

## Introduzione

Negli ultimi anni, gli eventi socio-economici che hanno coinvolto i principali Paesi dell'Occidente hanno indotto le imprese a ripensare alle loro funzioni tipiche. La bolla speculativa dei *sub-prime*, trasferitasi da *oltre oceano* nei primi anni duemila, ha provocato nel contesto europeo una significativa diminuzione della liquidità, con la conseguente contrazione della disponibilità da parte delle banche a concedere credito alle imprese. Ciò assume ancora più rilevanza se si considerano i vincoli che gli organismi sovranazionali hanno imposto alle banche in materia di erogazione del credito. I vincoli di patrimonializzazione e di capitale di vigilanza comportano inevitabilmente una selezione naturale dei soggetti ai quali le banche possono concedere erogazioni di liquidità. Tale meccanismo favorisce, *oborto collo*, le organizzazioni maggiormente capitalizzate e penalizza quelle che vedono nelle banche il loro primario partner finanziario, come le piccole e medie imprese (PMI).

Uno dei contesti maggiormente colpiti da questi eventi è quello italiano, il cui tessuto economico è composto prevalentemente da imprese di piccole e medie dimensioni. Le principali cause di mortalità delle PMI sono la sottocapitalizzazione e la dipendenza dal credito bancario. Le difficoltà incontrate nella sfera finanziaria contribuiscono, infatti, ad escludere dal mercato questa particolare tipologia di impresa.

Alle difficoltà di carattere finanziario si aggiungono quelle di carattere operativo, che le piccole e medie imprese italiane affrontano in conseguenza dei dirompenti effetti dovuti ai fenomeni del mercato globale e all'avvento della quarta rivoluzione industriale<sup>1</sup>. Questi complessi fenomeni impongono un profondo ripensamento della struttura organizzativa delle imprese e delle loro modalità di produzione. Da sempre, infatti, le PMI si contraddistinguono per la qualità manifatturiera delle loro produzioni. Se da un lato tale caratteristica ha permesso di ottenere un pregiato *outcome* conosciuto a livello mondiale attraverso lo status del "*made-in*",

---

<sup>1</sup> Sul punto Paoloni (2020) scrive: "*Nelle PMI è accentuata la difficoltà a separare gli obiettivi personali da quelli aziendali, con riflessi sullo stile di gestione e quindi forte identificazione tra piccolo imprenditore e piccola impresa*". PAOLONI P., *Elementi di governo d'azienda*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 57.

dall'altro ha rallentato l'efficienza produttiva dell'impresa poiché non si è adeguata agli attuali standard tecnologici.

La sottocapitalizzazione, l'arretratezza tecnologica e le difficoltà di accesso al credito trascinano le piccole e medie imprese in un circolo vizioso che le conduce verso l'estinzione e alla fuoriuscita dal mercato<sup>2</sup>. Non rispettando i parametri necessari per ricorrere con facilità al capitale di credito e non disponendo di sufficienti risorse a titolo di capitale proprio, queste imprese non riescono a dare attuazione agli investimenti necessari allo sviluppo e alla trasformazione dei loro apparati produttivi. In altre parole, gli investimenti durevoli non trovano adeguata copertura e sostenibilità finanziaria.

Ripensare, dunque, ai meccanismi di soddisfacimento del fabbisogno finanziario diviene condizione primaria per la sopravvivenza di queste piccole realtà imprenditoriali. Il primo passo verso tale ripensamento è la creazione di un mercato alternativo dei capitali in grado di ridurre, seppur in parte, la dipendenza delle piccole e medie imprese dalle banche. Dal 2012, l'Italia ha intrapreso un percorso di cambiamento<sup>3</sup> orientato, da un lato, all'introduzione e alla disciplina di *nuovi strumenti alternativi di finanziamento* e, dall'altro, a promuovere lo sviluppo delle imprese attraverso *l'innovazione e l'uso di nuove tecnologie*.

I *nuovi strumenti di finanziamento* possono essere identificati per natura in: strumenti *debt-oriented* e strumenti *equity-oriented*<sup>4</sup>.

I primi, come mini-bond, lending crowdfunding e cambiali finanziarie, si prefiggono lo scopo di concedere finanza alle imprese, da rimborsare direttamente al mercato secondo le tradizionali regole del capitale di credito e dietro la corresponsione ai finanziatori di un predeterminato e periodico tasso di interesse.

I secondi, come *equity crowdfunding*, initial coin offering (ICO) e quotazione EuroNext Growth Milan (ex AIM Italia), cercano di reperire la provvista finanziaria per le imprese tramite la distribuzione di quote di capitale di rischio direttamente al pubblico degli investitori. Questi soggetti condividono il rischio di impresa e trovano soddisfazione del loro investimento nella distribuzione dell'utile al termine dell'esercizio.

La promozione del fenomeno imprenditoriale attraverso *l'innovazione e l'uso di nuove tecnologie* è riconducibile alla disciplina di favore introdotta nel nostro ordinamento, la quale prevede la possibilità di costituire nuove imprese dall'elevato carattere innovativo, meglio conosciute come "start-up", anche con capitale sociale

---

<sup>2</sup> Per approfondimenti PAOLONI M., *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, Giappichelli, Torino, 2003.

<sup>3</sup> Si fa riferimento al ciclo di interventi normativi iniziati con l'entrata in vigore delle disposizioni contenute nei Decreti Legge: n. 83/2012 (c.d. Decreto Sviluppo), n. 145/2013 (c.d. Decreto Destinazione Italia) n. 179/2012 successivamente convertito in Legge n. 221/2012.

<sup>4</sup> Per approfondimenti si veda IPPOLITO R., ETRO L., *Private capital: Principi e pratiche di private equity e private debt*, Egea, Milano, 2019. LOESCH S., *A Guide to Financial Regulation for Fintech Entrepreneurs*, Wiley, London, 2018.

superiore ad un euro. In altri termini, il percorso di cambiamento sopra descritto persegue l'obiettivo di promuovere gli investimenti per il ricambio tecnologico delle imprese attraverso nuova finanza, la cui paternità non è riconducibile al tradizionale canale bancario. Oggigiorno, quindi, gli strumenti alternativi di finanziamento giocano un ruolo chiave per la sopravvivenza delle piccole e medie imprese. Tuttavia, il panorama sulla loro applicazione per questa particolare tipologia di impresa rimane, ancora, poco esplorato.

Per tale ragione, il presente studio ha lo scopo di delineare le nuove tendenze di copertura del fabbisogno finanziario delle piccole e medie imprese attraverso gli strumenti innovativi di finanziamento, riservando particolare attenzione allo strumento dell'*equity crowdfunding* nelle fasi di avvio e sviluppo dell'impresa.

Il lavoro si divide in due parti: la prima, è dedicata ad approfondire le peculiarità delle PMI, con particolare attenzione agli aspetti tipici della gestione finanziaria, per poi illustrare una panoramica generale sugli istituti innovativi di finanziamento presenti nel contesto socio-economico e giuridico attuale; la seconda, è riservata allo studio dell'*equity crowdfunding*, uno dei principali strumenti innovativi *equity-side* a disposizione delle realtà imprenditoriali medio-piccole.

I sette capitoli che compongono il lavoro sono strutturati come segue. Il primo, espone il fenomeno della piccola e media impresa in Italia, mettendo in risalto le principali opportunità e minacce di questo istituto, per poi fornire una breve disamina evolutiva nel tempo. Segue, infine, un'analisi empirica delle start-up innovative italiane con l'obiettivo di evidenziare la reale portata di questo fenomeno introdotto nell'ordinamento a seguito delle riforme del 2012.

Nel secondo capitolo si osserva l'aspetto originario e derivato della gestione<sup>5</sup>, per poi esaminare le diverse fonti di finanziamento a cui l'impresa può ricorrere per la copertura del proprio fabbisogno. La scelta delle fonti è il risultato dell'attuazione delle politiche finanziarie che le piccole e medie imprese adottano in chiave strategica<sup>6</sup>. Nel processo di formulazione delle politiche finanziarie, estrema importanza rivestono le variabili che caratterizzano le condizioni strutturali per l'equilibrio finanziario dell'azienda. Per una migliore conoscenza delle tematiche trattate, nel secondo capitolo si studiano gli assunti di base che hanno indotto la dottrina aziendalistica, dapprima, a formulare la teoria secondo l'approccio tradizionale e, successivamente, la teoria secondo l'approccio del valore.

L'approccio tradizionale si prefigge lo scopo di analizzare le variabili endogene che influenzano la sostenibilità finanziaria dell'azienda. La complessità degli aspetti trattati da questo primo approccio è anche nota come *problema finanziario di*

---

<sup>5</sup> PAOLONI M., PAOLONI P., *Introduzione ed orientamento allo studio delle aziende*, II ed., Giappichelli, Torino, 2021, pp. 172-181.

<sup>6</sup> FERRERO G., *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1991. BOLTON J.E., *The financial need of the small firms*, in *The Banks and Small Business*, Institute of bankers, London, 1978.

*primo livello*<sup>7</sup>. L'approccio del valore, elaborato sulla scorta delle carenze evidenziate per l'approccio tradizionale, presta particolare attenzione a tutte quelle variabili esogene che necessitano di essere considerate per la corretta definizione del binomio delle fonti. Pertanto, non sostituendosi ma integrandosi, entrambi gli approcci riflettono l'obiettivo di accrescere il valore aziendale attraverso la misurazione dell'entità del capitale economico<sup>8</sup>. Dopo aver definito le variabili che caratterizzano entrambi gli approcci, si ripercorrono le principali teorie formulate dagli studiosi della finanza aziendale. Queste teorie comprendono i lavori di Modigliani e Miller (1958 e 1961), la Trade-off theory (1979) e la Pecking order theory (1984). L'obiettivo è cogliere il comportamento tipico delle piccole e medie imprese nella funzione di approvvigionamento delle fonti e, contemporaneamente, mettere in luce i benefici che queste imprese possono ottenere dall'uso di strumenti innovativi di finanziamento orientati al capitale di rischio.

Gli strumenti innovativi di finanziamento delineano la cornice all'interno della quale si manifestano le nuove tendenze di copertura del fabbisogno finanziario. Questi strumenti rappresentano il tema centrale a cui il terzo capitolo si rivolge. In particolare, si approfondisce il fenomeno dell'innovazione finanziaria per poi descrivere il mercato del *private equity* e del *private debt*.

Il *private equity* e il *private debt* rappresentano i due emisferi del mondo della finanza privata<sup>9</sup>. All'interno di questi due emisferi, le piccole e medie imprese devono essere abili ad individuare la migliore alternativa per la copertura dei loro innumerevoli fabbisogni<sup>10</sup>.

Successivamente, si presenta un'analisi dei vari strumenti innovativi di finanziamento disciplinati dall'ordinamento italiano, con il precipuo fine di tracciare il ventaglio di soluzioni finanziarie a disposizione delle piccole e medie imprese sia dal lato del capitale di rischio sia dal lato del capitale di credito.

Il quarto capitolo, che apre la seconda parte del lavoro, si concentra sulle principali tematiche oggetto del dibattito scientifico, delineando così lo stato dell'arte dell'*equity crowdfunding* nella letteratura. Con l'obiettivo di mettere in luce le principali questioni affrontate dalla comunità scientifica, nel capitolo si sviluppa una revisione sistematica della letteratura. Nell'ambito delle scienze sociali e degli

---

<sup>7</sup> BRUGGER G., *Le decisioni finanziarie*, in PIVATO G., *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1993, p. 801 ss.

<sup>8</sup> CAVALIERI E., *L'economia aziendale e gli studi dell'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, 1-2, 1995, pp. 2-16. GUATRI L., *La teoria di creazione del valore*, Egea, Milano, 1991.

<sup>9</sup> Per approfondimenti GERVASONI A., *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*, Guerini Next, Milano, 2002.

<sup>10</sup> AHLSTROM D., CUMMING D.J., VISMARA S., *New methods of entrepreneurial firm financing: Fintech, crowdfunding and corporate governance implications*, in *Corporate Governance: An International Review*, 26(5), 2018, pp. 310-313.

studi aziendalistic, il consolidarsi di pratiche metodologiche, che rendono trasparente il processo di acquisizione delle informazioni e di trattamento dei risultati, consente agli studiosi di avere una visione chiara e omogenea degli studi sviluppati su una specifica tematica.

La revisione sistematica della letteratura consente di ottenere una conoscenza completa dell'oggetto di ricerca attraverso un'analisi critica dei contributi scientifici prodotti in un determinato periodo. Questo processo mira a stabilire regole (protocolli) nelle fasi iniziali della ricerca per minimizzare l'approccio soggettivo del ricercatore. I protocolli rappresentano l'insieme di regole fissate per condurre le singole fasi della revisione. Prima di esaminare le tematiche dei contributi, il ricercatore deve stabilire e descrivere i protocolli seguiti. Questa peculiarità comporta che la ricerca condotta possa essere ripetuta da chiunque interessato e, di conseguenza, verificabile.

L'insieme delle singole fasi di questo processo, caratterizzato da protocolli, prende il nome di "piano della revisione". L'utilizzo di un formale piano della revisione consente di catalogare i contributi per tipologia (classi) di argomento in tema di *equity crowdfunding*. Le tematiche che alimentano il dibattito scientifico sono diverse, le principali riguardano: aspetti tipici dell'*equity crowdfunding* collegati alle imprese, alle varie tipologie di imprenditori e ai progetti da finanziarie; fattori comportamentali e preferenze degli investitori; le piattaforme che ospitano le campagne di raccolta fondi; infine, particolari aspetti legati alla regolamentazione dello strumento sui mercati.

Il quinto capitolo è dedicato allo studio dell'evoluzione dell'*equity crowdfunding*. Questo strumento di finanziamento può essere considerato come una mutazione della forma più semplice di raccolta di denaro dalla folla, conosciuta come *donation crowdfunding*. Il *donation crowdfunding*, oltre ad essere uno degli strumenti che ha permesso la realizzazione di numerose e famose opere, è conosciuto oggi per la sua veste di volano per la ripresa delle organizzazioni in particolari situazioni di crisi. La raccolta di denaro dalla folla, sotto forma di donazioni, ha contribuito a supportare le organizzazioni in numerose situazioni di emergenza, come in Nepal nel 2015, alle Hawaii e in Guatemala nel 2018 e in Francia nel 2019, quando un incendio distrusse gran parte della famosa cattedrale di Notre-Dame de Paris. Da ultimo, non per importanza, il *donation crowdfunding* ha assistito le organizzazioni durante il periodo Covid-19 mediante le numerose campagne di raccolta fondi, attivate per supportare le terapie intensive durante l'emergenza.

Lo strumento del crowdfunding, tuttavia, possiede diverse sfaccettature direttamente collegate alle aspettative dei soggetti che partecipano finanziariamente alle campagne di raccolta. Quando l'investitore intende partecipare al rischio di impresa e non si aspetta una remunerazione certa e fissa, si configura l'*equity crowdfunding*.

L'*equity crowdfunding* si caratterizza per la distribuzione di quote di capitale di rischio dell'impresa in favore degli investitori che hanno deciso di sospendere il pro-

getto imprenditoriale promosso attraverso un portale on-line<sup>11</sup>. Gli investitori, dunque, vedranno soddisfatto il proprio investimento solo in caso di distribuzione in favore dei soci l'eventuale utile conseguito dall'impresa al termine del periodo amministrativo.

Da questi brevi cenni introduttivi, traspare l'utilità di questo strumento alternativo di finanziamento che concede alle imprese, specie quelle più piccole, la possibilità di approvvigionarsi di risorse finanziarie senza sottostare alle particolari limitazioni imposte dal canale creditizio. Per tale ragione, l'*equity crowdfunding* si colloca tra gli strumenti alternativi di finanziamento più rappresentativi della tipologia *equity-oriented*.

Con l'intento di fornire una rappresentazione chiara del fenomeno, il sesto capitolo inizia illustrando l'evoluzione della regolamentazione dell'*equity crowdfunding* in Italia. Successivamente, analizza alcune delle evidenze empiriche relative all'uso di questo strumento da parte delle imprese. Particolare attenzione è riservata all'analisi demografica e alle performance operative delle piattaforme di *equity crowdfunding* autorizzate dalla Consob in Italia.

In linea con le tematiche precedentemente descritte, il settimo capitolo si focalizza sulla dimensione interna dell'impresa, offrendo una visione preliminare del contributo che l'*equity crowdfunding* può fornire alle piccole e medie imprese nel soddisfare il loro fabbisogno finanziario. Lo strumento dell'*equity crowdfunding* viene analizzato in relazione alle variabili individuate dalla dottrina per la formulazione degli approcci tradizionali e del valore, esaminati nel capitolo due. In particolare, si esplora come le caratteristiche di questo strumento di finanziamento e la normativa di favore riservata alle start-up innovative in Italia influiscano sulle variabili individuate dalla Trade-off theory (1979) per determinare il valore del capitale economico dell'impresa. I concetti sviluppati seguendo questo approccio cercano di evidenziare l'importanza che l'*equity crowdfunding* riveste nel contrastare il fenomeno della sottocapitalizzazione e la dipendenza delle PMI dal capitale di credito.

Il presente lavoro conclude con alcune riflessioni critiche sul contributo che l'*equity crowdfunding* può offrire alla copertura del fabbisogno delle piccole e medie imprese. Considerata l'importanza e la complessità dell'argomento oggetto di questo studio, le conclusioni individuano le principali tematiche che potranno costituire spunti di ricerca per futuri lavori.

---

<sup>11</sup> BELLEFLAMME P., LAMBERT T., SCHWIENBACHER A., *Crowdfunding: Tapping the right crowd*, in *Journal of business venturing*, 29(5), 2014, pp. 585-609, p. 586.