



DISEC

Centro di Ricerca "Dinamica dei Sistemi
Economici Complessi"

FINANZIARE LE START-UP CON EQUITY CROWDFUNDING

PROF. GIAMPIO BRACCHI

IntesaSanpaolo Private Banking e Fondazione Politecnico di Milano

**IL CROWDFUNDING
OPERATIVITÀ E PROSPETTIVE DI SVILUPPO
Roma, CNA Nazionale, 24 Gennaio 2018**

Dopo la lunga crisi, è necessario rigenerare il nostro tessuto economico e produttivo, non solo accompagnando con interventi significativi le imprese nella direzione dell'innovazione digitale e della manifattura 4.0, ma soprattutto favorendo la creazione di *start-up* che rimpiazzino le tante aziende scomparse o senza prospettive future. Oltre che salvaguardare e sviluppare l'esistente tramite l'innovazione, si deve cioè puntare con decisione alle giovani imprese tecnologiche, proiettate nel futuro. Le startup innovative, il *Venture Capital* e l'*Equity Crowdfunding* devono rivestire un ruolo centrale nelle politiche e negli investimenti.

Il nostro Paese si caratterizza ancora per un penalizzante gap di *funding* alle start-up, che le banche e gli operatori specializzati coprono solo parzialmente e che è necessario colmare con nuovi ambiziosi e specifici interventi. Le *start-up* sono uno degli strumenti per generare e sviluppare innovazione, e anche un modo per valorizzare la nostra ricerca e i nostri giovani e per aggiungere nuovi attori imprenditoriali *tech-based*. Occorre rafforzare con interventi incisivi un processo dinamico di generazione e crescita di nuova imprenditorialità, facendola via via progredire, con il sostegno della finanza, fino a farne una componente organica del sistema economico e produttivo.

I nuovi interventi si devono aggiungere alle molte norme speciali già introdotte a livello nazionale in termini di incentivi ed esenzioni fiscali, garanzie sui crediti, mitigazioni delle norme fallimentari e giuslavoristiche, semplificazioni degli adempimenti burocratici. Tali norme hanno sì prodotto un importante incremento nella nascita di *start-up* innovative iscritte nell'apposito registro presso le Camere di Commercio, che hanno superato il numero di 8.000, ma la dimensione di tali giovani imprese è troppo piccola (solo quattro addetti in media, dei quali uno solo assunto, e un fatturato medio inferiore ai 200 mila Euro). In definitiva, pur con il vantaggioso quadro normativo e fiscale che è stato realizzato per le giovani imprese, *si è ottenuta solo la quantità, ma non ancora la qualità e il valore delle start-up*, e soprattutto non si è riusciti ad attivare un circolo virtuoso con la finanza per l'innovazione.

Le *start-up* devono poter divenire aziende vere, perché riescono prima a svilupparsi come entità autonome grazie agli investimenti in capitale di rischio, e poi ad essere quotate in Borsa o acquisite da imprese più mature che puntano sulla "*open innovation*". L'esperienza internazionale dimostra che per avere successo e crescere le *start-up* necessitano soprattutto di due fattori: da un primo lato di un valido ecosistema tecnologico, e da un secondo lato di un facile accesso agli investimenti del *Venture Capital* e del *Crowdfunding*, come si riscontra non solo in diverse zone d'America, ma anche, ad esempio, in Israele o nelle aree di Londra e di Berlino. Eppure anche *Milano*, capitale italiana della ricerca, della finanza, del *Venture Capital* e delle *start-up* (il 15% del totale nazionale) non è neppure inserita fra i primi 10 poli europei delle *start-up*, fra i quali figurano non solo Londra, Berlino e Parigi, ma anche città come Stoccolma, Barcellona,

Dublino, Amsterdam, Vienna, Monaco e Madrid. L'anomalia italiana non è nella ricerca, ma nella sua valorizzazione.

Il *Venture Capital* in Italia, nonostante i recenti interventi a livello nazionale di Cassa Depositi e Prestiti, è ancora pesantemente sottodimensionato, con investimenti annui degli operatori domestici al di sotto dei 100 milioni di euro, a cui se ne aggiungono altri 150 da parte di operatori esteri e di investitori informali: si tratta di cifre inferiori di ben un ordine di grandezza rispetto a Gran Bretagna, Francia e Germania, molto più ridotte anche rispetto a Paesi minori ma più avanzati come Svezia, Olanda e Svizzera, e pari ad appena un quarto di quanto si riscontra nella stessa Spagna, Paese che dopo la grande crisi del 2009 si è dedicato con risorse e convinzione alle startup, soprattutto in Catalogna, nel tentativo di riconvertire la propria debole struttura economica. In Francia, ad esempio, il presidente Macron ha annunciato un piano di investimenti dell'ordine di 10 miliardi sul tema dell'innovazione, delle *start-up* e del *Venture Capital*, e già negli ultimi anni si sono moltiplicati per 10 gli investimenti in *start-up*, che sono passati da 200 a 2 miliardi all'anno.

Il nostro Paese non può accettare una tale pericolosissimo divario. Anche in Italia è necessario, nella imminente nuova legislatura, dedicare con determinazione al *Venture Capital* fondi molto più importanti (di un ordine di grandezza almeno di diverse centinaia di milioni), per alleggerire questa paralizzante situazione.

Nel nostro Paese, in particolare, abbiamo ormai dei ragionevoli mezzi per aiutare le piccole imprese innovative nella prima fase di vita (e i nostri fondi di *Venture Capital* al massimo danno 2 o 3 milioni complessivamente di finanziamento), ma in realtà per andare poi sui mercati internazionali ci vogliono cifre più grandi e i nostri fondi, per la dimensione che hanno, non hanno la capacità di aiutarle. Servono, oltre ad un *Venture Capital* rafforzato, delle funzioni alternative. Un aiuto importante può venire dalla incentivazione dello sviluppo dell'*Equity Crowdfunding*, per il quale l'Italia si è già dotata di una normativa d'avanguardia, proprio perché esso costituisce una formula estremamente interessante per complementare il sostanziale fallimento di mercato che fino ad oggi abbiamo avuto nel nostro *Venture Capital*. La normativa che è stata introdotta nel 2013 sul *crowdfunding* nel nostro Paese è risultata quasi anticipata, perché parlare di *equity crowdfunding* in Europa nel 2013 era piuttosto innovativo ed anche coraggioso. Però la formula si sta lentamente affermando.

Al Politecnico di Milano, presso la Management School, è stato creato un osservatorio specifico, che è partito lavorando sui dati del 2016 e poi li ha aggiornati sul 2017. Si rileva che oggi abbiamo una ventina di portali attivi nell'*equity crowdfunding*, che nel 2017 hanno fatto 50 campagne ed hanno raccolto circa 12

milioni, con un tasso di successo di quasi due terzi: il 61% delle campagne è andato a buon fine e normalmente ha raccolto il doppio di quanto era il *target* originario. Non è che parliamo di grandi cifre, perché mediamente si sono raccolti 230.000 Euro per campagna, però l'obiettivo era di circa 110.000, e quindi si può dire che la campagna ha avuto successo.

La raccolta è stata fatta presso 3.200 investitori: questi investitori sono normalmente di sesso maschile fra i 35 e i 50 anni e prevalentemente -e non è sorprendente- sono delle regioni del nord: è abbastanza normale, questo riflette l'utilizzo delle reti, l'attitudine agli investimenti di rischio e così via. In ogni campagna mediamente c'erano una sessantina di investitori che hanno versato di media 3.600 Euro; 60 persone hanno poi messo mediamente più di 3.000 Euro a rischio in un'azienda innovativa che spesso proponeva sostanzialmente dei *business plan* con qualche prototipo.

Ci sono 4 piattaforme che hanno fatto la maggior parte dei *deal*: Mamacrowd; CrowdFundMe; OpStart e StarsUp, ma ce ne sono un'altra quindicina che hanno fatto operazioni raccogliendo meno di 1 milione complessivamente. Certamente per gli investitori sono molto importanti sia la detrazione fiscale che è prevista, e questo è un elemento estremamente favorevole, sia anche la regolamentazione, che è abbastanza snella, a differenza di quello che avviene spesso in campo finanziario nel nostro Paese.

Più della metà delle azioni offerte, 55%, sono azioni ordinarie con diritto di voto, mentre nel 45% dei casi le azioni avevano diritti diversi, senza voto. La quota di capitale offerta è tipicamente di minoranza, mediamente il 17%; in alcuni casi si offriva la maggioranza, ma chiaramente lo strumento non si presta per cedere una maggioranza del capitale.

Un discorso a parte merita la valorizzazione delle quote offerte. Questo è un discorso delicato, che riguarda ovviamente anche i regolatori, perché queste quotazioni sono state abbastanza generose. La valutazione media è stata di 2 milioni e 900.000, che non è poco a fronte di un patrimonio netto di 190.000 Euro. Il patrimonio netto non è che dica molto per una *start-up*: si gioca sullo sviluppo, non si gioca sul passato; con la *startup* non si guarda nello specchietto retrovisore, bisogna guardare avanti, però guardare avanti a volte è piuttosto incerto. Anche il fatturato che le *start-up* avevano al momento dell'offerta era poco significativo, perché mediamente fatturavano 65.000 Euro e il conto economico evidenziava una perdita di 90.000 Euro, quindi erano aziende capitalizzate con circa 200.000 Euro, e che perdevano circa 100.000 l'anno: occorre dunque un'attenzione alle valutazioni.

Nel caso dell'incubatore Polihub della Fondazione Politecnico di Milano abbiamo avuto diversi casi di aziende che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*, però l'hanno fatto prevalentemente sulle piattaforme internazionali di *reward*, cioè a ricompensa, dove le *start-up* avevano una apparecchiatura innovativa e la offrivano a un prezzo determinato. Recentissimamente, ad esempio, una delle nostre *start-up* che produce un robot che fa la fresatura non muovendo il pezzo sotto la fresa, ma muovendo la fresa in modo che vada

a lavorare sul pezzo, ha raccolto molto rapidamente, avendo un obiettivo di soli 100.000 Euro, e nel giro di soli 40 giorni, ben 1 milione di Euro, con sottoscrittori che hanno ordinato e prepagato delle frese che ancora non sono prodotte.

In particolare, le due principali piattaforme americane di *crowdfunding*, Kickstarter e Indiegogo, in 10 anni hanno raccolto la prima 3 miliardi e 500.000 e la seconda 1 miliardo. La principale piattaforma inglese, che è Crowdcube, ha raccolto solo 400 milioni, quindi questo offre anche una idea della diversità dei mercati.

Lo strumento dimostra dunque di funzionare, di essere molto interessante. Come sempre abbiamo un numero forse eccessivo di piattaforme: forse non ci servono 20 piattaforme, ma qualche piattaforma che riesca a condurre delle operazioni ben strutturate. Abbiamo un poco di dispersione, così come avviene con le *start-up*: non è che ne abbiamo poche, ne abbiamo tante però ce ne sono pochissime che riescono a ottenere successo. Bisognerebbe avere meno numeri ma più consistenza, creare più valore. Lo stesso probabilmente si dovrebbe fare con le piattaforme di *crowdfunding*.

Va rilevato che in Italia c'è comunque interesse degli investitori, anche importanti come i clienti del *private banking*, a fare investimenti alternativi, proprio perché c'è tanta liquidità e in questo momento non è facile investire con buoni risultati sui mercati obbligazionari e azionari regolamentati. Quindi c'è interesse degli investitori a mettere denaro in *equity* nelle imprese, e ai nostri investitori piacciono i *club deal*, cioè mettersi assieme ma sapere dove vanno i loro investimenti. Il *crowdfunding* ha queste caratteristiche, perchè uno sa dove mette il proprio denaro. Se le piattaforme riuscissero a fare anche operazioni con valori più consistenti di raccolta, potrebbero avere accesso anche al mercato dei clienti del *private banking*, che sono magari disponibili a mettere su un'operazione cifre non di 3.000 o di 10.000 Euro, ma anche di 30.000 o 100.000 Euro, ovviamente avendo delle piattaforme che garantiscano la serietà delle operazioni e quindi si impegnino, nel momento in cui portano un'operazione sul mercato, ad aver ben analizzato e valutato l'offerta e a mettere la propria credibilità su questa raccolta.

Concludendo, la normativa italiana è molto avanzata; lo strumento dell'*equity crowdfunding* dimostra di essere valido; ce ne è bisogno perché gli strumenti che in altre parti funzionano, come quelli del *venture capital*, da noi operano ancora a scartamento ridotto. Bisogna riuscire ad alzare gli obiettivi in modo di consentire alle nostre *startup* -che non riescono a raccogliere in Italia 15/20 milioni da un fondo di *venture capital*, il quale ha al massimo 100 milioni come totale di sua capitalizzazione- di raccogliere tali cifre da investitori disposti ad operazioni più importanti in *club deal*. Per questo servono intermediari affidabili, qualificati, di adeguata dimensione, che diano fiducia agli investitori.