finanziari.⁴

2.1 - Gli attori del Crowdfunding

Il fenomeno del crowdfunding si basa su tre attori principali: il proponente (*creator*), le piattaforme ed i finanziatori (*crowdfunders*).

Il proponente (o *creator*) è colui che propone il progetto e che lo pubblica su una piattaforma o su una pagina internet creata appositamente per la raccolta fondi.

Diverse sono le ragioni⁵ che muovono un proponente ad attivare una campagna di *crowdfunding*. La principale ragione consiste nella possibilità di raccogliere denaro in modo alternativo, finalizzato alla realizzazione della propria idea; infatti, la possibilità di ottenere fondi in maniera democratica da parte di tanti piccoli investitori risulta preferibile rispetto al finanziamento tradizionale, anche in virtù di una maggiore soddisfazione da parte del ricevente.

Inoltre, il *crowdfunding* consente al *creator* di stabilire relazioni a lungo termine con i *crowdfunders*, permettendogli una collaborazione diretta con i suoi sostenitori atta a far conoscere il progetto ad una vasta platea mediante

⁴ E. Mollik, *The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*, in *Journal of Business Venturing*, giugno 2013, in <http://poseidon01.ssrn.com/delivery>.

⁵ E. Gerber & J. Hui, *Crowdfunding: motivations and deterrents for participation*, in http://egerber.mech.northwestern.edu/wp-content/uploads/2012/11/Gerber_Crowdfunding_MotivationsandDeterrents.pdf.

l'utilizzo sia di piattaforme che consentono di farsi conoscere dal vasto pubblico della rete sia attraverso l'attenzione da parte della stampa che, soprattutto nell'ultimo periodo, è particolarmente attenta al fenomeno: raccogliere finanziamenti attraverso il *crowdfunding* implica - di fatto - la certezza che esista qualcuno che crede nel progetto proposto al punto da finanziarlo.

Bisogna sottolineare come l'attività di *crowdfunding* può essere condotta sul *web* in prima persona dai promotori, ma ormai sempre più spesso avviene ricorrendo a specifiche piattaforme (*crowdfunding platforms* o portali *online* dedicati) sulle quali i proponenti dei progetti possono pubblicarli e sollecitarne il finanziamento, che comunque avviene in modo diretto.

Le piattaforme di *crowdfunding* sono siti *internet* abilitati alla pubblicazione di progetti di raccolta fondi, cui tutti coloro che hanno un'idea interessante possono accedere a costi molto contenuti. Le modalità di pubblicazione variano da piattaforma a piattaforma, ma - in linea generale - il proponente (sia esso una singola persona, un'impresa o un'altra organizzazione), dopo aver effettuato la registrazione su una delle apposite piattaforme attive su *internet*, potrà pubblicare il suo progetto sul sito della piattaforma, fornendo opportuna descrizione delle caratteristiche e delle finalità dello stesso, unitamente all'indicazione del *plafond* che si prefigge di raggiungere, del termine entro il quale dovranno pervenire le offerte, nonché degli eventuali compensi che verranno corrisposti ai finanziatori/investitori. In questo modo, gli utenti (possibili finanziatori) avranno la possibilità di visionare tutti i progetti pubblicati, suddivisi per categorie, e scegliere di sostenere economicamente, attraverso un semplice pagamento online, quelli che ritengono più meritevoli.

Al termine della campagna di raccolta - qualora questa fosse andata a buon fine - la piattaforma riceve una percentuale su ogni finanziamento erogato o sul totale finanziato.

La scelta di un tipo di piattaforma o dell'altra dipende esclusivamente dalle preferenze del *creator* e dagli obiettivi che intende raggiungere.

Ciò in quanto, le piattaforme forniscono ai *creator* la possibilità di presentare il proprio progetto alla comunità di internet, abbattendo le frontiere geografiche della comunicazione e consentono piccole transazioni finanziarie per rendere possibile un'ampia partecipazione al finanziamento con limitato rischio da parte dei singoli *crowdfunders*, creando una comunità virtuale al loro interno che rende possibile al proponente lo sviluppo congiunto del progetto con la *community*, sempre pronta a fornire consigli idonei a tradursi in una maggiore qualità del progetto che, in tal modo, viene sottoposto ad una sorta di fase di *pre-test* del mercato.

I finanziatori (o *crowdfunders*), invece, sono coloro che apportano le risorse finanziarie necessarie a sostenere uno o più progetti e costituiscono la base delle *community* all'interno della quale avviene la raccolta fondi.

Ciò che spinge i *crowdfunders* ad investire è certamente il desiderio di ricevere una ricompensa (non necessariamente pecuniaria) per il contributo offerto ad un progetto nel quale spesso vedono proiettata la propria identità o la possibilità di perseguire cause coerenti ai propri valori. Supportare un progetto, infatti, consente al *crowdfunder* di sentirsi parte di un gruppo con cui confrontarsi e che condivide le proprie stesse idee.

Quando si parla di *crowdfunding*, infatti, non ci si riferisce esclusivamente a una modalità di raccolta fondi, bensì ad un complesso fenomeno antropologico, sociale ed economico che trova esplicazione in una serie di processi che promettono di innovare il modo stesso di intendere la relazione tra ideazione, produzione e consumo.

2.2 - Le tipologie di Crowdfunding

La letteratura in materia di crowdfunding è in larga prevalenza di origine americana e quindi segue il metodo casistico.

In primo luogo, si possono distinguere 2 diverse tipologie di raccolta fondi:

- *all or nothing* (lett.: tutto o niente): il progetto viene finanziato soltanto se nell'arco di tempo stabilito viene raggiunto il *budget*

prefissato e, qualora questo non avvenga, i fondi ritornano nella disponibilità dei finanziatori⁶;

- *keep it all* (prendi tutto): non viene fissato alcun limite alla raccolta e il progetto è finanziato a prescindere dal raggiungimento di una soglia minima di sottoscrizioni.

Generalmente, la modalità “*all or nothing*” è preferibile rispetto a quella “*keep it all*” sia dal punto di vista motivazionale che della trasparenza.

In particolare, il modello “tutto o niente” comporta un incremento della motivazione del proponente, maggiormente responsabilizzato nella ricerca e coinvolgimento della propria community, nella comunicazione e ideazione di ricompense adeguate e allettanti; della *community* dei sostenitori, più propensa a donare in quanto il denaro elargito, essendo vincolato al raggiungimento di un budget necessario alla realizzazione del progetto come descritto dal progettista, è più sicuro; del singolo sostenitore che, una volta fatta l’offerta, se vuole che il progetto “veda la luce” e abbia successo sarà più portato a spingerlo nell’ambito della propria *community*. Inoltre, tale modello si traduce anche in una maggiore trasparenza in quanto il progettista è disposto a spiegare il perché della richiesta di finanziamento e le caratteristiche e le modalità di realizzazione del progetto.

La maggior parte dei siti, sia *all or nothing* o *keep it all*, consente la cosiddetta *over-subscribing*, ovvero nel caso in cui il progetto accumuli più denaro di quello richiesto dal progettista, questi ha diritto a prendere l’intero importo raccolto.

Con riguardo, invece, al tipo di ritorno che viene corrisposto all’investitore, è possibile distinguere i diversi contesti nei quali il *crowdfunding* si confronta con il mercato, riassumendo le tipologie di raccolta del capitale in quattro tipologie:

- il *reward-based*,

⁶ Nel caso “*all or nothing*”, il denaro dell’utente che decide di effettuare una donazione viene “congelato” finché il budget obiettivo non viene raggiunto. Quando questo accade l’importo della donazione viene effettivamente prelevato dal conto corrente o dalla carta di credito del donatore, altrimenti la richiesta di finanziamento del progetto si considera fallita e non avviene alcuna transazione. Nel modello “prendi tutto”, invece, tutte le offerte vengono trattenute dalla piattaforma e trasferite al proponente del progetto a prescindere se esso raggiunga o meno la somma target entro la scadenza prefissata.

- il *donation-based*,
- il *lending-based*; e
- l'*equity-based*.

Questi modelli, che non esauriscono l'insieme delle forme di *crowdfunding* esistenti a livello globale, si distinguono in base al "tipo di ritorno" che le persone ottengono in cambio del denaro erogato per finanziare un progetto (ricompense, interessi sui micro-prestiti, azioni o partecipazioni finanziarie,).

Il *reward-based crowdfunding* è il modello maggiormente diffuso e quello che dimostra una forte e costante crescita. Ad oggi, infatti, le piattaforme di *crowdfunding* che hanno adottato questo modello sono più dei 2/3 e tra le più popolari troviamo la statunitense *Kickstarter* e l'italiana *Eppela*.

Consiste in uno "scambio" tra il progettista e il sostenitore del progetto, che riceve in cambio un premio: una ricompensa non monetaria, un oggetto realizzato con i capitali raccolti e non ancora sul mercato, uno sconto per l'acquisto futuro di un determinato bene o un premio intangibile come un ringraziamento sul sito *web*.

Il Presidente degli Stati Uniti d'America, Barak Obama, è stato - ad esempio - tra i primi interpreti di questo innovativo strumento di partecipazione popolare alla parte finanziaria della vita politica, attribuendo ai sostenitori degli status onorifici proporzionali alla donazione effettuata, sfruttando le infinite possibilità di mobilitazione e coinvolgimento offerte dal *web*.

Il valore delle ricompense è spesso minore rispetto alla donazione effettuata, ma l'originalità di una ricompensa assume spesso un ruolo importante in una campagna di *crowdfunding*, diretta a coinvolgere in prima persona il sostenitore nella realizzazione del progetto, permettendo così al progettista sia di raccogliere danaro sia di valutare l'interesse del pubblico prima di lanciare il prodotto.

Diversi sono poi i vantaggi derivanti dall'utilizzo di questo sistema di raccolta del capitale. In primo luogo, il soggetto promotore (a differenza di quanto avviene per il prestito bancario) non è tenuto a offrire alla *crowd* alcuna garanzia reale o patrimoniale in vista del finanziamento. Infatti,

l'erogazione del credito da parte di quest'ultima non avviene sulla base delle garanzie più o meno solide che il promotore può vantare, bensì della realizzabilità e probabilità di successo che la sua idea potrà avere sul mercato. Inoltre, egli non deve restituire ai suoi finanziatori né il capitale prestato né i relativi interessi, in quanto la "fiducia monetaria" riposta dagli investitori nel progetto verrà ripagata in altro modo, solitamente, come detto, sotto forma di ricompensa.

Nel modello *reward-based* è possibile distinguere 2 tipologie di piattaforme:

- generaliste: raccolgono progetti legati a svariati argomenti;
- tematiche: raccolgono progetti rivolti a una determinata *community* ed un determinato argomento.

Possono essere definiti come elementi alla base di tale modello di crowdfunding, il racconto (attraverso cui il progettista ha la possibilità di trasmettere la propria passione), le ricompense e le informazioni sul progettista, volte a creare il rapporto di fiducia tra progettista e sostenitore.

Il modello *donation-based*, invece, non prevede alcun ritorno economico per chi effettua la donazione. È utilizzato soprattutto da organizzazioni *non profit* ed è il sistema più simile al *fundraising online*. Le piattaforme di donazione costituiscono uno dei modelli più diffusi, particolarmente utilizzato per la beneficenza, iniziative a sfondo etico-sociale o per progetti artistico-culturali.

I sostenitori ricevono un beneficio emotivo e di riconoscibilità sociale, in quanto, principalmente per ragioni filantropiche o di sponsorizzazione, senza alcuna aspettativa di un ritorno finanziario, grazie agli strumenti 2.0, la *community* dei sostenitori viene direttamente coinvolta nella formazione di una particolare idea e nella sua realizzazione, avendo la possibilità seguire passo passo lo sviluppo di un progetto, sapendo di essere tutelati dalla garanzia di trasparenza offerta dai *feedback* provenienti dalla folla.

La reputazione di un progetto e del suo progettista dipende soprattutto dalla validazione della *community* che giudica la qualità dell'idea e decide di

sostenerla. Il sostenitore, pertanto, non è solo un benefattore, ma diviene artefice del successo del progetto.

Oltre alle piattaforme precipuamente dedite alla raccolta di fondi per scopi a carattere meramente sociale e/o sanitario, un interessante esempio di *donation crowdfunding* diverso dalla beneficenza è dato dall'americana *EpicStep.com*, attraverso la quale chiunque può proporre la creazione di un cartellone pubblicitario con un determinato messaggio: se il *crowdfunding* ha successo e si raggiunge il valore minimo indicato dalla piattaforma viene realizzato il cartellone pubblicitario. Benché i sottoscrittori non abbiano alcun guadagno di ritorno, essi troveranno soddisfazione nella realizzazione di un progetto comune.

Il modello *lending-based*, ovvero il “*crowdfunding* per i prestiti”, si concretizza in forme di prestito collettivo che prevedono, oltre alla restituzione del capitale, anche gli interessi. In particolare, consiste in un prestito da parte di privati a più richiedenti soggetti privati, ricompensato con il pagamento di interessi (eventuali e variabili a seconda delle modalità scelte e dalla relazione con cause socialmente rilevanti o meno) ed effettuato per il tramite di piattaforme *online* che mettono in contatto i soggetti interessati, trattenendo una percentuale quale commissione per il servizio effettuato.

Si tratta di una modalità di raccolta fondi che sposa gli ideali promossi dalla microfinanza, intendendo offrire, grazie all'intervento della “folla”, un aiuto finanziario agli imprenditori (soprattutto del Terzo Mondo) che tradizionalmente non hanno accesso ai prestiti bancari perché non solvibili (cd. *unbanked*).

È possibile distinguere 3 modelli:

- modello micro-prestiti: è la fornitura di servizi finanziari a clienti con bassi redditi, inclusi semplici consumatori e lavoratori in proprio, che tradizionalmente non hanno accesso a servizi finanziari. Il denaro è raccolto da un gruppo di persone ed è gestito da un intermediario;

- prestito *peer to peer*: consiste in prestiti concessi da privati a privati per finanziare progetti di varia natura, remunerati con gli interessi. In particolare, esso si propone come un canale alternativo di credito via internet, che semplifica e velocizza il processo, dove un *lender* (o prestatore) presta denaro a più richiedenti che incontra sui mercati *online*, senza intermediazioni delle tradizionali istituzioni finanziarie e permettendo tassi maggiormente sostenibili di prestito. Generalmente, il tasso d'interesse applicato è inferiore (anche notevolmente) al tasso di mercato e il prestatore può anche decidere di rinunciarvi;
- prestito *peer to business* (P2B): si tratta di un micro-prestito a tramite il quale piccoli risparmiatori possono prestare denaro a PMI o start-up. Per entrare a far parte della comunità di prestatori della piattaforma è necessario registrarsi al portale e creare un'offerta di prestito scegliendo un importo, l'offerta verrà successivamente immessa sul mercato per essere distribuita in parti uguali ai vari mutuatari richiedenti, assorbendo i rischi di insoluto e gestendo le relative azioni di recupero.

Grazie a tale modello di *crowdfunding* vengono finanziati progetti artistici o musicali, ma soprattutto progetti imprenditoriali, senza che la partecipazione avvenga in termini di partecipazione azionaria, ma nella forma del credito.

Oltre a garantire costi di gestione e intermediazione ridotti al minimo, che si traducono in condizioni vantaggiose di finanziamento per i partecipanti, il *social lending* consente che le persone associno i propri investimenti ad individui o cause in cui credono. I cambiamenti nelle aspettative e la personalizzazione dei finanziamenti sono prodotti di quella nuova mentalità legata alla continua interazione sui social media. Naturalmente, non è tutto oro quello che brilla e, infatti, uno dei più gravi problemi di questo sistema risiede nell'alto tasso di default dei contraenti che si è registrato soprattutto in passato presso alcune piattaforme online poi chiuse. A dispetto dello scopo mutualistico (che potrebbe erroneamente indurre a pensare che questa modalità assuma un carattere marginale o eventuale) la sua diffusione sul

web raggiunge livelli considerevoli ed è in grado di mobilitare ingenti capitali.

Qualora il denaro investito *online* in un determinato progetto venga ripagato con partecipazioni azionarie ci si riferisce ad un modello basato sulla partecipazione finanziaria collettiva: l'*equity-based crowdfunding*.

Si tratta di una forma di crowdfunding che consente a tanti piccoli finanziatori di ottenere, quale ricompensa per il finanziamento erogato attraverso una specifica piattaforma di crowdfunding associata al *profit sharing*, quote o azioni di una società (generalmente una start-up innovativa) ed i relativi diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

L'*equity* può essere attivato attraverso 2 modelli:

- modello cooperativa: consiste nella creazione di una piattaforma fittizia che funge da meccanismo di collezione dell'investimento, così da riunire i contribuenti in entità legali (cooperative) che investono nei progetti;
- modello club: le piattaforme reclutano potenziali investitori come membri di un club di investimento chiuso, in modo che l'offerta non venga fatta al pubblico.

L'*equity crowdfunding* si distingue da altre forme di investimento in quanto permette a tutti gli individui di diventare degli investitori. Questa possibilità richiede necessariamente dei regolamenti volti a prevenire eventuali frodi ed a tutelare gli investitori dal rischio di fare impresa.

Un esempio classico di equity crowdfunding è il caso di *MyFootballClub*, un progetto che ha reso possibile l'acquisizione della squadra di calcio inglese *Ebbsfleet United*, grazie ad un azionariato diffuso tra i *fan*, sviluppato a quote da 35£, che attribuiscono al possessore tutti i diritti dell'azionista: ogni *crowdfunder* partecipante al progetto è diventato, in tal modo, socio del club calcistico, acquisendo tutti i diritti tipici dell'azionista, compreso il diritto di voto ed il diritto agli utili.

Questi modelli, che non esauriscono l'insieme delle forme di *crowdfunding* esistenti a livello globale, si distinguono in base al "tipo di ritorno" che le persone ottengono in cambio del denaro erogato per finanziare un progetto (ricompense, interessi sui micro-prestiti, azioni o partecipazioni finanziarie,).

Va, infatti, segnalato, per dovere di completezza, che, ai quattro modelli succitati, si sta affiancando un quinto ancora emergente, il *royalty-based crowdfunding*, il quale prevede che chi finanzia una attività possa beneficiare, in parte, dei profitti da essa generati. Ne consegue che tale classificazione è passibile di essere alterata dai futuri sviluppi evolutivi del fenomeno in questione.

E difatti, a prescindere dalla classificazione, ciò che rileva per l'investitore è la partecipazione ad un progetto condiviso, verso cui nutre apprezzamento, atteso che, solo in ipotesi molto residuali, egli è mosso dall'esclusiva prospettiva di un ricavo monetario, spesso volte meramente simbolico.

Ciò fa percepire come il *crowdfunding* non sia un fenomeno passeggero, bensì una realtà in forte espansione e sicura evoluzione.

I dati della ricerca Massolution (società di ricerca americana specializzata nei settori del *crowdsourcing* ed, in particolare, del *crowdfunding*) attribuiscono ampia prevalenza quantitativa al modello *lending based*, che ha raccolto circa il 70% della raccolta totale.

Ma è l'*equity crowdfunding* la categoria che riscuote maggior interesse, per il suo impatto strategico ed economico, per la capacità di generare occupazione e per le possibili conseguenze in termini di rischi per l'investitore.

BIBLIOGRAFIA

Barontini R., *Le fonti di finanziamento per l'innovazione*, in Carlesi A., *Finanza per l'innovazione*, Franco Angeli, Milano 2002

Busnardo L., *Il Financing delle Start-up, Slides del Corso ABC del Business Plan*, Università Cà Foscari, Venezia, Maggio 2005

Castrataro D., Wright T., Crowdfunding - *Come finanziarsi online. Introduzione al finanziamento collaborativo sul web*, Greenbooks Editore, 2014

Fotina C., *Più facile investire in start-up e Pmi sui portali online*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 dicembre 2015

Gervasoni A., *Private Equity e Venture Capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini, Milano, 2008

Lamborghini B., *L'impresa web. Social Networks e Business Collaboration per il rilancio dello sviluppo*, Franco Angeli, Milano, 2009

Mirra V., *Equity crowdfunding: la guida pratica. Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start-up e nuovi finanziamenti*, Filodiritto Editore, 20 gennaio 2014

Mosca G., *Start-up, via libera al regolamento del crowdfunding. Ecco cosa cambia*, in *Il Sole 24 Ore*, 12 Luglio 2013

Mustilli M., Sorrentino M., *Business Angel in Italia*, Giappichelli, Torino, 2003

Ragazzini B., *Valutazione di start-up. Case study analysis: incubatori di primo miglio, Business Angels e Venture Capital. Metodi di investimento nel capitale di rischio*, Università degli Studi di Trieste, XXIII Ciclo della Scuola di Dottorato di Ricerca in Finanza, 2009-2010

Ricciardi R., *Italia tra i meno innovatori in Europa. Pochi venture capital, Pmi non collaborano*, in *La Repubblica*, 4 Marzo 2014

Ronchetti N., *Il crowdfunding in Italia vale 57 milioni e 100 mila progetti*, in *Il Sole 24 Ore*, 10 marzo 2016

Vassallo W., *Crowdfunding nell'era della conoscenza. Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi: Chiunque può realizzare un progetto. Il futuro è oggi*, Franco Angeli, Milano, 2005.