

Position papers

L'equity-crowdfunding

Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi

6

agosto 2016



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Nadia Linciano (coordinatore), Valeria Caivano, Angela Ciavarella, Francesco Fancello, Monica Gentile, Matteo Modena, Lucia Pierantoni, Paola Soccorso

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

L'equity-crowdfunding

Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi

A cura del "gruppo di lavoro sulla finanza innovativa"

Sintesi del lavoro

Consob e il Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti e Esperti Contabili (CNDCEC) nel mese di marzo 2015 hanno dato vita al "*gruppo di lavoro sulla finanza innovativa*" con l'obiettivo di avviare attività di studio e di *education* nel settore degli strumenti di finanza innovativa (*equity-crowdfunding*, minibond, cambiali finanziarie, ecc.).

L'iniziativa è nata dalla constatazione che la crisi finanziaria degli ultimi anni è il principale ostacolo al finanziamento delle imprese, soprattutto delle *start-up* e delle PMI innovative, e quindi alla crescita economica del Paese. In tale contesto il successo delle recenti misure legislative (*equity-crowdfunding*, mini bond, cambiali finanziarie, ecc.) dipenderà fortemente dalla loro effettiva conoscenza tra i diversi attori della filiera produttiva.

L'avvio di un rapporto continuativo tra la Consob e il CNDCEC non potrà che determinare evidenti benefici per il sistema produttivo nazionale attraverso l'apertura delle imprese al mercato dei capitali (*equity-crowdfunding*, minibond, sviluppo mercato AIM, IPO, ecc.) e al miglioramento della trasparenza relativa a dette operazioni.

Il presente *Position paper*^(*) rappresenta la prima pubblicazione del gruppo di lavoro e, attraverso un linguaggio semplice e chiaro, ha l'obiettivo di favorire la comprensione e la consapevolezza delle caratteristiche e delle peculiarità di un'operazione di *equity crowdfunding* e il suo utilizzo da parte dei diversi attori della filiera produttiva, quali: imprenditori, investitori istituzionali e *retail*, sistema bancario e la rete dei professionisti tra cui, i dottori commercialisti.

^(*) Le opinioni espresse nel presente Position paper sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto.

Di seguito si riporta una sintetica descrizione dei contenuti del documento. La sua redazione è stata portata a termine nel primo bimestre 2016 in ragione della rilevanza di *policy* del tema, legata al processo di revisione – avvenuto con Delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 – del Regolamento Consob n. 18592/2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line" (*c.d. equity crowdfunding*).

L'economia collaborativa (altresi nota come *sharing economy*), a livello mondiale, sta facendosi sempre più spazio mettendo in discussione modelli consolidati di produzione e consumo. Una delle forme in cui lo spirito collaborativo e partecipativo si sta affermando anche in Italia con maggiore intensità, è rappresentata dal *crowdfunding*: una nuova forma di finanziamento di progetti ed idee basata sulla grande potenzialità della rete di interconnettere gli individui.

In questo ambito di particolare interesse è *l'equity-crowdfunding*. Con il termine *crowdfunding* si indica il processo con cui più persone ("folla" o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti *internet* ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa.

Rispetto alla forma *donation* (dove un progetto civico o artistico raccoglie denaro sotto forma di liberalità) o *reward* (nelle quali i proponenti dell'iniziativa offrono un premio o una specifica ricompensa non in denaro in funzione dell'apporto che riceveranno dai sostenitori), *l'equity-crowdfunding* prevede che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale. In sintesi, il *crowdfunding* è definito "*equity-based*" quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

Nel lavoro è stato, dapprima illustrata la normativa di riferimento, successivamente tracciato il processo sottostante un'operazione di *equity-crowdfunding* ed, infine, sono stati trattati gli aspetti più rilevanti sia lato emittente sia lato potenziale investitore, vale a dire:

- le principali peculiarità di un *Business Plan* per rappresentare efficacemente l'iniziativa imprenditoriale ai potenziali terzi finanziatori;
- le regole di *corporate governance* di cui lo statuto di un emittente deve tener conto per gestire adeguatamente gli effetti di un azionariato a maggior base partecipativa;
- le agevolazioni fiscali dirette ad incentivare l'investimento in *start-up* e PMI innovative;
- le valutazioni di opportunità e convenienza di un ipotetico investitore.

CNDCEC Finanza aziendale e assicurazioni

Antonio Repaci (consigliere delegato)

Marcello Marchetti (consigliere codelegato)

Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa

Giovanni Pinna Parpaglia (Presidente)

Emilio Cardosi

Giampiero Gugliotta

Irma Malafronte

Mauro Melandri

Simona Daniela Merra

Marcello Murabito

Matteo Piras

Emmanuela Saggese

Fabrizio Salusest

Luca Vinciguerra

Toni Marcelli (Consob)

Renato Maviglia (Consob)

Nicola Lucido (ricercatore)

Indice

Premessa	7
1 Introduzione ai temi trattati	7
2 Le principali caratteristiche di un'operazione di <i>equity-crowdfunding</i>	10
3 Aspetti operativi lato offerente	20
3.1 Il Business Plan	20
3.1.1 Ruolo e caratteristiche del business plan nell' <i>equity-crowdfunding</i>	20
3.1.2 Tendenze evolutive nel Business Plan: il Canvas model	31
3.1.3 Il Business Plan ed il Canvas	39
3.2 Clausole statutarie obbligatorie e rivisitazione degli statuti nella prospettiva di un'operazione di <i>equity-crowdfunding</i>	41
3.2.1 Brevi cenni sulle startup innovative	41
3.2.2 Requisiti per l'iscrizione nella sezione speciale del Registro Imprese	42
3.2.3 Categorie speciali di quote e diritti particolari del socio	48
3.2.4 Specificità connesse alla raccolta di capitale di rischio tramite portali on-line	51
4 Aspetti operativi lato investitori	52
4.1 Agevolazioni fiscali per chi investe in Start Up e PMI innovative	52
4.1.1 La normativa di vantaggio	52
4.1.2 Gli investitori interessati	53
4.1.3 Condizioni per beneficiare delle agevolazioni fiscali	55
4.1.4 Cause di esclusione e cause di decadenza delle agevolazioni fiscali	55
4.2 La convenienza economico-finanziaria di un investimento in una Startup-PMI innovativa	57
4.2.1 Introduzione	57
4.2.2 Indici di bilancio e sostenibilità finanziaria	58
4.2.3 Il ritorno sociale degli investitori e l'impatto emotivo del progetto	59
4.2.4 Rischi e criticità dell' <i>equity-crowdfunding</i>	60
4.2.5 La figura dell'investitore	61
APPENDICE	
5 Elementi tipici del Business Plan secondo le "Istituzioni" (Commercialisti, CONSOB, Borsa Italiana, AIFI, ABI, Accademia) e i modelli innovativi	65
5.1 "Linee guida alla redazione del Business Plan" (CNDCEC)	66
5.2 "Guida al piano industriale" (Borsa Italiana)	73
5.3 Guida A.I.F.I. al Business Plan	79
- Diagramma di Gantt	82

Premessa

Nel presente lavoro sarà dapprima illustrata la normativa di riferimento, quindi, verrà tracciato il processo sottostante una operazione di *equity-crowdfunding* ed infine saranno trattati gli aspetti più rilevanti dal lato dell'emittente e quelli dal lato del potenziale investitore, vale a dire:

- le principali peculiarità di un *Business Plan* per rappresentare efficacemente l'iniziativa imprenditoriale a potenziali terzi finanziatori;
- le regole di *corporate governance* di cui lo statuto di un emittente deve tener conto per gestire adeguatamente gli effetti di un azionariato a maggior base partecipativa;
- le agevolazioni fiscali dirette ad incentivare l'investimento in start-up e PMI innovative;
- le valutazioni di opportunità e convenienza di un ipotetico investitore.

1 Introduzione ai temi trattati

L'economia collaborativa (altresi nota come *sharing economy*), a livello mondiale, sta facendosi sempre più spazio mettendo in discussione modelli consolidati di produzione e consumo¹.

Una delle forme in cui lo spirito collaborativo e partecipativo si sta affermando anche in Italia con maggiore intensità, è rappresentata dal *crowdfunding*: una nuova forma di finanziamento di progetti ed idee basata sulla grande potenzialità della rete di interconnettere gli individui².

In questo ambito di particolare interesse è l'*equity-crowdfunding*.

Con il termine *crowdfunding* si indica il processo con cui più persone ("folla" o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet ("piattaforme" o "portali") e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa³.

Rispetto alla forma *donation* (dove un progetto civico o artistico raccoglie denaro sotto forma di liberalità) o *reward* (nelle quali i proponenti dell'iniziativa offrono un premio o una specifica ricompensa non in denaro in funzione dell'apporto che riceveranno dai sostenitori), l'*equity-crowdfunding* prevede che il finanziatore ot-

1 Per un inquadramento teorico di questa nuova meta-struttura economica si rimanda a Don Tapscott ed Antony D. Williams nel testo *Wikinomics. How Mass Collaboration Changes Everything*, Rizzoli-Etas, 2007.

2 Una suggestiva analisi su come il *Commons collaborativo* potrebbe progressivamente trasformare, in modo radicale, il nostro modo di organizzare la vita economica e sul contributo recato dall'espansione delle attività di finanziamento agevolate dal web ci viene offerta da J. Rifkin nel suo recente *"La società a costo marginale zero"*, Mondadori, 2014.

3 Piattaforme come Kickstarter, Indiegogo o Kapipal hanno mosso svariate centinaia di milioni di dollari.

tenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale⁴. In sintesi, il *crowdfunding* è definito "*equity-based*" quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa.

La possibilità che viene data ad una start-up o una PMI di presentarsi ad un vasto pubblico di potenziali investitori e raccogliere le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione del piano industriale, è un cambio di paradigma nella fase d'avvio e di sviluppo di un'impresa⁵.

Secondo i metodi tradizionali, chi avvia una *start-up* ed ha necessità di reperire risorse finanziarie, in mancanza di congrue garanzie, si scontra con le difficoltà di accesso al credito bancario. Neppure l'ottenimento di contributi pubblici/finanziamenti agevolati, sebbene in possesso dei requisiti previsti, è agevole, in quanto – nella generalità dei casi – è necessario anticipare le spese e non vi è alcuna certezza sui tempi di erogazione. Anche i premi offerti dalle numerose competizioni dedicate a far emergere i migliori talenti, difficilmente sono calibrati sulle effettive esigenze dei partecipanti ma sono, più spesso, semplici incentivi.

Tramite l'utilizzo di questo strumento, chi ha avviato una start-up, se in possesso di un'idea innovativa convincente e di un team adeguato, può cercare di superare queste difficoltà, proponendo al pubblico la condivisione dei successi attesi attraverso la partecipazione al capitale.

L'*equity-crowdfunding*, infatti, sposta l'enfasi sulle idee e sulle persone che, se meritevoli, possono raccogliere le risorse finanziarie occorrenti. Per di più, il meccanismo di validazione del modello d'impresa da parte della comunità on-line, in una prospettiva di breve termine, potrebbe assurgere a rating utilizzabile dalle banche per concedere affidamenti a realtà altrimenti difficilmente finanziabili. Potrebbero, inoltre, essere erogati finanziamenti ancorati ad un multiplo del capitale versato in un'ottica di rafforzamento complessivo dell'iniziativa.

In una prospettiva di lungo periodo, si può scorgere nella normativa dedicata allo sviluppo dell'*equity-crowdfunding*, un seme che può originare cambiamenti di ben più ampia portata nei modelli culturali radicati nel nostro sistema imprenditoriale.

4 Invero, anche altre forme di *Alternative Finance* si stanno sviluppando con tassi di crescita sorprendenti. Ne sono un esempio il P2P Lending ed altre varianti ibride del crowdfunding. Per un inquadramento dei diversi modelli applicabili si rimanda alla Guida predisposta dalla Commissione UE "*Crowdfunding explained*" consultabile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/index_en.htm.

5 Robert Shiller (Premio Nobel 2013 in Economia), in un famoso articolo pubblicato nel 2012 sul New York Times "*Democratize Wall Street, for Social Good*" ha paragonato il fenomeno del crowdfunding alla nascita dei mercati finanziari (New York bill del 1911) come li conosciamo oggi.

Con la democratizzazione dell'economia, intesa come accesso diretto dei cittadini alle opportunità di investimento e come accesso diretto delle start-up e delle PMI alle disponibilità finanziarie in cerca di allocazione, la raccolta di capitali, inevitabilmente, passerà attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti.

Il filtro della meritocrazia inoltre, farà sì che, progressivamente, scienza e tecnologia diventino il vero traino dell'economia. Nel contempo è realistico aspettarsi, anche su progetti di minori dimensioni, dossier (piano d'impresa *in primis*) di qualità più elevata rispetto agli attuali e ciò si accompagnerà ad una crescente maturità della classe imprenditoriale che dovrà farsi sempre più sensibile ai temi della trasparenza informativa e della verificabilità dei dati.

Altri effetti di non secondaria importanza si potranno osservare nel graduale superamento di due limiti storicamente connaturati alle PMI italiane: il nanismo e la compagine sociale ristretta. Con l'equity-crowdfunding, infatti, le società disporranno di mezzi propri (patrimonio netto) appropriati alle dimensioni dell'investimento che si troveranno ad affrontare e tali mezzi perverranno da una moltitudine di soggetti (fra i quali, per obbligo, gli investitori professionali) che, con ogni probabilità, non si limiteranno ad un mero coinvolgimento nel capitale ma apporteranno competenze, relazioni e funzioni di controllo. Certo, alcune criticità potranno sorgere nella gestione della corporate-governance, ma vi sono anche qui le condizioni per poter fare bene: pensiamo alle quote senza diritto di voto come pure a un rappresentante comune dei quotisti, senza dimenticare le *best practice* in uso sui mercati azionari (bilanciamento di responsabilità amministrative e di controllo) alle quali comunque sarà doveroso ispirarsi.

L'equity-crowdfunding, infine, presenta molte analogie con un'offerta pubblica iniziale o IPO (dall'inglese Initial Public Offering) perciò sarebbe giusto vederlo come un primo approccio ai mercati finanziari che, nel tempo, potrà dare vita a una nuova generazione di imprese il cui sbocco naturale sarà con elevate probabilità, dapprima, l'ammissione alla quotazione su mercati minori (dedicati ad esempio alle piccole e medie imprese, tipo l'AIM Italia), e successivamente il *listing* su mercati regolamentati maggiori (tipo l'MTA di Borsa Italiana o mercati esteri equivalenti).

Nella tabella che segue si pongono a confronto i benefici e gli oneri tipici di un'operazione di equity-crowdfunding per l'impresa emittente.

Benefici		Costi
Equity financing	Raccolta delle risorse finanziarie nella forma di mezzi propri (c.d. capitale "paziente") e, pertanto, in grado di sostenere la fase di sviluppo d'impresa o il lancio di un nuovo prodotto.	Si tratta di un'operazione di natura straordinaria (raccolta di nuovo capitale e rischio) che incide sui diritti patrimoniali e amministrativi della nuova compagine sociale.
Fast track	Dal set-up dell'offerta al suo <i>closing</i> intercorrono mediamente 6 mesi di tempo e si pongono le basi culturali per la successiva fase di <i>expansion</i> .	Devono essere resi pubblici il piano industriale, le strategie aziendali e, sebbene tutelati dalla legislazione nazionale/UE, la proprietà intellettuale.
Low cost	I costi dell'operazione sono contenuti, trasparenti e collegati al buon esito dell'operazione di raccolta. Tendenzialmente sono rappresentati dalla commissione richiesta dal portale per l'offerta al pubblico degli strumenti di capitale dell'emittente (quasi sempre <i>success fee</i>), e dagli oneri bancari per la tenuta del c/c vincolato. Eventuali altre spese professionali come l'avvocato, il commercialista, il video-maker, etc. sono a discrezione dell'emittente.	Ai fini del raggiungimento dei target di raccolta è opportuno sostenere l'offerta con un'intensa attività di comunicazione (a titolo esemplificativo: interviste, partecipazione ad eventi, utilizzo di social network/ web community, ecc.).
Focus on business	Trattandosi di un'offerta pubblica, ogni nuovo contatto con potenziali investitori non "distrarre" il management dalla gestione dell'azienda/progetto (il dossier informativo è pubblico e disponibile sul portale)	Occorre essere preparati a gestire il passaggio da una compagine azionaria, generalmente ristretta, ad una più allargata. Ne consegue, ad esempio, la possibilità di recepire clausole statutarie per la tutela delle minoranze, di nominare nel C.d.A. componenti espressione delle minoranze, di istituire organismi di controllo (revisore unico o sindaci), etc.
Market validation	Il buon esito dell'operazione di raccolta on-line rappresenta un significativo test di mercato "sull'appetibilità" di nuovi prodotti/servizi proposti al mercato.	
Valuable network	Le relazioni/contatti che si producono con la pubblicazione dell'offerta on-line creano valore per l'azienda. Ne consegue la genesi di investitori e di semplici persone/curiosi che potenzialmente potranno trasformarsi in clienti, fornitori, dipendenti, collaboratori, "ambasciatori" del prodotto/servizio dell'emittente, ecc.	L'accesso al mercato dei capitali richiede un cambiamento culturale soprattutto dell'imprenditore in termini di: maggiore trasparenza verso i vari stakeholder dell'azienda (ad esempio, la rendicontazione sul progetto imprenditoriale (milestone raggiunti), l'informativa periodica finanziaria, i fatti più salienti, ecc.).
Shareholder+	All'interno delle relazioni/contatti susseguenti alla conclusione di una campagna di equity crowdfunding si creano frequentemente rapporti con persone e/o partner industriali-portatori di competenze, esperienze e relazioni in grado di supportare la crescita aziendale.	La pubblicazione di dati/informazioni relative ai curricula alle caratteristiche e ai tempi di rilascio del prodotto/servizio, alla protezione della proprietà intellettuale, alle analisi di mercato, alla disclosure su eventuali partner industriali/finanziari richiede assunzione di responsabilità da parte degli offerenti. È essenziale evitare la diffusione di target irraggiungibili.
Rating upgrade	La validazione di una nuova iniziativa imprenditoriale da parte di una comunità di investitori on-line rafforza la credibilità (soprattutto in termini di capitalizzazione) dell'emittente nei confronti del sistema bancario e agevola l'accesso ad ulteriori fonti di finanziamento.	Il mercato "si fonda" sulla fiducia.

2 Le principali caratteristiche di un'operazione di *equity-crowdfunding*

L'Italia è stato il primo Paese in U.E. ad essersi dotato di una normativa specifica sull'*equity crowdfunding*. Il processo ha ufficialmente preso il via il 18 ottobre 2012 con l'emanazione del D.L. n.179 (c.d. «decreto crescita bis») e si è sostanzial-

mente completato il 26 giugno 2013, con l'approvazione del Regolamento Consob di cui alla delibera n.18592.

A partire dal 2012, dunque, il Governo italiano si è impegnato nella messa a punto di una normativa organica volta a favorire la nascita e la crescita dimensionale di nuove imprese innovative ad alto valore tecnologico⁶. Come sopra accennato, il momento di avvio di questa policy è identificabile nel Decreto Legge 179/2012, noto anche come "Decreto Crescita 2.0", recante "*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*" (L. conv. n. 221 del 18 dicembre 2012) che ha introdotto nell'ordinamento giuridico italiano la definizione di nuova impresa innovativa ad alto valore tecnologico, la *startup innovativa*.

In via del tutto inedita, in favore di questa tipologia di impresa è stato predisposto – senza operare distinzioni settoriali o porre limite alcuno legato all'età dell'imprenditore – un consistente corpus normativo (artt. 25-32) che prevede nuovi strumenti e misure di vantaggio che incidono sull'intero ciclo di vita dell'azienda, dall'avvio alle fasi di crescita, sviluppo e maturazione.

In particolare, alle imprese in possesso dei requisiti previsti dalla normativa sono concesse agevolazioni di natura civilistica, giuslavoristica e fiscale oltre che l'accesso in maniera semplificata, gratuita e diretta al Fondo Pubblico di Garanzia per le PMI⁷.

Una delle novità di maggiore interesse introdotte dal D.L. n. 179/2012 è rappresentata dalla possibilità per le start-up innovative di ricorrere all'*equity-crowdfunding*, la cui regolamentazione di dettaglio è stata predisposta dalla Consob con la Delibera n.18592 del 26 giugno 2013. Con questo strumento, infatti, le start-up innovative possono avviare campagne di raccolta di capitale diffuso, attraverso portali online a ciò autorizzati. La limitazione alle sole start-up innovative, riconducibile al comprensibile desiderio di avviare una sperimentazione inizialmente circoscritta dello strumento è stata, in parte, già superata con l'allargamento alle *PMI innovative* (previsto dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, noto come "Investment Compact", L. conv. n.33 del 24 marzo 2015) che ha introdotto anche altre innovazioni tese a facilitare la diffusione dell'*equity-crowdfunding*, tra cui, l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli offerenti potenziali (anche OICR e alle altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e PMI⁸ innovative) e degli strumen-

6 Per una panoramica completa della policy a sostegno delle start-up innovative si rimanda alla *Scheda di Sintesi* periodicamente aggiornata dal MISE e consultabile, insieme alla Normativa di Settore, Guide, Pareri e Link utili all'indirizzo:

<http://www.sviluppoeconomico.gov.it/index.php/it/impresa/competitivita-e-nuove-imprese/start-up-innovative>.

7 Alle start-up innovative è dedicato il Quaderno n.56 della Scuola di Alta Formazione dell'ODCEC di Milano al quale si rimanda per una rassegna completa della normativa di vantaggio.

8 Rientra nella nozione di PMI Innovativa, ai sensi dell'art. 4, comma 1, D.L. 3/2015, la società che:

- impiega meno di 250 addetti e rispetta almeno uno dei seguenti limiti: fatturato inferiore a 50 milioni di euro all'anno totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro (Come previsto dalla disciplina comunitaria giusta Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003, n.2003/361/CE);
- ha certificato l'ultimo bilancio e l'eventuale consolidato;
- non è iscritta nel Registro speciale delle start-up innovative;

ti finanziari potenzialmente oggetto di offerta (azioni e quote di OICR). Resta esclusa, al momento, la possibilità di ricorrere al *crowdfunding* per titoli di debito, essendo ammessa soltanto la raccolta di capitali di rischio.

In forza di una deroga all'art. 2468 Cod.Civ., anche le quote di partecipazione in start-up o PMI innovative costituite in forma di S.r.l., possono formare oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

In pratica, ci si trova ad attuare un aumento di capitale a pagamento, mediante emissione di nuove partecipazioni (quote, ma anche azioni) da offrire in sottoscrizione a terzi per mezzo di internet. Valgono, in proposito, tutte le normali regole del diritto societario e tributario, con la precisazione che il Legislatore, nel delegare l'emanazione di un apposito Regolamento alla Consob, ha inteso creare un ambiente affidabile e dotato di un sistema di protezione particolarmente robusto, a tutela degli investitori non professionali.

Si prospetta, pertanto, un'operatività a regime di questo strumento piuttosto ampia sia per la platea dei potenziali offerenti che per quella dei potenziali investitori.

Stanti le necessità di adeguare e integrare il proprio Regolamento alle novità introdotte dal Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 (che ha ampliato l'ambito soggettivo degli offerenti potenziali e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta tramite portali on-line), a circa 2 anni dalla sua entrata in vigore, la Consob ha avviato un'ampia riflessione sull'impianto regolamentare, aprendo una consultazione pubblica sulle proposte di modifica al fine di raccogliere anche le considerazioni da parte degli operatori del settore. Detta consultazione, aperta lo scorso 19 giugno 2015, ha visto l'ampia partecipazione dei diversi *stakeholders*. Il processo di revisione regolamentare "aperto" si è concluso il 24 febbraio 2016, con la delibera n. 19520 di approvazione delle modifiche regolamentari.

Tale processo di revisione della normativa secondaria si è ispirato alle migliori *best practices* internazionali in tema di qualità della regolamentazione, quali: significativa collaborazione interistituzionale (MISE, MEF, Consob), ricorso alle metodologie e agli strumenti per una migliore regolamentazione (analisi dei dati, consultazione, *drafting* chiaro e sintetico, minimizzazione degli oneri amministrativi), costante partecipazione e confronto con soggetti potenzialmente interessati dalla disciplina (gestori di portali, imprese innovative in start-up, investitori *retail*, investitori professionali).

- è in possesso di almeno due dei tre seguenti requisiti: I) spese in R&S pari ad almeno il 3% del maggiore tra valore e costo della produzione; II) impiegare personale altamente qualificato (almeno 1/5 dottori di ricerca o almeno 1/3 con laurea magistrale); III) essere titolare/depositario/licenziatario di almeno un brevetto o un software registrato presso il Registro pubblico della SIAE, purché tale privativa sia direttamente afferente all'oggetto sociale e all'attività dell'impresa;
- non ha azioni quotate in mercati regolamentati (possibilità di quotazione su MTF).

Tra le principali innovazioni del nuovo testo regolamentare si segnalano: l'ampliamento dell'ambito soggettivo degli offerenti e degli strumenti finanziari potenzialmente oggetto di offerta come pure l'ampliamento del novero dei soggetti legittimati a sottoscrivere una quota dell'offerta in qualità di investitori professionali ai fini del perfezionamento della stessa. Sono state ammesse, infatti, due nuove categorie: a) gli "investitori professionali su richiesta", così come definiti dalla disciplina europea sulla prestazione dei servizi di investimento (MiFID); b) gli "investitori a supporto dell'innovazione", identificati da Consob sulla base di criteri oggettivi. Viene, inoltre, introdotta la possibilità (*opt-in*), per i gestori che si dotino dei necessari requisiti organizzativi, di effettuare la necessaria valutazione di appropriatezza nei confronti degli investitori direttamente sul portale consentendo così lo svolgimento delle operazioni di investimento totalmente on-line. In tal caso le banche e le imprese di investimento cureranno esclusivamente la costituzione della provvista e l'esecuzione delle operazioni (senza necessità di stipulare un contratto quadro in forma scritta).

A partire dal 29 luglio 2013, inoltre, è stata data la possibilità ai Gestori di Portali di iscriversi al Registro istituito ex art.50-*quinquies* del TUF ed un primo operatore è stato autorizzato il 18 ottobre 2013. Attualmente risultano iscritti 18 gestori di portali nella sezione ordinaria del Registro ed uno in quella speciale⁹. Di questi, sono 10 quelli ad aver già proposto on-line offerte pubbliche¹⁰. Complessivamente, dall'avvio del mercato, il sistema ha generato in Italia un volume di raccolta intorno ai 3,7 milioni di euro. In materia, la Banca Mondiale stima per il 2025 una raccolta di oltre 90 miliardi di euro/anno sul pianeta¹¹.

Le premesse per poter fare di questo "nuovo" strumento, un volano che permetta all'innovazione di rappresentare un determinante fattore di crescita economica e sociale del Paese, ci sono tutte: sono stati creati gli strumenti adatti (l'equity-crowdfunding è solo una delle agevolazioni connesse all'essere start-up o PMI innovativa) ed è stata definita una cornice legislativa significativa ed adeguata, sicuramente da sperimentare ma coerente con le diverse esigenze dei diversi attori chiamati a supportare lo sviluppo economico e il necessario cambiamento culturale del nostro Paese.

Si prospetta, pertanto, un'operatività a regime di questo strumento piuttosto ampia sia per la platea dei potenziali offerenti che per quella dei potenziali investitori.

9 Il Registro dei portali di equity-crowdfunding autorizzati ad operare in Italia è costantemente aggiornato da Consob e consultabile all'indirizzo: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/gestori-equity-crowdfunding>.

10 I numeri e le statistiche sul nascente mercato dell'equity-crowdfunding in Italia sono misurati settimanalmente dall'Osservatorio istituito dal Politecnico di Milano (Dipartimento di Ingegneria Gestionale) che monitora il fenomeno dal 2013 e sono consultabili all'indirizzo: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it>.

11 È un dato che riguarda l'intero comparto del crowdfunding a livello globale, non limitato all'equity-invest, anche se questo è visto come il più promettente come tassi di crescita e capace di superare il tradizionale venture capital. Il Report della World Bank "*Crowdfunding's potential for the developing world*" è consultabile all'indirizzo: http://www.infodev.org/infodev-files/infodev_crowdfunding_study_0.pdf

Ambito soggettivo dei potenziali offerenti	Riferimenti normativi	Tetto massimo
Start-up innovativa e start-up a vocazione sociale	Art.25, c.2 e 4 DL n.179/2012	
Start-up turismo	Art.11-bis DL n.83/2014	
PMI innovativa	Art.4, c.1, DL n.3/2015	Fino a 5 €/Mln
OICR che investe prevalentemente in start-up e in PMI innovative	Art.1, c.2, lett.e) DM-MEF 30.1.2014	
Società di capitali che investe prevalentemente in start-up e in PMI innovative	Art.1, c.2, lett.f) DM-MEF 30.1.2014	

Ambito soggettivo dei potenziali investitori	Riferimenti normativi	Quota sottoscrivibile
Qualunque Persona fisica e Qualunque persona giuridica	Art.17, c.3, Reg.Consob n.19520/2016 e regime opzionale di cui all'Art.13, c.5-bis, Reg.Consob n.19520/2016	Non più del 95% dell'ammontare della raccolta
Fondazioni bancarie	Art.2 D.Lgs n.153/1999; Legge n.218/90	
Incubatori "certificati"	Art.25, comma 5, DL N.179/2012	
Investitori "professionali": Clienti professionali privati di diritto e Clienti professionali privati su richiesta	All. 3, Punti I e II del Reg. Consob n.16190/2007	Non meno del 5% dell'ammontare della raccolta
Clienti professionali pubblici di diritto e Clienti professionali pubblici su richiesta	Art. 2 e 3 del DM-MEF n.236/2011	
Investitori "a supporto dell'innovazione"	Art.24, c.2, Reg. Consob n.19520/2016	

Le principali caratteristiche di un'operazione di equity-crowdfunding possono essere ricondotte alle seguenti:

- l'offerta, per un corrispettivo totale inferiore a 5.000.000 €¹² - soglia prevista dalla Direttiva Prospetto e dall'art. 34-ter, comma 1, lettera c, Reg. Emittenti Consob - può essere proposta a terzi solo attraverso portali on-line. L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali on-line è un'attività riservata a:
 - banche e imprese di investimento ("gestori di diritto"), che non necessitano di autorizzazione specifica, ma sono annotati nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob;
 - gestori "autorizzati" dalla Consob e iscritti nella sezione ordinaria del registro. Per tali soggetti la disciplina prevede: i) l'esenzione rispetto alle regole MiFID «comuni» (art. 50 *quinquies*, comma 2, del TUF) relative allo svolgimento dei servizi di investimento (regole di comportamento, artt. da 21 a 25-bis del TUF e prestazione a distanza, art. 32 del TUF), giacché per essi le regole di condotta ad hoc, da rispettare nelle relazioni con gli investitori, sono quelle definite dalla Consob (art. 50 *quinquies*, comma 5, lettera d, del TUF). ii) Il divieto di detenere i fondi raccolti (art. 25 del Regolamento Consob n.18592 del 2013). Il gestore del portale assicura che,

¹² Cfr. Art.100-ter, c.1, TUF e Art.34-ter, lett c) Regolamento Emittenti adottato da Consob con Delibera n.11971 del 14 maggio 1999.

per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile destinato all'offerente acceso presso banche e imprese di investimento (intermediari di deposito). iii) Il divieto di esecuzione degli ordini con obbligo di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento (perfezionamento degli ordini dei clienti a cura di intermediari autorizzati: art.50 *quinquies*, comma 2, del TUF).

- I portali devono mettere a disposizione degli investitori le informazioni sulle start-up/PMI innovative e sulle singole offerte attraverso apposite schede redatte secondo il modello standard previsto dal Regolamento Consob¹³ (max 5 pagine per favorire la diffusione delle informazioni sulle singole offerte, la comparabilità delle stesse nonché la riduzione delle asimmetrie informative). Sulle informazioni relative alle singole offerta non è previsto alcun procedimento di approvazione da parte della Consob. Rilevano tra le informazioni da fornire agli investitori specifici obblighi di *disclosure* quali: il Business Plan¹⁴ dell'offerente, i *curriculum vitae* dei promotori/organi sociali, i rischi specifici dell'offerta, l'informativa contabile, etc.¹⁵
- Gli investitori, prima di poter generare un ordine di sottoscrizione, devono effettuare un "percorso di investimento consapevole" da cui risulti la presa visione delle informazioni e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento¹⁶. Le somme raccolte sono detenute in un c/c indisponibile destinato all'offerente presso una Banca/impresa di investimento. Ad essi, inoltre, si applicano le tutele previste dalla MiFID (identificazione e profilatura) per investimenti di importo superiore a determinate soglie, singolarmente o su base annuale¹⁷, sempreché il gestore non abbia scelto di procedere direttamente alla verifica del livello di esperienza e conoscenza necessario agli investitori¹⁸. Laddove, invece, i gestori di portali non scelgano (*opt-out*) di effettuare la valutazione di appropriatezza, è stata eliminata¹⁹ la necessità di somministrare un questionario comprovante la piena comprensione delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti (duplicazione delle attività che, in tali casi, le banche e le imprese di investimento dovranno continuare a svolgere nei confronti degli investitori in applicazione della "disciplina MiFID").

13 Cfr. Allegato 3, Reg. Consob n.19520/2016.

14 In estrema sintesi il business plan (o piano d'impresa) è il documento che riporta gli obiettivi, le finalità e le strategie dell'attività che l'imprenditore intende svolgere in futuro. Il business plan è un documento prospettico riferito a un orizzonte temporale di 3 - 5 anni in cui l'imprenditore formula i propri obiettivi e le modalità con cui intende raggiungerli. Esso è composto da vari documenti che illustrano in maniera dettagliata le prospettive di sviluppo dei diversi ambiti aziendali, tra cui: il piano degli investimenti, il piano economico, il piano patrimoniale e il piano finanziario. Nel business plan occorre anche tener conto dell'evoluzione di fattori esterni quali il mercato di riferimento, il contesto macroeconomico dell'ambiente, il posizionamento strategico rispetto ai concorrenti.

15 Cfr. Artt.15, 16, Reg. Consob n.19520/2016.

16 Cfr. Art.15, Reg. Consob n.19520/2016.

17 Cfr. Art.17, Reg. Consob n.19520/2016.

18 Cfr. Art.13, c.5-bis, Reg.Consob n.19520/2016

19 Cfr. Artt.15, Reg. Consob n.19520/2016.

- Gli strumenti di capitale offerti attraverso il portale possono essere liberati dai nuovi soci esclusivamente con sottoscrizioni in denaro e danno luogo ad un'agevolazione fiscale per l'investitore (con un'intensità diversa in caso di persona fisica o giuridica)²⁰;
- Una quota non inferiore al 5% dell'aumento di capitale deve essere sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori²¹ di start-up innovative "certificati" o da investitori a supporto dell'innovazione²². Per investitori "professionali" s'intendono i clienti professionali privati di diritto e su richiesta nonché i clienti professionali pubblici di diritto e su richiesta mentre, sono definiti "investitori a supporto dell'innovazione" coloro i quali dispongono di un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro, ed hanno effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in start-up innovative o PMI innovative, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro oppure hanno ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in una start-up innovativa o PMI innovativa, diversa dalla società offerente;
- Gli investitori non professionali godono di particolari tutele, quali: il diritto di recesso²³, immotivato e senza spesa, entro 7 giorni dall'ordine di adesione (*ad nutum*) ed il diritto di revoca²⁴ dell'investimento se, durante l'offerta, intervengono fatti nuovi o errori materiali; nonché la previsione negli statuti dell'emittente di specifiche clausole a tutela delle minoranze (*tag-along* e pubblicità dei patti parasociali)²⁵;

In questo contesto, riportando in forma grafica lo schema tipico di un'operazione di equity-crowdfunding, appare evidente il ruolo svolto dal consulente (ruolo che potrebbe essere rivestito anche da un commercialista) con l'obiettivo finale di favorire la conoscenza degli strumenti di finanza innovativa, fra cui un ruolo fondamentale riveste l'equity crowdfunding, il loro utilizzo e, pertanto, la crescita economica del sistema Paese.

20 Cfr. Art. 29 DL 179/2012; DM 30/1/2014; Circ. AdE N.16/E del 11/6/2014; Art.4, c.9, DL 3/2015.

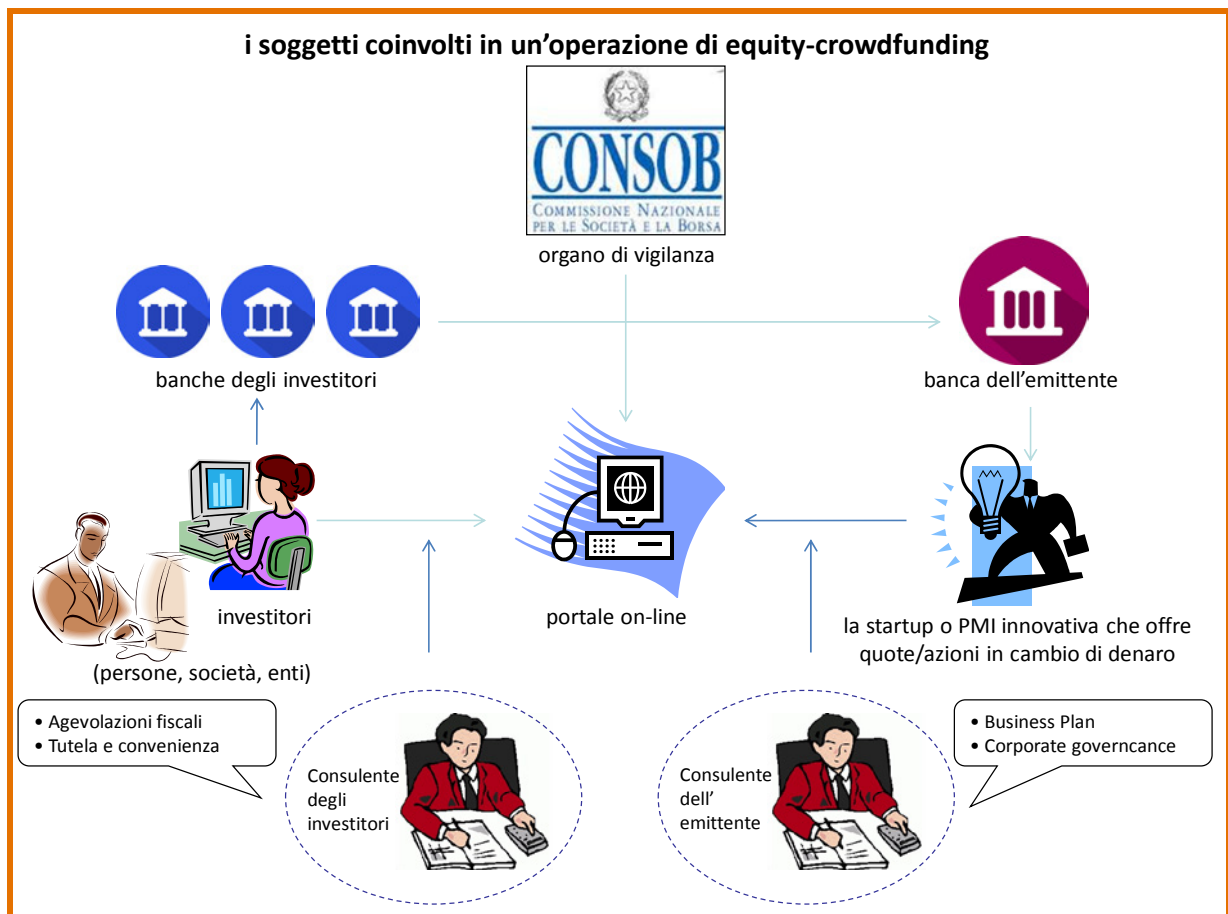
21 In particolare, l'art. 25, comma 5, del D.L.179 del 2012 prevede che l'"*incubatore certificato* è una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una *Societas Europaea*, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, che offre servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di start-up innovative ed è in possesso dei seguenti requisiti: i) dispone di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere start-up innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca; ii) dispone di attrezzature adeguate all'attività delle start-up innovative, quali sistemi di accesso in banda ultralarga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi; iii) è amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e ha a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente; iv) ha regolari rapporti di collaborazione con Università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a start-up innovative; v) ha adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a start-up innovative".

22 Cfr. Art.24, Reg. Consob n.19520/2016

23 Cfr. Art.13, c.5, Reg. Consob n.19520/2016

24 Cfr. Art.25, c.2, Reg. Consob n.19520/2016

25 Cfr. Art.24, Reg. Consob n.19520/2016.



Alla luce di quanto finora detto, una società interessata a raccogliere capitali di rischio attraverso l'equity-crowdfunding dovrà prendere preliminarmente contatti con un gestore di portali²⁶ e, supportata dai propri consulenti, dovrà porre in essere una serie di attività operative/preparatorie che spaziano dalla realizzazione di un breve filmato di presentazione e l'impostazione di una campagna di marketing²⁷, alla predisposizione di un "robusto" Business Plan, per finire con l'assunzione della necessaria delibera dell'assemblea straordinaria di aumento del capitale sociale, previo adattamento dello statuto e formulazione della proposta di investimento (titoli di capitale in cambio di sottoscrizioni in denaro).

In ogni caso, prima di affrontare ogni altra questione, è necessario domandarsi se un'operazione di equity-crowdfunding sia appropriata o meno, in relazione alla specifica fase del ciclo di sviluppo che l'impresa si trova a attraversare. Si consi-

26 I portali on-line, data la corposa normativa da rispettare e i diretti riflessi reputazionali derivanti dalla qualità e dall'esito delle offerte pubblicate, non sono *open*, ossia non consentono agli utenti di caricare in autonomia le offerte ma prevedono generalmente una selezione in entrata basata su criteri propri di ogni Gestore.

27 Ai portali on-line è vietato promuovere il collocamento delle singole offerte pertanto la promozione e la divulgazione dell'offerta è attività propria dell'emittente.

deri, in proposito, lo schema esemplificativo di seguito riportato e relativo al ciclo di lancio di ogni nuovo business:



L'origine è sempre rappresentata da un'idea: in questa fase il neo imprenditore si trova a doverne esaminare la pre-fattibilità, sia dal punto di vista tecnico-scientifico sia da quello della possibile utilizzazione economica, e, se del caso, di proteggerne la proprietà mediante l'utilizzo di strumenti di tutela della proprietà intellettuale (brevetti, marchi, ecc.).

Le risorse finanziarie necessarie possono trovare copertura nei mezzi propri del neo-imprenditore od essere "raccolte" da amici, familiari e simpatizzanti²⁸. Anche le agevolazioni pubbliche alla nuova imprenditoria e i *grant* offerti ai vincitori delle numerose start-up competition nel nostro Paese, rappresentano un valido supporto all'avvio d'impresa.

Il passo successivo, è rappresentato da un'intensa attività di sperimentazione (realizzando un prototipo o la versione beta di un software) e di ottimizzazione, rivolta a comprendere se il team possiede la necessaria competenza ed esperienza (giudizio di fattibilità imprenditoriale), se il prodotto può essere offerto o fabbricato su larga scala (giudizio di fattibilità interna) e se i primi test di mercato restituiscono segnali incoraggianti (giudizio di fattibilità esterna). Alle risorse finanziarie reperite inizialmente possono aggiungersi altre risorse quali a titolo di esempio contributi pubblici/comunitari, l'apporto di investitori terzi (Business Angels²⁹) che intravedono nella realizzazione del progetto la possibilità ottenere ricavi significativi considerato l'elevato tasso di mortalità fisiologica delle startup. In entrambi i casi (finanziamenti e contributi pubblici o trattative con investitori privati) la neo-impresa dovrà presentarsi quantomeno con una prima versione di Business Plan: a quel punto, infatti, risulta oramai chiara la fattibilità complessiva del progetto anche se resta da "costruire" l'impresa vera e propria, mediante l'acquisizione della dotazione tecnica, immateriale ed organizzativa atta al lancio sul mercato dei primi prodotti/servizi.

Ora, per provare a individuare quale possa essere il momento ideale per proporre un'operazione di equity-crowdfunding, occorre considerare le aspettative dei fondatori della società emittente e degli investitori:

- i primi tendono a rimandare l'ingresso di nuovi soci perché sanno che in questo modo potranno puntare al riconoscimento di un più alto valore del proprio progetto e, conseguentemente, a parità di risorse finanziarie richieste, cedere una quota più bassa della società;

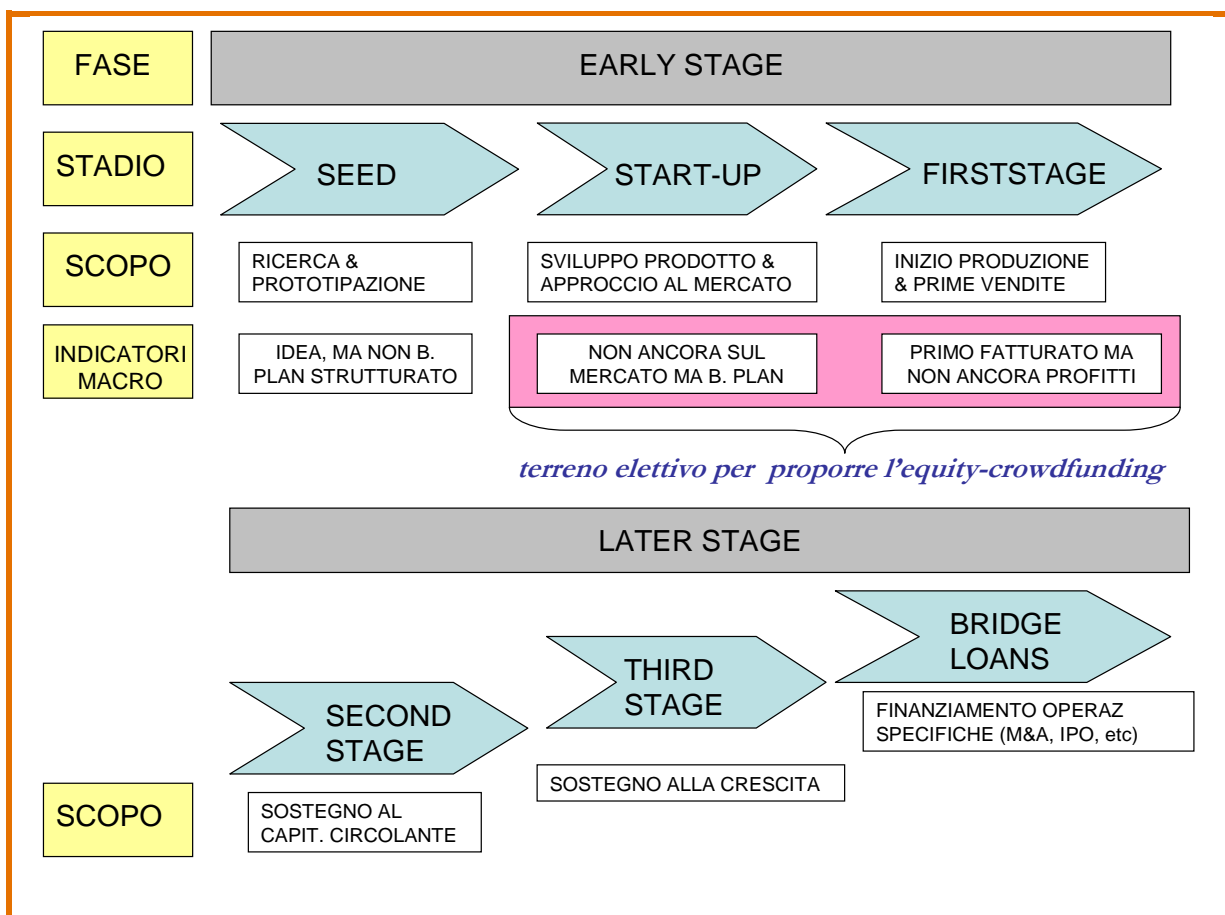
28 Si è soliti identificare queste disponibilità iniziali con il termine "le tre effe", ossia *Family, Friends & Foolish*.

29 I c.d. *Business Angels* sono figure ormai diffuse nel nostro Paese ed anche rappresentati in associazioni nazionali (IBAN, IAG) e club locali (Club degli investitori di Torino, Samba, Custodi di Successo, etc.)

- I secondi sono portati ad investire in progetti che presentino un livello di rischio accettabile, che sarà tanto minore a mano a mano che dalla fase di ricerca e sperimentazione si passa alle prime vendite.

I momenti in cui ci si prepara a lanciare sul mercato un nuovo prodotto/servizio o quello, immediatamente successivo, dove si realizza il primo fatturato, sono quelli più adatti a contemperare le esigenze descritte³⁰. I fondatori sono ormai pienamente convinti delle loro ragioni imprenditoriali e capaci di rappresentarle efficacemente all'esterno, senza dover chiedere ai finanziatori di assumersi oltre al rischio d'impresa, quello di un prodotto che potrebbe non vedere mai luce.

Volendo riportare quanto è stato descritto all'interno degli stadi "classici" con i quali la dottrina aziendalistica inquadra la nascita e lo sviluppo di una nuova azienda sotto il profilo finanziario si può ricorrere alla rappresentazione schematica seguente.



30 Una startup già in utile che punta a reperire nuova finanza per crescere rapidamente all'estero oppure un'azienda biotech che studia una nuova molecola di cui cederà i diritti prima di produrre il farmaco sono soltanto due dei tanti esempi di come, nella realtà, non esista un solo "momento giusto" per ogni operazione di equity-crowdfunding ma ne debba essere verificata caso per caso l'appropriatezza.

Le considerazioni precedentemente svolte mantengono validità anche in rapporto alle PMI anche se, in questo caso, anziché riferirsi alle fasi di nascita e sviluppo di un'azienda occorre rifarsi alle fasi di nascita e sviluppo di un nuovo prodotto.

Una dettagliata ricostruzione di fasi, attività e tempi di un'operazione di equity-crowdfunding è presentata sotto forma di *Diagramma di Gantt* in Appendice mentre, nel prosieguo, si analizzano alcune questioni ritenute di particolare rilievo per il consulente, sia che si trovi ad affiancare l'emittente oppure si ponga a lato dell'investitore.

3 Aspetti operativi lato offerente

3.1 Il Business Plan

3.1.1 Ruolo e caratteristiche del business plan nell'equity-crowdfunding

Il Business Plan³¹ ha attraversato momenti di largo consenso alternati a fasi in cui, non solo tra gli operatori ma anche tra gli accademici, ne è stata messa in discussione la validità.

Ancora oggi le opinioni si dividono tra coloro che non riconoscono alcun vantaggio per l'imprenditore dalla stesura del Business Plan, soprattutto se in fase costitutiva e quelli che, invece, ne sostengono l'utilità. Tra questi, alcuni ne sottolineano la veste conoscitiva, altri ne esaltano l'efficacia come strumento di comunicazione, altri ancora ne difendono la duplice valenza.

Occorre premettere, inoltre, che il Business Plan si è sviluppato dapprima nel mondo operativo, poi ha trovato una collocazione negli insegnamenti universitari riguardanti la Pianificazione e il Controllo, per diventare infine un termine in voga tra quanti vogliono apparire manager esperti.

Questa popolarità si è accompagnata con il proliferare di una fitta letteratura di supporto, prevalentemente di tipo manualistico: la maggior parte dei testi, infatti, sono in prevalenza concepiti e strutturati come vademecum curati da professionisti della materia che propongono, a volte in modo estremamente stringato ed altre eccessivamente prolisso, un'elencazione di tutti i possibili elementi che potrebbero essere inclusi in un Business Plan.

Le istituzioni (CNDCEC, BORSA-ABI, AIFI-PWC) non hanno mancato di far sentire la loro voce all'interno del dibattito su quale sia la veste ideale di un Business Plan, ma finora (anche per la novità della materia), nessuna Istituzione/esperto ha focalizzato la propria attenzione sulle caratteristiche che un tale documento dovrebbe possedere per essere efficace nell'ambito della raccolta on-line di capitali. La redazione di un Business Plan, infatti, è un'attività fortemente condizionata dall'obiettivo per il quale il Piano viene predisposto e dall'interlocutore a cui è rivolto.

31 Altresi noto, in Italia, come Piano d'Impresa o Progetto Industriale.

Una rassegna degli elaborati proposti da fonti istituzionali è riportata in Appendice per eventuali approfondimenti.

Le domande da porsi, allora, riguardano quali siano i fattori informativi, (*Knowledge Driver*) della prima fase di *screening* di un investitore in equity-crowdfunding, se questi siano diversi da quelli di un tradizionale venture capitalist e se è possibile adattare il contenuto di tale documento in modo che il destinatario possa avere le informazioni che effettivamente gli interessano.

Il ruolo del Business Plan come strumento di comunicazione con soggetti esterni alla compagine aziendale è indiscusso: rappresenta il documento centrale mediante il quale l'imprenditore è in grado di definire il complesso dei fabbisogni che si creano a livello d'impresa per effetto dell'investimento ed i ritorni finanziari da esso realizzabili nel tempo. Su queste informazioni si basano le valutazioni del finanziatore, sulla capacità di credito di un'azienda nel medio-lungo periodo nonché sulla redditività e rischiosità del progetto.

Consob ha voluto certificare il c.d. "ruolo conoscitivo" svolto dal Business Plan prevedendone l'obbligatorietà per le società che vogliano proporre un'offerta pubblica mediante un portale on-line³². Ad esse viene chiesto di rendere consultabile un Business Plan dal quale l'analista esterno possa evincere tutti gli elementi per la valutazione dell'iniziativa proposta. La locuzione utilizzata, "*elementi tipici di un Business Plan*", se, da un lato, è utile per affermare la normale prassi con la quale un'azienda si presenta in pubblico, dall'altro, potrebbe generare qualche incertezza operativa essendo – come già detto – la materia fortemente dibattuta in dottrina e fra gli operatori.

Ciò detto, prima di analizzare i contenuti che dovrebbe avere un *Business Plan* riferito ad un'operazione di raccolta on-line di capitali, appare prioritario considerare il processo con il quale tale offerta viene portata all'attenzione del pubblico.

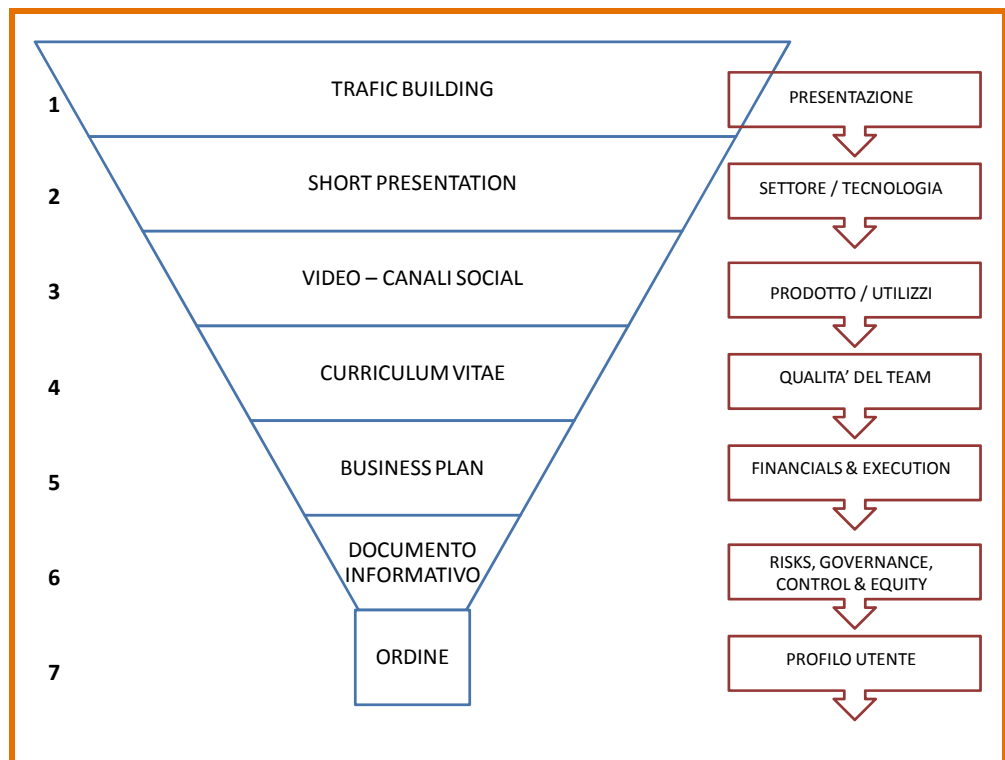
La popolazione di utenti di un portale di equity-crowdfunding, viene alimentata dalle attività di comunicazione e divulgazione proprie del portale stesso (notizie, studi, tools, copertura mediatica, social network, convegnistica, etc.) e dalle community che ciascuno degli emittenti ha generato/è in grado di generare attraverso l'offerta. Questo pubblico di potenziali sottoscrittori che include anche gli investitori professionali, si presenta particolarmente variegato per età, interessi, competenze tecniche e disponibilità economiche. Per il successo dell'offerta è essenziale aver ben presenti le specificità, le caratteristiche e gli obiettivi della propria community: in assenza, anche un valido progetto rischia di non raggiungere gli obiettivi di raccolta prefissati.

Se, da un lato, non sarà il solo Business Plan a stimolare l'investimento in un progetto imprenditoriale innovativo, dall'altro, nessuno investe il proprio denaro in

32 L'Art.15 del Regolamento Consob n.19520/2016 rubricato *Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali* impone al Gestore di un Portale di fornire, tra le altre informazioni riguardanti l'Emittente, almeno i contenuti tipici di un Business Plan che devono, inoltre, trovare spazio nel prospetto informativo di cui all'Allegato 3 dello stesso Regolamento.

una società, soprattutto se di recente costituzione, se prima non ne ha capito il settore di operatività, i punti di forza, gli obiettivi, la reputazione del promotore, ecc..

Si prendano in considerazione gli *step* che portano dalla semplice visita di un utente generico su un portale di equity-crowdfunding, allo sviluppo di una "conversione", ossia alla decisione d'investire: in gergo questo percorso, si chiama "funnel" e assume la forma di un imbuto perché il numero di contatti/opportunità si assottiglia mano a mano che si approfondiscono i contenuti della proposta imprenditoriale e può essere rappresentato con a fianco gli impulsi che spingono a procedere al livello successivo:



Una volta pubblicata on-line una proposta d'investimento, questa si trova a misurarsi con tutte le altre offerte presenti in quel dato momento sul web (fase di *Traffic Building*). La presentazione (o meglio, l'evento di lancio dell'offerta) è già di per sé importante perché, all'interno del portale che la ospita, gli utenti già registrati, essendo favorevoli a considerare questa tipologia di *asset class*, con ogni probabilità saranno incuriositi dalla novità. Per i contatti derivanti dalla *community* dell'emittente, invece, un primo scoglio da superare può essere dato dalla novità dello strumento³³.

33 Magari perché si aspettano, a fronte di un apporto finanziario, di ricevere un esemplare della prima pre-serie prodotta anziché una partecipazione al capitale.

La *landing page* di ogni portale espone, per ogni offerta pubblicata, un'immagine accompagnata da una descrizione sintetica del progetto e da alcuni dati generali (*funding* richiesto, quota offerta, data di scadenza, avanzamento della raccolta, etc.). In questo senso, già il settore di attività in cui opera l'azienda (green economy, ict, biotech, etc.) può rappresentare il discrimine per la scelta di voler leggere la presentazione breve (c.d. *Short Presentation*) di circa venti righe oppure no.

I video rappresentano uno strumento di comunicazione primaria nel web 2.0 perciò la scelta successiva dell'utente consiste, normalmente, nella visualizzazione del *pitch* dell'azienda. È abbastanza ovvio che nei 2/3 minuti di durata del filmato, l'Offerente deve essere in grado di trasmettere al destinatario le ragioni per le quali (*reasons why*) può valer la pena considerare l'opportunità di investire: prodotto/servizio proposto, bisogni soddisfatti, prospettive di crescita etc. In quest'ottica, se attratto dalla proposta, l'utente vorrà capire da chi è composto il team dei fondatori (fase dei Curriculum Vitae) e se dispone delle competenze e delle esperienze richieste dal tipo di progetto³⁴. Nel caso di una nuova iniziativa, le qualità del team rappresentano talvolta l'unico "biglietto da visita" del progetto, specialmente quando si tratta di un business innovativo e con elevato contenuto scientifico progettuale. È normale quindi che l'attenzione degli investitori si concentri su team competenti, credibili, trasparenti e con esperienza nel settore³⁵.

È solo dopo aver considerato il settore di attività, visto il prodotto/servizio proposto ed apprezzate le qualità del team imprenditoriale che un normale utente del portale può decidere di voler comprendere meglio i programmi di sviluppo dell'azienda, consultandone il Business Plan.

Il suo contenuto deve rispondere almeno alle seguenti domande:

- come nasce e cosa fa l'azienda?
- chi sono i fondatori e i collaboratori attuali?
- esiste un mercato e come si pensa di posizionarsi al suo interno?
- è stato approntato un efficace piano tecnico, di marketing, e organizzativo?
- quali investimenti saranno fatti con il denaro raccolto? eventuali altre fonti di copertura previste sono adeguate?
- le proiezioni economico-finanziarie simulate sono realistiche e potenzialmente attrattive?

34 Giova ricordare che i curriculum vitae degli amministratori e la descrizione degli organi sociali fanno parte del set informativo riguardante l'Emittente da riportare nel prospetto informativo di cui all'Allegato 3 del Regolamento Consob n.19520/2016.

35 I passi successivi che portano alla generazione dell'ordine consistono, di norma, nella consultazione del documento informativo (dove sono riepilogate le informazioni sull'offerta, sull'emittente, sugli strumenti finanziari proposti e rischi connessi) e la risposta ad un questionario per accertare la consapevolezza dell'investitore sul tipo di operazione che sta effettuando ma questi adempimenti possono agire solo in termini dissuasivi e fare abbandonare l'idea, non incidono sulla eventuale scelta di aderire.

- la percentuale di partecipazione (e quindi il complesso dei diritti patrimoniali e/o amministrativi) che deriva dalla sottoscrizione del capitale di rischio dell'offerente è congrua?
- ci sono rischi di insuccesso e come sono gestiti³⁶?

L'obiettivo fondamentale del Business Plan, stando alla Dottrina aziendalistica³⁷, è di formulare per il team imprenditoriale le ipotesi di fattibilità del progetto (*autovalutazione*), di svilupparle ampiamente e di trasmettere ai diversi interlocutori interessati (*comunicazione*) le informazioni necessarie per consentire loro di esprimere un giudizio quanto più completo su quattro aspetti fondamentali per la valutazione del progetto: (i) fattibilità imprenditoriale, (ii) fattibilità sul piano esterno, (iii) fattibilità sul piano interno e (iv) fattibilità economico-finanziaria e patrimoniale. Tutto questo, prescinde dagli aspetti formali riguardanti la complessità e la profondità da dare al documento o la sua lunghezza³⁸, che possono variare anche sensibilmente secondo il tipo di impresa, il soggetto destinatario del piano, il tipo di iniziativa e, soprattutto, se predisposto da un'impresa già stabilmente operante sul mercato oppure da una start-up company.

Vi sono, peraltro, alcune tendenze evolutive in atto sulle modalità di rappresentazione del Business Plan, come il *canvas model* teorizzato da Alexander Osterwalder e Yves Pigneur, che, come vedremo in seguito, potrebbero trovare ampi spazi applicativi anche all'interno dell'equity-crowdfunding.

Ma, a chi spetta la stesura materiale di questo documento? In fase di start-up deve essere redatto dal team promotore dell'iniziativa imprenditoriale così come sarà sempre l'imprenditore e/o il management ad occuparsene nel caso di operazioni di sviluppo di nuovi prodotti per un'azienda già operante sul mercato (PMI). Un professionista esterno chiamato a coadiuvare l'imprenditore/startupper, come frequentemente capita ai dottori commercialisti, dovrebbe limitarsi a prestare la sua consulenza solo per alcuni specifici elementi e non farsi carico dell'intera stesura del Business Plan. Il professionista, ad esempio, potrà identificare i punti di debolezza e verificare la coerenza complessiva delle ipotesi formulate, stimolare il team ad approfondimenti, tanto sull'impresa che sul progetto o provare a "stressare" entrambi con "ipotesi limite", per verificarne la resistenza e la solidità. In generale il consulente esterno con la sua terzietà, è in grado di mettere in evidenza gli aspetti sottovalutati e ridimensionare valutazioni troppo favorevoli o fuorvianti. I promotori sono spesso

36 La descrizione dei rischi specifici dell'emittente e dell'offerta è parte imprescindibile del set informativo riguardante l'Emittente da riportare nel prospetto informativo di cui all'Allegato 3 del Regolamento Consob n.19520/2016 perciò può essere utile tenerne conto già in fase di Business Planning.

37 Sull'utilità strategica del Business Plan ed il possibile percorso da svolgere per la sua redazione si segnala il lavoro di G. Mariani "Conoscenza e Creazione di Valore: il ruolo del business plan", Franco Angeli, 2012.

38 Le considerazioni precedentemente svolte in merito all'approccio del potenziale investitore *crowd* al set informativo reso disponibile dall'emittente inducono a pensare che il redattore del Business Plan, una volta ultimato il Piano, debba fare uno sforzo di sintesi (anche sfruttando le potenzialità multimediali messe a disposizione dai portali) quantomeno sulle sezioni numeriche, di talché il lettore possa percepire la qualità del lavoro svolto dai fondatori a monte senza affrontare un documento troppo complesso. Questo approccio ha anche il merito di favorire gli investitori di piccola taglia, che possono trovare le informazioni necessarie per assumere le loro scelte in un documento snello, senza penalizzare quelli di maggiori dimensioni che potranno sempre ottenere i necessari chiarimenti ed approfondimenti chiedendo al team incontri dedicati in presenza o a distanza.

coinvolti in via emotiva e mossi da una visione "ottimistica" delle prospettive che gli impediscono di cogliere in modo obiettivo gli eventuali fattori negativi che potrebbero addirittura far fallire il progetto. Il confronto con un esperto indipendente, infine, abitua il team all'interazione con eventuali terzi finanziatori ed è tanto più utile quando i promotori sono di estrazione scientifica o accademica come nel caso degli spin-off universitari.

In conclusione, il Business Plan dovrebbe indicare tutte le attività necessarie per lo sviluppo del progetto imprenditoriale, specificando per ognuna di esse anche le ipotesi/assunzioni sottostanti il piano, i tempi di esecuzione e la stima dei costi da sostenere, offrendo così un quadro il più possibile completo di tutti i rischi e le incertezze connesse all'iniziativa³⁹.

Il contenuto tipico del Business Plan può connotarsi secondo la forma seguente:

1		Copertina
2		Indice
3	Fattibilità IMPRENDITORIALE	Executive Summary
		Presentazione del business e del contesto di sviluppo
4	Fattibilità ESTERNA	Analisi del Mercato di riferimento
5	Fattibilità INTERNA	Piani Operativi
6	Fattibilità ECONOMICO/ FINANZIARIA	Quantificazione dei costi (di struttura e di funzionamento)
		Definizione del prezzo di vendita e stima del fatturato previsto
		Previsioni Economico-Finanziarie
7		Determinazione dell'enterprise value ed equity offerta
8		Appendici

In questo schema, ove è possibile ricostruire, passo dopo passo, il percorso logico seguito dall'imprenditore per l'elaborazione del Piano, si ritrovano i quattro aspetti fondamentali per la valutazione del progetto. A questi è indispensabile aggiungere, in caso di sua diffusione agli investitori (in questo caso la *crowd*), l'esplicitazione del metodo professionale utilizzato per la determinazione del valore economico della società, da cui consegue la quota di partecipazione al capitale offerta agli investitori a fronte dell'apporto finanziario richiesto.

Può rappresentare un plus il prevedere nel Piano, oltre alla visione attesa, anche altri possibili scenari: uno ispirato da previsioni di tipo ottimistico ed uno pessimistico (c.d. analisi degli scenari alternativi). Soprattutto nei periodi di crisi econo-

39 Nell'ottica del valutatore, il business plan dovrebbe consentire la formazione di una decisione finanziaria (in questo caso, d'investimento) basata su un set di informazioni sufficiente ad apprezzare il rischio di fattibilità tecnica, di mercato, finanziario ed economico del progetto. Per un'analisi delle valutazioni di convenienza riguardo ad un eventuale investimento si rimanda al paragrafo di chiusura del presente documento.

mica, le analisi di "scenario", adeguatamente supportate e documentate, rappresentano un significativo punto di forza nella redazione del documento.

È doveroso, inoltre, utilizzare un linguaggio chiaro, non eccessivamente tecnico⁴⁰. Per favorire la lettura e la comprensione del documento è opportuno corredare le assunzioni più importanti con figure, grafici e tabelle. Va ricordato, infatti, che l'affidabilità di un Business Plan, si basa sul rispetto di alcuni requisiti di base:

- la coerenza: nel senso che tutte le assunzioni devono seguire un filo logico ed essere accompagnate da tutti i dati necessari a ripercorrere l'intero processo di valutazione;
- l'attendibilità: tutti i dati devono essere supportati dalle rispettive fonti di provenienza;
- la sostenibilità: intesa come coerenza tra l'attuazione delle strategie ipotizzate e l'attivazione delle necessarie risorse.

Vi sono, infine, alcuni dettagli su cui concentrare la propria attenzione.

Il potenziale investitore si aspetta di trovare nel Piano accurate previsioni sul futuro dell'idea/progetto; perciò fin dall'Indice deve trovare una impostazione razionale del lavoro che non lo affatichi nella lettura (con concetti ripetuti o paragrafi sconnessi) e gli permetta una rapida individuazione dei capitoli ai quali può essere maggiormente interessato. In questo senso, assume un ruolo decisivo anche l'impostazione dell'*Executive-summary*: una sorta di "anteprima" o di Piano "in miniatura" che precede e riassume i contenuti analizzati nel dettaglio all'interno del documento. I noti studi sulla Curva dell'Attenzione, tanto più validi nel campo delle visualizzazioni on-line, portano tutti gli studiosi a concordare sull'importanza di selezionare accuratamente gli argomenti da riportare in questa sezione, per indurre l'utente a proseguire la lettura. Giova ricordare, in proposito, che mentre con una foto (il logo), un *claim* (la frase, spesso iperbolica, che sintetizza i valori distintivi del progetto) o un video si punta ad acquisire un "lettore", con l'*executive-summary* ci si pone l'obiettivo di invogliare l'investitore ad approfondire l'analisi dell'opportunità d'investimento. Inoltre, stando all'opinione dei più noti "guru" della finanza d'impresa, supportata però anche da analisi empiriche, la maggior parte degli investitori si forma un giudizio quasi definitivo sulla bontà del Business Plan e, conseguentemente, della proposta sottostante, già dalle informazioni contenute nell'*executive-summary* e dalle modalità con cui esso è redatto. Questa *overview* del progetto, solitamente, viene pensata e predisposta a processo di pianificazione concluso, quando si ha la visione d'insieme occorrente per selezionare i *topics* da porre in evidenza e stabilire i corretti rimandi per approfondimenti. All'*executive-summary* può essere aggiunto il Canvas Model (di cui parleremo più avanti) come efficace e immediato - soprattutto grazie all'utilizzo del linguaggio visuale - strumento di sintesi del Business Model.

40 Una particolare attenzione va prestata alla divulgazione dei contenuti riguardanti la proprietà intellettuale della società (brevetti, modelli, formule, processi, etc.): questo aspetto rappresenta l'emblema del *trade-off* tra l'utilità di un'efficace comunicazione dei punti di forza del progetto ed il rischio che un concorrente possa avvantaggiarsi di un'eccessiva *disclosure*.

La fattibilità imprenditoriale si basa, fondamentalemente, sul tipo di prodotto/servizio che si vuole proporre e dal team che ne sostiene la realizzazione. Si tratta, perciò, di descrivere in modo particolareggiato il tipo di business mostrato nel video (dove, nei pochi minuti a disposizione, per essere più diretti e comprensibili, possono esserci delle semplificazioni), illustrare il contesto di collaborazioni e sinergie grazie alle quali il progetto troverà realizzazione⁴¹ e rappresentare, ove esistente, il set difensivo posto in essere per tutelare giuridicamente la proprietà intellettuale.

La fattibilità esterna si connota per l'analisi del mercato di riferimento, tanto sul piano qualitativo che quantitativo ed è caratterizzata spesso da una forte alea valutativa. Ciò nondimeno, le valutazioni espresse in questa sezione sono decisive perché impattano direttamente su tutte le successive previsioni di tipo economico-finanziario⁴².

Le principali informazioni che gli investitori si aspettano sono inerenti alle variabili del mercato (se è in crescita, se è attrattivo, se può dar luogo a posizioni di monopolio creativo) e all'analisi della concorrenza, attuale e potenziale⁴³. Tendenzialmente gli investitori preferiscono investire in mercati *value pricing*, dove i costi di produzione sono bassi e i consumatori disposti a pagare un *premium price*.

In questo contesto, il commercialista può giocare un ruolo importante sia nella sezione dedicata all'analisi del mercato e sia nelle previsioni economico-finanziarie, in supporto al team imprenditoriale.

L'analisi sulla fattibilità interna si concentra sulla sostenibilità tecnica del progetto, perciò solitamente si compone di: piano tecnico-produttivo, piano organizzativo e piano marketing.

Nel piano tecnico-produttivo si descrivono i processi che portano a realizzare i prodotti/servizi offerti, le relative fonti di approvvigionamento, le collaborazioni esterne, le politiche di gestione del magazzino, la flessibilità produttiva e, più in generale, le scelte strutturali con i connessi investimenti da effettuare per l'avvio della produzione.

Strettamente connesso al precedente è il piano organizzativo, dove si illustra come i promotori hanno deciso di assegnare compiti e responsabilità all'interno dell'azienda, definendo la struttura organizzativa ed i relativi costi, e le politiche di gestione del personale nel più ampio significato del termine (selezione, formazione, retribuzione, incentivazione, fidelizzazione).

A completamento, si presenta il piano commerciale che serve ad esporre al lettore come si prevede di attrarre e fidelizzare i consumatori target nonché come il mercato obiettivo sarà informato circa l'esistenza dei prodotti/servizi offerti. In parti-

41 Le competenze chiave potrebbero non limitarsi ai fondatori ma trovarsi anche nelle collaborazioni, consulenze, partenariati o accordi già sviluppati.

42 I flussi finanziari e gli indicatori reddituali giocano un ruolo decisivo per la valutazione della quota sociale offerta.

43 Quando si introducono sul mercato prodotti o servizi innovativi è indispensabile mappare la concorrenza e la sua aggressività, l'esistenza e la rigidità di eventuali barriere all'ingresso, la presenza di prodotti percepiti come sostitutivi dai potenziali utilizzatori e la loro eventuale propensione al cambiamento, etc.

colare, si deve prestare molta attenzione a che gli obiettivi commerciali enunciati e le politiche che si intendono attuare per il loro raggiungimento, con i relativi costi (canali distributivi, staff commerciale, politiche di sconto, dilazioni di pagamento, etc.), siano coerenti con il profilo del consumatore-tipo e le analisi di mercato indicate nella sezione della fattibilità esterna.

L'output dell'analisi di fattibilità esterna, una volta determinato il *full cost* dei prodotti/servizi offerti, definito il prezzo praticabile e stimato il potenziale di vendita, consiste nella quantificazione del fatturato prospettico.

Tradizionalmente l'ultima parte del Business Plan è quella relativa alla fattibilità patrimoniale ed economico-finanziaria dell'iniziativa, dalla quale dovranno emergere informazioni per una valutazione della redditività del progetto imprenditoriale e del suo livello di rischiosità. Questa parte è opportuno che si apra con un breve richiamo delle principali *assumptions* definite all'interno delle sezioni precedenti.

Dopodiché si passa alla esposizione del fabbisogno finanziario, suddiviso nella componente strutturale e quella di natura corrente. Per quanto attiene la quantificazione del fabbisogno strutturale non si ravvisano, in generale, criticità di tipo valutativo giacché esso risente fundamentalmente delle scelte descritte nel piano tecnico-produttivo. Per quanto riguarda il fabbisogno corrente può capitare che i neo-imprenditori tendano ad ignorare o sottostimare il fabbisogno espresso dal Capitale Circolante⁴⁴. Per questo motivo, nella stesura dei budget, potrebbe essere di ausilio la guida di un commercialista che sottoponga al team imprenditoriale le numerose componenti che debbono essere considerate al fine di evitare che si generino carenze di liquidità e li aiuti ad individuare il mix delle fonti di finanziamento più idoneo a supportare lo sviluppo dell'iniziativa (capitale proprio - compreso il ricorso all'equity-crowdfunding - contributi pubblici, fonti di finanziamento a breve, medio e lungo termine etc.). La scelta della struttura finanziaria ritenuta più adeguata, oltre a definire i flussi di capitale in ingresso (*equity, grants & debt*) e in uscita (dividendi e servizio del debito bancario), consente di stimare gli oneri finanziari da inserire nei budget.

Questa sezione dovrebbe concludersi con la situazione patrimoniale iniziale, il conto economico previsionale ed i flussi di cassa prospettici e possibilmente comprendere l'analisi del Punto di Pareggio (*Break Even Point Analysis*). L'orizzonte temporale di sviluppo delle previsioni dovrebbe mantenersi in un arco tra i tre e i cinque anni.

La trasparenza imposta dalle caratteristiche dell'equity-crowdfunding può rendere opportuno riassumere in un'apposita scheda riepilogativa l'elenco, più o meno dettagliato, degli investimenti in capitale fisso e/o circolante che saranno realizzati con le somme richieste agli investitori (integrate, se del caso, con l'incasso di contributi pubblici, l'erogazione di finanziamenti bancari o l'autofinanziamento della gestione corrente).

44 Non è raro vedere trascurate variabili fondamentali quali l'investimento in scorte iniziali di magazzino, le restrittive politiche di trade credit solitamente praticate dai fornitori alle start-up come pure le restrizioni applicate dal sistema creditizio alle società prive di rating.

Come si è detto, quando il Business Plan è utilizzato nell'ambito di un'offerta pubblica di quote o azioni rivolta a terzi mediante un portale on-line, è indispensabile prevedere una sezione riguardante le modalità con le quali si è determinata la quota di partecipazione al capitale della società offerta agli investitori in cambio dell'apporto finanziario richiesto. È bene precisare che la normativa non richiede di accompagnare l'offerta al pubblico con una perizia giurata tuttavia la descrizione del metodo utilizzato per la valutazione della quota di equity, rappresenta per l'investitore un imprescindibile elemento di serietà della proposta. Quasi sempre, peraltro, in questa attività l'emittente chiede di essere assistito da un professionista esperto.

Concettualmente, il valore economico di una azienda, al pari di una qualsiasi attività finanziaria, è funzione dei risultati che l'investimento nel capitale della società, considerato unitariamente, è in grado di generare nel tempo, e cioè dei flussi di liquidità che si stima si renderanno disponibili nel futuro per un generico investitore. La prassi, per esigenze operative, ha elaborato diversi criteri di valutazione che, secondo la specifica realtà oggetto di stima, approcciano differentemente il modello concettuale testé descritto. In ordine decrescente per capacità di approssimazione e limitandoci ai metodi di valutazione più accreditati, si possono individuare i modelli finanziari, reddituali, patrimoniali-reddituali (meglio noti come "misti"), patrimoniali complessi e patrimoniali semplici, metodi finanziari (DCF o dei multipli di mercato): essi considerano, seppur in modo diverso tra loro, i profili che, stando alla più autorevole Dottrina in materia, sono alla base del valore economico aziendale, ossia le "*prospettive economico-finanziarie di esercizio*" e lo "*stato del patrimonio*". In quest'ottica, i Principi Italiani di Valutazione⁴⁵ possono fungere da "guida" per orientare le scelte e l'operato dei consulenti chiamati a dare indicazioni alle società che intendono aprire il proprio capitale a terzi. Le riflessioni svolte fino ad oggi dagli studiosi, però, non ci restituiscono indicazioni precise sui metodi più appropriati nel caso di una startup company⁴⁶ e le metriche utilizzate dagli investitori *seed*, specialmente nordamericani, incorporano molto spesso delle semplificazioni aggressive (ergo dei rischi) difficili da sistematizzare.

Volendosi cimentare nel fornire un primo contributo professionale sul tema si possono, ad ogni buon conto, fornire alcuni spunti di riflessione.

Innanzitutto, quando si dispone di un Piano che evidenzia i flussi di cassa prospettici, seppure condizionati al verificarsi di eventi futuri incerti e la cui realizzazione è solo possibile (la dotazione dei mezzi finanziari richiesti a terzi finanziatori *in primis*), si può ricorrere all'applicazione del metodo del *Discounted Cash Flow* nella variante *Unlevered* avendo cura di adoperare la massima prudenza nella scelta del tasso di attualizzazione da applicare (ossia sovrappesando il rischio d'impresa⁴⁷, evi-

45 La prima versione dei Principi Italiani di Valutazione, in vigore dal 1° gennaio 2016 è stata varata a luglio 2015 dall'O.I.V., una fondazione indipendente senza scopi di lucro promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, e Università L. Bocconi.

46 I Principi Italiani di Valutazione, ad esempio, si limitano a evidenziare le cautele da utilizzare quando, come in questi casi, le informazioni prospettiche possono essere poco affidabili e condizionate da ipotesi non verificabili.

47 In questo caso incorporando nel saggio d'interesse il "rischio di fallimento" dell'iniziativa imprenditoriale.

tando adeguamenti al β di settore e introducendo dei correttivi aggiuntivi per il prodotto/team ove ritenuti necessari al caso di specie). Inoltre, considerando l'effetto "incrementativo" che i tassi di crescita del business - ipotizzati frequentemente nei metodi DCF - possono avere sul *Terminal Value* è auspicabile effettuare delle rettifiche di valore per "sterilizzare" l'incidenza di questa ipotesi/*assumption* nella determinazione finale dell'*enterprise value*⁴⁸. La formulazione di scenari alternativi ed anche l'utilizzo di metodi di controllo, contribuiscono a rendere più obiettiva e condivisibile la valutazione proposta.

Quando, invece, la startup nasce, o si evolve a seguito del conferimento di un brevetto o un di equivalente diritto industriale oggetto di perizia, il ricorso al metodo patrimoniale può costituire una base di valutazione più oggettiva tanto per i soci quanto per gli investitori.

Nello stesso tempo, il valore economico di una startup company, frequentemente risiede oltre che nella tecnologia sviluppata anche nell'organizzazione messa in piedi dai fondatori in quanto atta, a prescindere dalle risorse finanziarie disponibili, ad avviare un'attività sul mercato. In questi casi, può rendersi applicabile un metodo patrimoniale complesso, ovvero aggiungere al valore patrimoniale rettificato anche il valore del capitale umano. Tra le metodologie impiegabili per la stima del valore del capitale umano vi è quella basata sul costo di sostituzione, ovvero quel costo che teoricamente dovrebbe essere sostenuto per sostituire tutto il personale già disponibile all'interno del team con altro di equivalente qualità, date le medesime condizioni ambientali e di mercato. In altre parole è pari al costo che un *player* diverso dalla società oggetto di valutazione ma dotato degli stessi fattori tecnici della produzione, dovrebbe sostenere per iniziare oggi il reclutamento della forza lavoro necessaria⁴⁹.

I metodi reddituali sono da ritenere, in linea di principio, inadeguati per valutare una startup così come, salvo rari casi, il ricorso alle transazioni/aziende comparabili o dei multipli di mercato.

È giusto citare, per completezza, anche il *venture capital approach*, ossia il metodo inizialmente teorizzato da Sahlman alla fine degli anni '80 per gestire le criticità tipiche delle startup: limitata o totale assenza di informazioni storiche, prospettive incerte ed elevato rischio di perdite/tasso di mortalità. Questo criterio, per quanto trovi ampia applicazione nel mondo degli investitori professionali ed oggi sia suppor-

48 L'approccio più prudente consiste nell'assumere che l'azienda venga liquidata alla fine del periodo di previsione ma, se l'obiettivo più verosimile è costituito da una quotazione su un mercato finanziario o l'acquisizione da parte di una big company ci si potrebbe spingere ad utilizzare il metodo di crescita perpetuo (*perpetual growth method*).

49 Esistono delle verifiche empiriche, condotte in Italia, che hanno quantificato il valore del capitale umano all'interno di una forcella tra 0,33 / 2,5 volte il costo complessivo annuo del lavoro. La scelta del moltiplicatore, che gioca un ruolo decisivo, dipende da:

- Qualità della ricerca svolta in azienda;
- Qualità della tecnologia adottata;
- Complessità dei problemi finanziari, di marketing, di approvvigionamento, del personale, di amministrazione;
- Qualità dello stile di direzione.

tato da prassi consolidate nel settore⁵⁰, è incentrato sulla *way out* del venture capitalist, perciò poco pertinente con la prospettiva di un *crowdfunder* tipico.

Qualunque sia il metodo utilizzato per determinare la percentuale di *equity* offerta agli investitori, considerando che questi si troveranno, probabilmente, ad acquisire una quota di capitale che non determina il controllo della società, si ritiene doveroso applicare al valore precedentemente ottenuto, un abbattimento forfettario, il c.d. *sconto di minoranza*.

A questa riduzione percentuale è attribuito il significato di indennizzo per i soci di minoranza (impossibilitati ad incidere in maniera rilevante sulla gestione della società) e non trova applicazione in acquisizioni condotte da operatori professionali⁵¹ ma può raggiungere anche il 25% del valore dell'azienda. Il suo valore va però individuato anche tenendo conto che il Regolamento Consob prevede obbligatoriamente l'esistenza in statuto del diritto di co-vendita (*tag-along*) – esercitabile, al massimo nel termine di 5 anni, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi – al quale possono aggiungersi, su base volontaria, altri strumenti di tutela delle minoranze e/o di controllo di gestione (a titolo esemplificativo l'istituzione di un organo di controllo esterno, la previsione di maggioranze rafforzate su talune materie assembleari, ecc.). Questi strumenti di tutela "attenuano" alcuni dei rischi cui sono soggetti gli azionisti di minoranza, fra cui anche gli investitori nel capitale di rischio attraverso i portali on-line, e potrebbero ridurre l'entità del citato *haircut*.

3.1.2 Tendenze evolutive nel Business Plan: il Canvas model

In questi ultimi dieci anni si è assistito ad una accelerazione dei cambiamenti nella rappresentazione dei progetti aziendali. Le innovazioni non sono state dettate tanto da affinamenti teorici ma soprattutto da concrete necessità operative.

Nel mondo vi è poi una straordinaria quantità di progetti ed di idee di business. Alla base di questo risultato vi sono due processi globali che, sommandosi tra di loro, amplificano gli effetti:

1. l'ingresso di nuovi Paesi ed aree del mondo fra le economie ad alto tasso di crescita;
2. l'incredibile progresso tecnologico dell'era digitale che consente ad un numero di soggetti molto più elevato rispetto al passato, di produrre qualcosa e di poterlo commercializzare in un mercato globale, almeno pari agli utenti di internet.

Si aggiunga un altro fattore di assoluto rilievo: il tempo.

⁵⁰ Esistono, ad esempio, utili indicazioni per la scelta del *target rate of return* o *Industry Standard Discount Rates*.

⁵¹ Perché questi usualmente accompagnano il contratto di investimento con Patti Parasociali che incorporano regole di governance e covenants che superano le limitazioni implicite nel possesso di una quota di minoranza.

Il ciclo di vita delle imprese si è mediamente ridotto; anche le aziende in grado di generare maggiori profitti o incrementi di valore rispetto a propri competitor, nascono, si sviluppano - a volte diventando leader nel loro settore - e muoiono, con sorprendente rapidità.

Ciò detto, anche l'attività di *fundraising* si è dovuta adeguare a tali cambiamenti strutturali. L'impresa che vuole raccogliere capitali sul mercato deve farlo velocemente, definendo rapidamente il proprio progetto in modo da aggredire quanto prima il potenziale mercato di riferimento, sfruttando al massimo l'idea, il suo potenziale innovativo e il vantaggio competitivo rispetto ad altri competitor (*first mover*).

Per essere rapidi bisogna quindi essere capaci di gestire una comunicazione globale (Internet), usare un linguaggio chiaro, facilmente comprensibile e emotivamente coinvolgente.

Peraltro, dal lato dell'offerta di capitali, il numero degli investitori si è allargato notevolmente, coinvolgendo oltre gli investitori istituzionali, anche la platea di risparmiatori *retail* che - considerata l'attuale contrazione dei rendimenti delle *asset class* più tradizionali - sono alla ricerca di ritorni economici più elevati. In questo contesto si è sviluppato "*l'Equity Crowdfunding*".

Come vagliare, allora, il maggior numero possibile di progetti per effettuare una decisione consapevole d'investimento?

Secondo i sistemi tradizionali era necessario esaminare corposi Business Plan, di decine e decine di pagine, che richiedevano tempo e professionalità adeguate per essere pienamente compresi, con una certezza pressoché assoluta: qualunque fosse stato l'esito del progetto imprenditoriale, al 99,99% si sarebbe concretizzato con numeri, in termini di investimenti, tempi e risultati, sensibilmente diversi da quelli esposti. È piuttosto nota, tra gli operatori del settore, la massima che recita: "*nessun business plan sopravvive al primo contatto con i clienti*"⁵²

Dal lato dell'impresa, soprattutto se nuova, il Business Plan costituisce un impegno significativo sia in termini economici (farlo nei modi tradizionali costa in risorse interne e professionalità esterne) che temporali.

In più l'esito dello sforzo è incerto: non esistendo dati storici, la "fragilità" nelle stime è ancora maggiore.

Come se non bastasse, soprattutto in una fase iniziale, i progetti sono in continua evoluzione e se fare un business plan è oneroso, farne "n" versioni, anche molto diverse al cambiare del progetto, diventa un'impresa improba.

In altre parole il Business Plan da solo, con tutte le sue tabelle di indici, flussi e risultati, non è uno strumento utile per esporre facilmente e rapidamente un progetto che in realtà non è ancora pienamente definito e soggetto a cambiamenti anche radicali.

52 Steven Blank autore di "*The Startup Owner's Manual*"

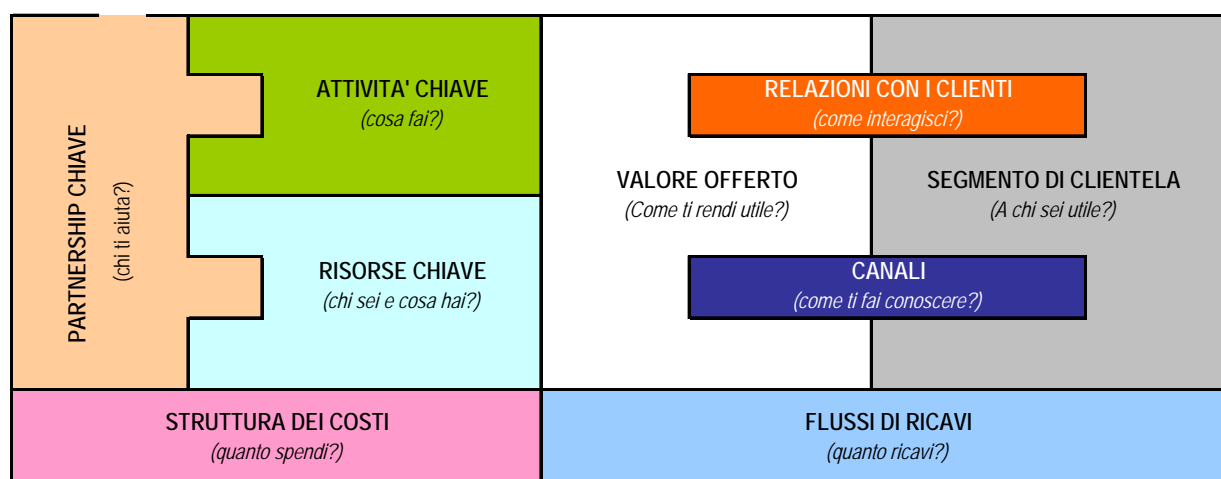
Proprio per cercare di dare una risposta a citati profili di criticità, tra gli studiosi, Alexander Osterwalder e Yves Pigneur elaborarono il modello "Canvas" che potrebbe essere definito come una rappresentazione sintetica del "Business model" del progetto o dell'impresa.

Il "Canvas" non sostituisce il Business Plan ma lo integra e permette all'estensore di "focalizzarsi" sulla sua logica e sui contenuti.

Il "Canvas", sebbene in una versione leggermente differente, è anche alla base della teoria della "Pianificazione snella" di Ash Maurya⁵³: un'ulteriore innovazione che potrebbe essere utilizzata dalle startup e dalle PMI innovative, uniche società che, al momento, possono accedere all'equity-crowdfunding.

Il Canvas ha come obiettivo quello di andare all'essenza di un progetto, permettendo all'imprenditore/estensore di coglierne i fattori-chiave che potranno "fare la differenza" nella competizione globale ed avere una prima valutazione di insieme.

Il progetto viene così descritto in un solo foglio, diviso in nove blocchi, secondo lo schema che segue⁵⁴:



I blocchi sono suddivisibili in due grandi aree: quella di destra si occupa della creazione del valore mentre, quella di sinistra, si concentra sull'efficienza e sui costi.

Ogni blocco viene illustrato con poche parole.

La sinteticità è la caratteristica fondamentale del Canvas perché l'obiettivo è di comunicare in modo diretto e senza ambiguità all'interlocutore, cercando di "catturare" le sue emozioni oltre che il suo interesse.

53 "Pianificazione snella" di Ash Maurya, Edizioni O'Reilly, collana Tecniche Nuove

54 Adattamento tratto da "Creare Modelli di Business" di Alexander Osterwalder e Yves Pigneur, - Edizione FAG Milano

La prima versione del Canvas deve richiedere poche decine di minuti ed essere elaborata da un team variegato per esperienze e competenze, sia interne all'impresa che esterne.

Il processo metodologico richiede l'utilizzo di grandi fogli su cui attaccare post-it colorati, da compilare con pennarelli rigorosamente a punta grossa, in modo che nel piccolo spazio, si possano scrivere solo poche, brevi parole.

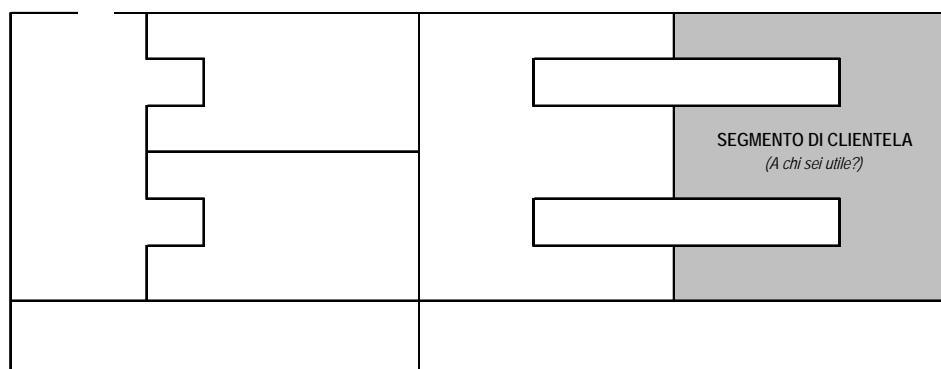
Il primo Canvas sarà poi soggetto a un continuo affinamento in decine e decine di versioni che esamineranno tutte le ipotesi a disposizione, per arrivare a quella da presentare agli interlocutori, clienti o finanziatori che siano.

Questa non è solo una forma di rappresentazione del modello imprenditoriale ma un metodo di lavoro che coinvolge continuamente e in cicli molto rapidi, le risorse interne e, nella versione "snella" di Maurya, i principali *stakeholder* dell'impresa.

Varie versioni sono possibili proprio perché le proposte strutturate sono veloci da costruire e da modificare.

In questo quadro, il business plan diventa solo una indispensabile fotografia - da scattare quando si ritiene di aver bisogno delle risorse dei finanziatori - di un processo continuo che adegua costantemente la proposta di valore dell'impresa.

Di seguito diamo una sintetica descrizione dei "blocchi" del Canvas Model non seguendo l'ordine grafico ma quello del processo della sua costruzione.



Il Segmento della Clientela (SGC) riportato nel prospetto di sopra richiede una serie di risposte a delle domande tipo: Quale è il target di riferimento? Quali bisogni vogliamo soddisfare?

Non esiste un'impresa che si rivolge a tutti e ovunque. È necessario, quindi, individuare il segmento di clienti che si vuole aggredire/interessare, tralasciando gli altri.

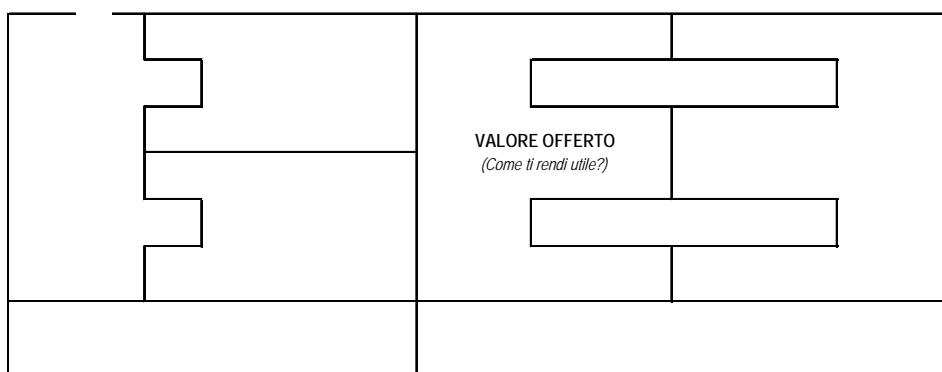
Tutto il Canvas pone al centro il cliente ed i suoi problemi/fabbisogni⁵⁵.

55 "Value proposition design" di Alexander Osterwalder, Yves Pigneur, Greg Bernarda, Alan Smith – Edizioni LSWR

La start-up o la PMI innovativa che cerca fondi in Equity Crowdfunding, dovrà capire se:

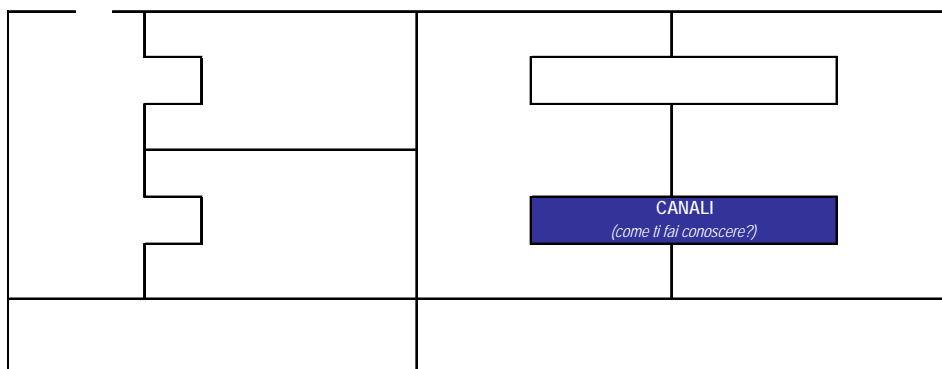
1. i problemi che intende affrontare meritano di essere risolti;
2. i clienti potenziali effettivamente hanno interesse alla loro soluzione;
3. qualcuno è disposto a pagare per questa soluzione;
4. il problema è tecnicamente risolvibile.

Questo blocco influenza in modo determinante tutti gli altri: anche un piccolo cambiamento può stravolgere l'intero modello.



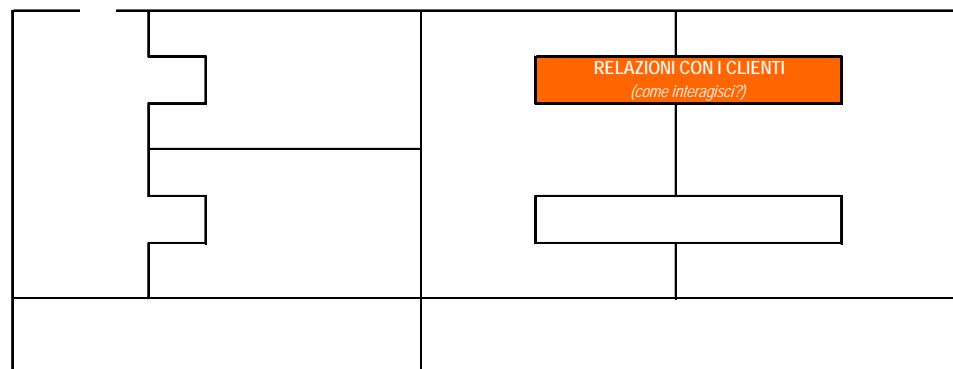
Il Valore Offerto (VO) è il cuore del Canvas perché illustra la proposta di valore, di natura qualitativa e quantitativa, che viene offerta ai potenziali clienti ed è costituita dal complesso di servizi e prodotti – originali per soluzioni e/o contenuto e/o modalità di fruizione e/o costi – che viene proposta per risolvere i problemi di coloro a cui l'impresa si rivolge.

L'impresa dovrà porsi il problema di capire se il servizio/prodotto o la soluzione individuata interessa davvero il target di riferimento: questa è la fase che Ash Maurya definisce di "*product/market fit*"⁵⁶.



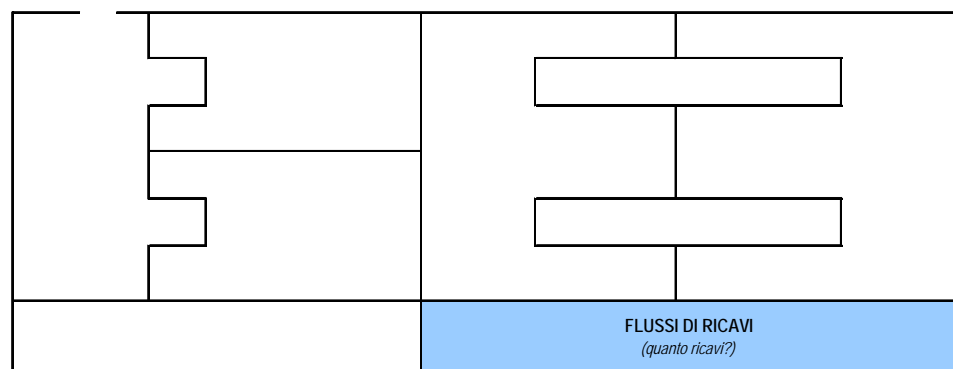
Nel blocco dedicato ai Canali (CA) ci si domanda come l'impresa comunica la propria proposta di valore e come concretamente intende raggiungere i propri clienti in modo che possano intercettare/capire il valore offerto dal prodotto/servizio.

I problemi che affronta sono legati alla necessità di far conoscere (consapevolezza) servizi e prodotti (la soluzione), di farli valutare al meglio, di permettere il loro acquisto, di distribuirli e di assistere i clienti sia nella fase precedente sia successiva all'acquisto.



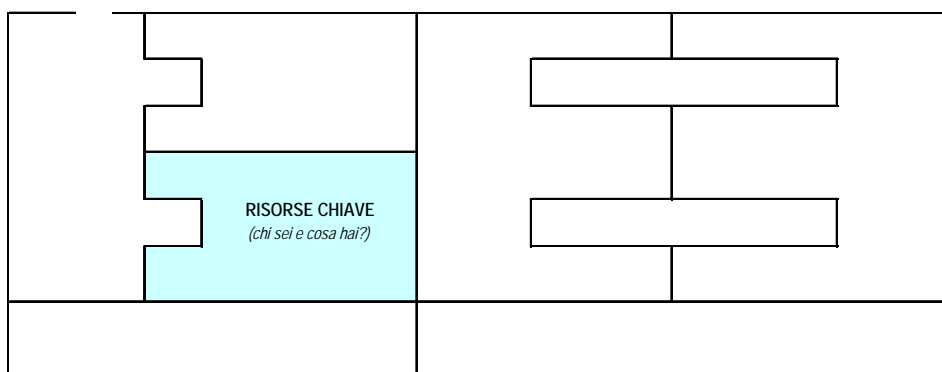
Da come ci si vuole rapportare con i clienti (interazioni da riportare nel blocco RLC) derivano conseguenze fondamentali sia sul piano organizzativo e, di conseguenza, risorse umane e costi.

Si può ipotizzare un sistema di relazioni molto stretto e personalizzato (c.d. logica sartoriale) o un sistema totalmente automatizzato (c.d. logica industriale). Questo dipenderà da quello che i clienti si aspettano dall'impresa, o meglio dalla proposta di valore espressa nel blocco VO, dai relativi costi e dalla integrazione e coerenza complessiva con il resto del modello.



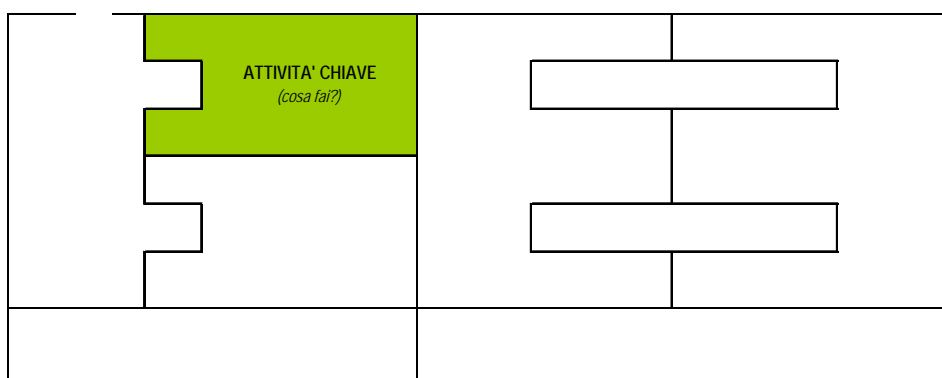
Dalla proposta di valore e dal target di clienti deriva una prima stima dei Ricavi (FR) che deve tenere conto evidentemente dei due fattori che portano alla loro determinazione: i prezzi e il numero di clienti (quantità).

La politica dei prezzi sarà fortemente influenzata da quanto i clienti siano effettivamente disposti a pagare per ciò che l'impresa le offre, quanto attualmente pagano per soluzioni alternative e magari concorrenti, le modalità e condizioni di pagamento, etc.



Con le Risorse Chiave (RSC), si individuano tutti i fattori-chiave che permettono di determinare il Valore Offerto del servizio/prodotto e la relazione con i clienti: in altre parole, si parla di costi. In questo blocco, infatti, si individuano tutte quelle risorse senza le quali non è possibile offrire ai clienti il valore atteso/promesso.

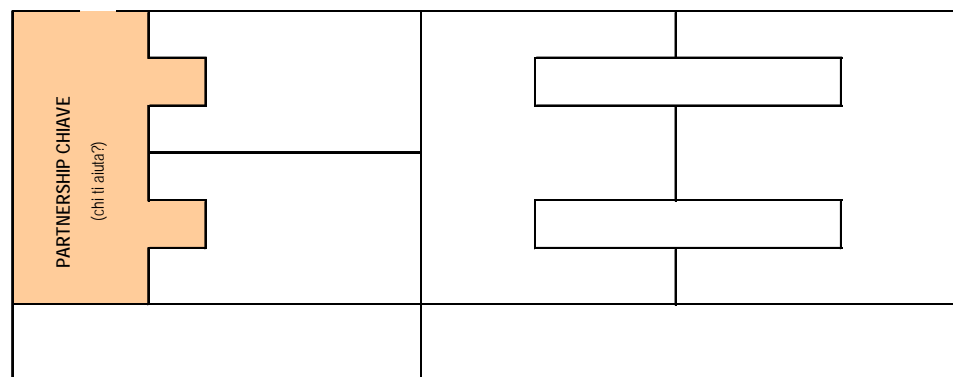
Sono ritenuti "Chiave" tutti quei fattori che, in assenza della loro disponibilità, renderebbero la proposta/il progetto non realizzabile. La loro natura spazia da quella fisica e finanziaria a quella intellettuale e umana. Il titolo giuridico (proprietà, possesso, ecc.) in base al quale se ne ha la disponibilità ha influenza sui costi, sui tempi e sulle modalità organizzative.



Il blocco delle Attività Chiave (AC) descrive le attività strategiche che devono essere compiute per creare le *Value Propositions*: raggiungere i Clienti, mantenere le Relazioni con loro e generare Ricavi. In altre parole, questo blocco stabilisce quali sono i processi più importanti che l'azienda deve compiere per far funzionare il proprio modello di business. Le Attività Chiave generalmente sono di 3 tipi:

1. **PRODUTTIVE.** Sono tipiche delle aziende manifatturiere nelle quali è indispensabile continuare a creare, produrre e distribuire il proprio prodotto.
2. di **PROBLEM SOLVING.** Sono tipiche di quei modelli di business che hanno come *Value Propositions* la proposta di servizi: le aziende di consulenza si collocano all'interno di questo caso.
3. di **MANTENIMENTO e/o SVILUPPO DI PIATTAFORME/RETI.** È il caso di aziende come Google e Facebook, all'interno delle quali è fondamentale poter sviluppare la piattaforma affinché tutto funzioni.

Osterwalder e Pigneur indicano così le domande alle quali rispondere *“Quali attività chiave sono necessarie per il nostro valore offerto? Per i nostri canali distributivi? Per le relazioni con i clienti? Per i flussi di ricavi?”*⁵⁷.

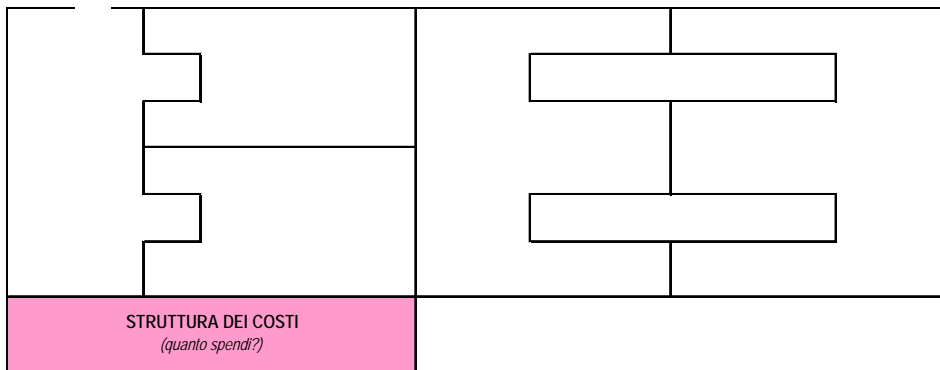


L'impresa avrà necessariamente bisogno di stringere alleanze e rapporti per assicurarsi l'approvvigionamento di tutto ciò che non è in grado di produrre autonomamente.

Nel tempo l'evoluzione dei processi industriali ha comportato il passaggio da rapporti di "semplice" fornitura (anche di tipo conflittuali perché fondati sul principio del "pagare il meno possibile quanto più si riesce ad ottenere") a rapporti di collaborazione finanche con i concorrenti, in cui l'obiettivo è collaborare/definire accordi per raggiungere il miglior risultato possibile. La gamma di relazioni possibili è perciò notevolmente aumentata e si va dall'alleanza strategica con non concorrenti, alla cosiddetta "competizione collaborativa" dove concorrenti si mettono insieme per condividere fasi produttive, al fine di abbattere costi e/o produrre innovazioni altrimenti troppo costose per ciascuno.

Il "Canvas" recepisce in pieno l'importanza di tali alleanze dedicando un'apposita sezione alle Partnership Chiave (PC).

57 Pag. 37 opera citata



Il contenuto dell'ultimo blocco è il risultato delle scelte effettuate in tutti gli altri ed è rappresentato dalla Struttura dei Costi (STC) che deve permettere di individuare i costi più importanti e, in particolare, le risorse e le attività chiave più costose. Vi sono modelli *"guidati dai costi"* (si pensi alle compagnie *low cost*) ed altri dalla *"creazione di valore"* (le imprese del settore "lusso") dove assume maggiore rilevanza il contenuto della proposta rispetto al suo costo. Tanto più sono rilevanti i costi tanto più dovranno essere valutate ipotesi alternative di approvvigionamento.

Il confronto con i ricavi rimane decisivo per valutare l'economicità del progetto o valutare ipotesi diverse di modello.

3.1.3 Il Business Plan ed il Canvas

Da quanto abbiamo illustrato, il "Canvas" è un sistema di rappresentazione del modello di business alla base del progetto imprenditoriale che prefigura in se anche un metodo di lavoro che pone al centro ciò che ha valore innanzitutto per i clienti.

Il "Canvas" può essere il cuore - ed insieme la base coerente e solida - per costruire un Business Plan rivolto agli investitori.

Nel modello immaginato dagli inventori del "Canvas", infatti, il Business Plan dovrebbe contenere le seguenti sezioni:

1. Il team
2. Il modello di business (Canvas)
3. Analisi finanziaria
4. L'ambiente esterno
5. Fasi e tempistica di realizzazione del progetto
6. L'analisi dei rischi
7. Conclusioni
8. Allegati

Gli elementi più rilevanti da rappresentare sono, quindi, rappresentati da:

1. **I protagonisti del progetto imprenditoriale:** per gli investitori la qualità e l'esperienza di chi guida il progetto può fare la differenza. Non basta una buona intuizione ma occorre capacità di analisi, di progettazione, di implementazione e di rapido adeguamento ai cambiamenti;
2. **Il modello di business:** da questo dipende il successo del progetto perché illustra il valore creato per i nostri clienti, come si produce e come si trasmette;
3. **La quantificazione delle grandezze economiche e finanziarie:** i risultati prodotti - determinati attraverso la stima dei costi e dei ricavi derivanti dagli elementi individuati dal "Canvas" - e l'individuazione delle risorse finanziarie necessarie, sono fondamentali per capire quanto il progetto possa essere attraente per chi investe e l'entità dei capitali necessari per il suo successo.
4. **Le forze e i vincoli del contesto nel quale l'impresa opera:** in questa sezione si analizzerà:
 - a. L'economia con le grandezze macroeconomiche e relativi trend;
 - b. L'analisi del mercato e le tendenze chiave;
 - c. L'analisi dei concorrenti;
 - d. I vantaggi competitivi del modello proposto.
5. **I tempi del progetto:** come abbiamo sottolineato il tempo è un fattore chiave per il successo. Dare evidenza delle fasi e dei risultati intermedi attesi, è fondamentale per far capire agli investitori la consapevolezza e l'affidabilità delle scelte alla base del progetto.
6. **L'analisi dei rischi:** L'analisi SWOT⁵⁸ rimane lo strumento fondamentale per valutare i fattori che richiedono la maggiore attenzione da parte di chi il progetto deve realizzare. Nel modello "Canvas" l'analisi viene effettuata per ogni blocco, al fine di minimizzare gli elementi fuori controllo.

"Un'analisi SWOT strutturata del proprio modello di business porta a due risultati: fornisce un'istantanea della situazione attuale (punti di forza e di debolezza) e suggerisce alcune traiettorie future (opportunità e rischi)"⁵⁹

58 L'analisi SWOT (conosciuta anche come matrice SWOT) è uno strumento di pianificazione strategica usato per valutare i punti di forza (*Strengths*), debolezza (*Weaknesses*), le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*) di un progetto o in un'impresa o in ogni altra situazione in cui un'organizzazione o un individuo debba svolgere una decisione per il raggiungimento di un obiettivo. L'analisi può riguardare l'ambiente interno (analizzando punti di forza e debolezza) o esterno di un'organizzazione (analizzando minacce ed opportunità).

59 Opera citata Alexander Osterwalder ed altri pag.224

3.2 Clausole statutarie obbligatorie e rivisitazione degli statuti nella prospettiva di un'operazione di equity-crowdfunding

3.2.1 Brevi cenni sulle startup innovative

Le start up innovative sono società di capitali (costituite anche in forma di cooperative) che per essere denominate tali devono possedere una serie di requisiti, tra cui quello maggiormente qualificante è senz'altro rappresentato dall'essere l'attività svolta legata all'innovazione e alla tecnologia.

Non si tratta di un nuovo tipo societario, e in questo senso si è espressa la prima, autorevole dottrina che si è occupata del tema⁶⁰, ma di una particolare qualificazione attribuita a società di nuova costituzione (o costituite da 60 mesi al massimo) a cui è connesso un regime normativo agevolato sia sotto il profilo sostanziale, sia fiscale, sia giuslavoristico.

Tale regime si applica esclusivamente alle imprese in possesso dei requisiti previsti dall'art 25 del DL n.179/2012 (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221) recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" (noto anche come "Decreto crescita bis").

I numeri rivelano, come riportato nel grafico seguente (aggiornato alla data del 10 marzo 2016 – Fonte <http://startup.registroimprese.it/startup/>), che la forma giuridica più utilizzata per le start-up innovative sia proprio quella della S.r.l. (Società a responsabilità limitata nella forma "tradizionale").

Start-up innovative

modello societario utilizzato	valori assoluti	valori in %
società a responsabilità limitata	4.187	79,5
società a responsabilità limitata semplificata	764	14,5
società a responsabilità limitata con unico socio	120	2,3
società cooperativa	109	2,1
società per azioni	61	1,2
società a responsabilità limitata a capitale ridotto	14	0,3
società consortile a responsabilità limitata	5	0,1
società costituita in base a leggi di altro stato	3	0,1
società europea	1	0,0
<i>Totale start-up innovative</i>	<i>5.264</i>	<i>100,0</i>

Pertanto, in questa sede ci si occuperà principalmente delle tecniche di redazione di uno statuto standard di *start up innovativa* nella forma di S.r.l..

60 M. MALTONI-P. SPADA, *L'impresa start-up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*.

3.2.2 Requisiti per l'iscrizione nella sezione speciale del Registro Imprese

Tali requisiti rappresentano il presupposto della iscrizione della start up innovativa nella sezione speciale del Registro Imprese di cui all'art. 25 comma 8 della L. 221/2012, non anche presupposto di validità dell'atto costitutivo o dello statuto.

La società:

- deve appartenere al genere delle società di capitali o delle cooperative e andrà iscritta in un'apposita sezione del Registro delle Imprese (in aggiunta all'iscrizione nella sezione ordinaria). Si può trattare anche di una Società Europea, purché avente sede/filiale in Italia.

La S.r.l. semplificata può pacificamente rientrare tra le società di capitali cui fa riferimento la norma, anche se, di fatto, dovendo lo statuto di una S.r.l.s. contenere clausole inderogabili (secondo il DL 76/2013), si andrebbe a costituire una start up indebolita. Inoltre per la start up in forma di S.r.l.s. non sarà possibile creare categorie di quote fornite di diritti diversi, che non attribuiscono diritti di voto o che li attribuiscono in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta (o limitatamente a particolari argomenti) né tanto meno sarà consentita l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o di diritti amministrativi.

Un'ulteriore limitazione all'uso della forma di S.r.l.s., giustificata dalla necessità di tutela delle minoranze nelle operazioni di raccolta di capitali tramite portali online, deriva dalla disciplina regolamentare della Consob, (delibera n. 18.592 del 26 giugno 2013) in materia di "Raccolta di capitali di rischio da parte di imprese start up innovative tramite portali on-line". È evidente che nello statuto di una S.r.l. semplificata non potrà essere inserita la clausola imposta dall'art. 24, comma 1, lettera a) del regolamento indicato e ciò impedirà alla società il ricorso all'equity crowdfunding.

- non può derivare da una fusione o scissione societaria né da una cessione di azienda o di ramo d'azienda né da un conferimento di azienda o di un ramo di azienda⁶¹.

Pertanto, una società preesistente continua a non poter fare "nascere" una start-up innovativa "trasferendo" o "assegnando" ad essa una parte preesistente del proprio complesso aziendale, ma può - dopo la modifica - costituire ex novo una società start-up innovativa.

Dunque, una società di nuova costituzione, ma risultante dalla fusione di società preesistenti, o da una scissione, non può essere qualificata come start-up innovativa; allo stesso modo non potrà acquistare la qualifica ove, pur se di nuova costituzione, abbia ricevuto un conferimento di azienda, o abbia acquistato un'azienda preesistente. Deve trattarsi di un'attività di impresa nella sua fase ini-

61 Cfr interpretazione MISE con nota prot.0164029 dell'8 ottobre 2013.

ziale, o che, per lo meno, sia svolta con una nuova organizzazione di risorse (favorire la nascita di "nuove" imprese innovative).

Tale norma trova la sua *ratio* nell'intento di evitare abusi della disciplina di favore prescritta, evitando quindi che una società preesistente possa dar vita ad una start-up innovativa solo trasferendo a titolo oneroso o assegnando ad essa (in sede di scissione) o conferendo ad essa (in sede di costituzione o aumento del capitale) una parte del proprio complesso aziendale.

Resta al contrario ferma, sempre in base alla citata interpretazione del Mise⁶², la possibilità che possa accedere al regime di favore della start up innovativa, l'imprenditore individuale che costituisca una nuova società in forma di S.r.l. unipersonale, ivi conferendo la propria azienda (già titolare o depositaria ad es. di un brevetto industriale innovativo); in tale ipotesi il Ministero intravede non tanto un fenomeno di conferimento (normalmente ostativo, come innanzi detto) bensì un fenomeno di "trasformazione eterogenea atipica" da ditta individuale a società che, qualora impedito, determinerebbe una iniqua discriminazione nei confronti di quei soggetti che, per il sol fatto di essere, allo stato, imprenditori individuali (pur titolari di una privata industriale) non potrebbero accedere alle agevolazioni in commento, in quanto non costituiti in forma societaria ed al contempo impediti a "trasformarsi in società";

- ha la sede principale dei propri affari o interessi in Italia;
- se già esistente, non deve essere stata costituita né aver svolto attività d'impresa da più di 60 mesi.
- non può distribuire utili (o se già esistente non deve averli distribuiti): gli utili dovranno dunque essere reinvestiti nell'attività sociale al fine di garantire il suo autonomo sviluppo e il consolidamento necessario perché superi la fase di iniziale rodaggio;
- non può essere quotata né nei mercati regolamentati né nei sistemi multilaterali di negoziazione. La norma del tutto pacifica per le Srl, le cui partecipazioni non possono essere quotate, all'apparenza sembrerebbe contraddittoria e penalizzante per le S.p.a. in quanto limiterebbe la raccolta di capitale di rischio. La disposizione si giustifica con l'intento del legislatore di rendere più onerosa, almeno nei primi anni di vita della società, per i soci promotori la cessione della propria partecipazione.
- deve essere innovativa: l'oggetto esclusivo o prevalente della società deve essere lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi ad alto valore tecnologico.

La definizione dell'ambito di attività appare piuttosto vaga ed idonea a trovare applicazione nei settori economici più diversi. Se, tra le start-up innovative già costituite, la maggior parte risulta attiva nella produzione di software e nella consulenza informatica, non mancano le previsioni di attività di varia natura:

62 Vedi nota precedente.

commercio al dettaglio, fabbricazione di mobili, silvicoltura, attività di noleggio, ecc. Non sembra però possibile, dalla mera indicazione dell'oggetto sociale, desumere l'effettiva presenza di un "alto valore tecnologico" nei prodotti e nei servizi offerti: tale qualità risulterà dalle concrete modalità prescelte per l'organizzazione e lo sviluppo dell'attività.

- Quando poi la start up innovativa opera esclusivamente nei settori indicati all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 24 marzo 2006, n. 155 (assistenza sanitaria, tutela dell'ambiente e dell'ecosistema, valorizzazione del patrimonio culturale, turismo sociale, formazione o erogazione di servizi culturali) assume connotazione diversa e viene definita "*Start up a vocazione sociale*".
- non deve superare i 5 milioni di euro in termini di valore della produzione a partire dal secondo anno di attività. Dovrà inoltre presentare anche uno tra i seguenti requisiti alternativi:
 - a. le spese in ricerca e sviluppo devono essere uguali o superiori al 15% delle proprie spese (non si considerano però le spese per l'acquisto o la locazione di immobili);
 - b. almeno un terzo della forza lavoro (dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo) calcolata per teste e non in base alla retribuzione percepita, deve essere costituita da dottori o dottorandi di ricerca o da personale in possesso di laurea e che ha svolto da almeno tre anni attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati (anche all'estero). Ci si è chiesti se il criterio quantitativo indicato, riferito genericamente al "personale", comprenda solo i lavoratori dipendenti e collaboratori o anche gli amministratori della società. La soluzione data da Assonime (cfr. Circolare 11/2013) propende per un'interpretazione ampia della norma, tale da comprendere anche i componenti dell'organo amministrativo; tale soluzione è stata accolta dalla Direzione Centrale della Agenzia delle Entrate con propria Circolare 87/E del 14.10.2014, in base alla quale l'amministratore può essere computato nel calcolo percentuale della forza lavorativa a qualunque titolo "impiegata", purché la retribuzione a lui spettante sia collegata alla sua specifica qualifica professionale di "impiegato" e non alla carica ricoperta: ne consegue, ad esempio che lo stagista viene computato nel calcolo della forza lavoro se retribuito; il consulente esterno con partita IVA no;
 - c. la società deve essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno un brevetto inerente l'oggetto sociale e l'attività di impresa e relativo, per esempio, a una invenzione industriale o biotecnologica. Vale, a questo fine, anche la titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale tenuto dalla SIAE.

Oltre a tali requisiti indispensabili, lo statuto di una start up innovativa andrà a differenziarsi in modo rilevante rispetto a quello di una Srl ordinaria, quanto più i soci vorranno avvalersi della disciplina in deroga al diritto societario prevista dalla normativa in commento, mediante inserimento, quindi di clausole cd "tipologicamente aliene" (creazione di quote privilegiate; di diritti particolari riconosciuti ad al-

cuni soci; di strumenti finanziari partecipativi, etc). Pertanto, quando previste, essendo clausole che per disposizione normativa sono destinate a durare per un tempo limitato (massimo 5 anni dalla costituzione della società) è opportuno evidenziarne, per una maggiore trasparenza informativa, la durata ed efficacia meramente transitoria, mediante un **meccanismo di obsolescenza programmata**.

Le uniche eccezioni alla regola di detta decadenza automatica delle clausole proprie della disciplina in commento, una volta che la società abbia perso i requisiti di start up innovativa, è prevista limitatamente alle clausole attributive:

- di categorie di quote fornite di diritti "speciali";
- di categorie di quote fornite di diritti speciali "di voto";
- di strumenti finanziari partecipativi.

Dette clausole mantengono efficacia limitatamente alle quote di partecipazione già sottoscritte e agli strumenti finanziari partecipativi già emessi. In altri termini la Srl (ormai non più) start up innovativa, non potrà, allo scadere dei requisiti, emettere nuove quote o strumenti finanziari, ma quelli emessi anteriormente potranno continuare ad avere giuridica esistenza ed ultrattività, con tutti i limiti e/o privilegi ad essi collegati.

Le deroghe al diritto comune possono ricondursi a due diverse categorie:

- A) deroghe temporanee e obbligatorie: destinate ad essere efficaci solo per il periodo nel quale si mantiene la qualità di start-up innovativa, operano senza necessità di alcuna previsione esplicita nello statuto;
- B) deroghe pure definite temporanee dal legislatore, ma con effetti permanenti e su base volontaria (una società potrebbe essere start-up innovativa senza avvalersene).

Alla prima categoria appartengono le seguenti deroghe:

- posticipazione di un anno dei termini di cui agli artt. 2446-2447 (2482-bis e ter) c.c., in caso di perdita del capitale sociale; una sospensione analoga (art. 182-sexies L.fall.) è dettata in ambito di concordato preventivo e accordi ristrutturazione;
- in materia di crisi di impresa si prevede la sottrazione alle procedure concorsuali e l'applicazione della disciplina del sovraindebitamento, in particolare l'art. 31 D.L. n. 179/2012 prevede che *"la Start up innovativa non è soggetta a procedure concorsuali diverse da quelle previste dal Capo II della Legge 27 gennaio 2012, n. 3"*, equiparando, di fatto, le Startup innovative ai soggetti (non imprenditori) che si trovano in una situazione di "sovraindebitamento". Le Startup innovative sono, pertanto, sottratte all'applicazione delle normali procedure concorsuali (in particolare, fallimento, concordato preventivo e liquidazione coatta amministrativa) e soggette in via esclusiva al procedimento di composizione della crisi da sovraindebitamento introdotto dalla Legge n. 3 del 27 gennaio 2012, consentendo in tal

modo al debitore di concludere un accordo con i creditori nell'ambito della relativa specifica procedura di composizione.

Le deroghe temporanee (ma con effetti permanenti) e su base volontaria sono, invece quelle nelle quali è ravvisabile, in particolare, la volontà di incentivare e privilegiare la raccolta di capitale di rischio rispetto a quello di credito:

- si ammette la possibilità di fare appello al pubblico risparmio (immunità dalla regola di cui all'art. 2468, comma 1, che vieta alle Srl di raccogliere capitale di rischio tramite offerte al pubblico);
- si consente la categorizzazione delle quote (ritenuta, in via generale, inammissibile dalla dottrina dominante);
- le quote possono essere dotate di diritti diversi, anche in deroga all'art. 2468 c.c.;
si possono creare categorie di quote prive del diritto di voto, o con diritto di voto non proporzionale, o, limitato, o subordinato a determinate condizioni;
- si possono emettere strumenti finanziari partecipativi, a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o servizi;
- si consentono, a determinate condizioni, operazioni sulle proprie partecipazioni (se compiute nell'ambito di piani di incentivazione dei dipendenti - per remunerazione).

Risulta quindi alterato l'elemento essenziale della Srl, la rilevanza centrale del socio, normalmente inteso come socio-imprenditore, partecipe direttamente dell'attività sociale.

La disciplina della Srl start-up innovativa risulta, per certi versi, avvicinata a quella della S.p.A., ponendo quindi il problema dell'applicabilità analogica della disciplina di quest'ultima: ad esempio, con riguardo all'emissione di quote prive del diritto di voto o con voto limitato, se si applichi il limite generale di cui all'art. 2351 c.c. previsto per le azioni oppure se, in caso di emissione di diverse categorie di quote, debba farsi ricorso alle assemblee speciali ex art. 2376 c.c.

Si apre dunque alla figura di soci-investitori in senso forte (o, potremmo dire, "di risparmio") e anche a quella di portatori di strumenti finanziari partecipativi, sul modello dell'art. 2346 c.c. comune. Si pone, a questo riguardo, il problema della vigenza delle clausole in deroga.

L'atto costitutivo è destinato a regolare indefinitamente la vita della società: ci si chiede, quindi, se sia opportuno il ricorso a clausole "a termine", destinate cioè ad avere vigenza per il periodo nel quale la società ha i requisiti della start-up innovativa ed è iscritta nell'apposita sezione.

Alcuni autori, in ambito notarile, suggeriscono di collocare nello statuto in un'apposita sezione tutte le norme "in deroga", in modo tale da poterne verificare la vigenza transitoria.

Su questo punto, però, è necessario effettuare alcune precisazioni: può essere utile collocare in un contesto riconoscibile le norme in deroga alla disciplina generale, ma non è vero che l'applicazione di tutte queste disposizioni sia del tutto transitoria.

Una volta venuta meno la qualifica di start-up innovativa, è pur vero che non si potranno più emettere strumenti finanziari, o creare categorie di quote, ma naturalmente (e la stessa previsione normativa dispone espressamente in tal senso) per le quote e gli strumenti partecipativi già emessi le relative clausole dell'atto costitutivo, anche in deroga alla disciplina generale della Srl, manterranno la loro efficacia.

Resteranno, infatti, le diverse categorie di quote; in ipotesi potrebbe restare anche in considerazione della possibilità di fare ricorso all'equity crowdfunding tramite gli appositi portali - una compagine sociale di centinaia, o migliaia di soci, con tutte le possibili disfunzioni di un modello organizzativo pensato per un gruppo tendenzialmente ristretto, formato da soci imprenditori: basti pensare ai penetranti diritti di controllo riconosciuti a ciascun socio (che potrebbero, allora, creare anche problemi di tutela del segreto industriale, o delle scelte strategiche della società), o al possibile abuso (magari in chiave ricattatoria) dell'azione sociale di responsabilità promuovibile da ciascun socio.

Tuttavia, di questa diversità, pur con effetti potenzialmente dirompenti sull'organizzazione interna, non vi sarebbe alcuna traccia all'esterno (allo spirare del termine per cui si perde la qualifica di start-up innovativa viene meno l'iscrizione nella sezione speciale e nulla risulta - né deve risultare - nella denominazione sociale).

Pertanto occorre considerare 2 aspetti:

- In primo luogo occorre considerare gli effetti, sull'operatività della Srl in genere, derivanti dall'ingresso di particolari categorie di soci (o di portatori di strumenti finanziari partecipativi): è allora opportuna una appropriata modulazione dei rapporti sociali (si presti particolare attenzione, ad esempio, a introdurre previsioni che richiedano l'unanimità o alla previsione di poteri di consultazione o di partecipazione alle decisioni gestorie). Da questo punto di vista, si valuti la possibilità di riservare quote ordinarie ai fondatori e di creare, per l'offerta al pubblico, quote privilegiate sotto il profilo patrimoniale ma prive del diritto di voto oppure limitato alle assemblee straordinarie.
- In secondo luogo, si considerino i potenziali effetti sui partecipanti al capitale di rischio: si tratta di investimenti già di per sé molto aleatori, in considerazione della novità dell'iniziativa, cui si aggiunge un rischio di illiquidità molto alto, per la possibile futura difficoltà di disinvestimento. Si opera, inoltre, al di fuori di un mercato regolamentato (ed inoltre i portali, eventualmente utilizzati, operano solo nella prima fase di sottoscrizione, mentre è discusso se essi possano essere utilizzati anche per il mercato secondario - sul tema A. GUACCERO, cit.), con tutte le conseguenze derivanti da tale circostanza: difficoltà di formazione di un prezzo, inapplicabilità della disciplina della offerta pubblica di acquisto obbligatoria.

Si richiede, inoltre, che l'atto costitutivo preveda il diritto di recesso o clausole di covendita (tag along) esercitabili, al massimo nel termine di 5 anni, nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta, trasferiscano il controllo a terzi -. Tali diritti, però, subiscono una inspiegabile limitazione temporale: il diritto di recesso o di co-vendita deve permanere obbligatoriamente solo fino a quando sia mantenuta la qualifica di start-up innovativa (e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta), consentendo dunque di eliminare successivamente tali previsioni, senza considerare che il rischio di illiquidità per l'investitore sia destinato a permanere. Infine, dal punto di vista economico, la disciplina non tiene conto delle potenziali esigenze di ricorrere nuovamente al mercato dei capitali, che possono derivare proprio dal buon esito dell'iniziativa, in un'ottica di espansione della stessa: una volta spirato il termine (massimo) di cinque anni non sarà più possibile un'ulteriore offerta al pubblico, perché non saranno più operanti le deroghe al diritto comune. In questi casi, probabilmente alla Srl conviene terminare il processo di atipicità e trasformarsi, definitivamente, in SpA.

3.2.3 Categorie speciali di quote e diritti particolari del socio

In deroga all'art. 2468, comma 2 e 3 c.c. possono essere create categorie di quote fornite di diritti (patrimoniali e/o amministrativi) diversi.

In deroga all'articolo e all'art. 2479, comma 5, nei limiti imposti dalla legge, si possono altresì creare categorie di quote che:

- a) non attribuiscano diritti di voto;
- b) che attribuiscano al socio diritti di voto ma in misura non proporzionale alla partecipazione;
- c) che attribuiscano al socio diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati a condizioni non meramente potestative.

Dalla scelta si coglie la volontà di consentire una diversificazione delle modalità di investimento nella start up rendendo quest'ultima più rispondente alle esigenze dei differenti potenziali finanziatori.

Si tratta di un punto non trascurabile e innovativo in materia di Srl la quale a partire dalla legge di riforma del 2003 si connota – data la prevalenza dell'elemento personalistico – per una presenza attiva del socio nella vita e nella gestione della società. La creazione di quote cui siano connessi diritti differenziati (per esempio una maggiore remunerazione a fronte dell'assenza del diritto di voto) permette di considerare anche la partecipazione in Srl alla stregua di una forma di mero investimento al pari di quanto già accade nella SpA.

Quanto detto non viene messo in discussione dalla circostanza che, per i primi anni la società, non possa distribuire utili perché ai sensi dell'art. 31, comma 4, del decreto anche quando la start up perda i requisiti necessari per considerarsi tale o decorrano i 5 anni dalla costituzione, *"le clausole eventualmente inserite nell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26, mantengono efficacia limitatamente*

alle quote di partecipazione già sottoscritte". Questo dovrebbe incentivare l'investimento da parte di quanti non siano interessati ad essere coinvolti nella vita e nella gestione societaria puntando, invece, sulla remunerazione del proprio capitale così da legittimare anche nella Srl la dicotomia tra soci investitori e soci risparmiatori.

La disciplina in questione consente, in deroga al principio di unicità e indivisibilità delle quote, nonché di uguaglianza delle stesse, di creare, all'interno anche della Srl (come già consentito nelle Spa) delle categorie di quote diverse da quelle ordinarie e caratterizzate dall'attribuzione al proprio titolare di diritti di natura amministrativa, patrimoniale o altro, diversi rispetto alla disciplina ordinaria: tali quote "diverse", una volta create su misura dallo statuto sociale, sono **oggettivate** nella loro diversità ed attribuiscono i medesimi diritti e doveri "peculiari" a chiunque ne diventi titolare. Ecco perché si parla di "**golden quote**" o di "quote oggettivate" o di "**categorie speciali di quote**" e perché esse vanno nettamente distinte dal fenomeno (non di nuova introduzione per le Srl) dei diritti particolari dei soci, di cui all'art. 2468, comma terzo, c.c.

I diritti particolari, infatti, sono attribuiti e riferiti ai singoli soci e non qualificano oggettivamente la partecipazione. La differenza si evidenzia in caso di cessione della partecipazione:

- nella categoria speciale di quota o *golden* quota, il cessionario acquista gli stessi diritti particolari oggettivati nella partecipazione;
- in caso di diritto particolare ex art. 2468, comma terzo, c.c., invece, la cessione della quota non comprende anche il diritto particolare, salvo che non sia diversamente stabilito nello statuto.

La possibilità di emettere categorie speciali di quote non preclude alla start up innovativa in forma di Srl di prevedere al contempo nello statuto sociale che ad uno o più soci particolari siano attribuiti particolari diritti di natura amministrativa o patrimoniale nel rispetto di quanto già previsto dall'art 2468 3° comma c.c.

La vera novità del Decreto Crescita, rispetto ai diritti particolari del socio di cui all'art. 2468 3° comma c.c. è la sostanziale **atipicità del contenuto delle quote "speciali"**: se, infatti, nelle Srl ordinarie i diritti particolari possono vertere – secondo l'espresso disposto dell'art. 2468, c. 3, c.c. – solo sull'amministrazione della società e/o sulla distribuzione degli utili, pur nella consapevolezza che l'orientamento prevalente è assolutamente favorevole a non ritenere tassativa tale elencazione normativa, il Decreto Crescita è chiarissimo nel prevedere che il contenuto delle quote "speciali" (analogamente alle categorie di azioni ex art. 2348, c. 2, cc.) è liberamente determinabile e, quindi, può vedervi ricompreso qualsiasi diritto sociale "privilegiato", di natura amministrativa o patrimoniale, che l'autonomia statutaria sarà in grado di definire, salvo il rispetto dei "limiti imposti dalla legge", secondo l'espressione contenuta nel medesimo art. 26 comma 2, del Decreto Crescita.

L'espressione "limiti imposti dalla legge" va interpretata nel senso di precludere all'autonomia statutaria la creazione di "golden quote" munite di diritti incompatibili, di volta in volta, con:

- la causa societaria ex 2247 c.c.: ad esempio mediante creazione di golden quote che risultino del tutto esonerate dalla partecipazione alle perdite posto che il divieto del patto leonino ex art. 2265 c.c. deve intendersi principio generale di tutto l'impianto societario; sarà di rimando possibile creare quote postergate nelle perdite come si vedrà in seguito;
- regole caratterizzanti l'impianto delle Srl ordinarie: ad es "golden quote" con diritto "privilegiato" all'adozione di modifiche statutarie in modalità extra-assembleare ex 2479, c. 3, c.c. (laddove l'art 2479, c. 4, c.c., prescrive per esse inderogabilmente la modalità assembleare)
- regole proprie della Srl: ad es "golden quote" con diritto "privilegiato" agli utili (essendo, come abbiamo visto, il divieto di distribuzione di utili un requisito legale, principale e necessario, ai fini della qualificazione di una Srl come impresa "start up innovativa"). C'è anche la possibilità, una volta constatata la contraddittorietà del sistema normativo delle imprese "start up innovative" in forma di Srl, le cui "golden quote" si vedrebbero sostanzialmente precluse i "privilegi" patrimoniali in tema di, utili (che invece dovrebbero rappresentare proprio l'incentivo per attrarre gli investitori a sottoscriverle) di poter considerare il divieto di distribuire utili solo come transitorio: in altri termini derogabile proprio mediante la creazione di categorie speciali di quote espressamente subordinando il termine iniziale del privilegio nella distribuzione degli utili al decorso del quinquennio di vigenza della disciplina di Start Up Innovativa.

Secondo l'Osservatorio Fiorentino in materia Societaria⁶³, tra le deroghe (ancorché implicite) alla disciplina ordinaria delle Srl, deve essere annoverata anche quella che esclude, in presenza di quote la cui circolazione sia esclusa o subordinata al mero gradimento di organi sociali, il diritto di recesso ai soci fintanto che la società permanga nell'alveo della start up innovativa: *"La start up innovativa costituita in forma di società a responsabilità limitata può statutariamente prevedere ai sensi dell'art. 26 comma 2 D.L. 179/2012 categorie di quote caratterizzate da intrasferibilità tout court o il cui trasferimento sia subordinato al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza che siano previsti condizioni o limiti. Con riferimento a tali categorie di quote, può essere escluso il diritto di recesso del socio finché la società mantenga la qualità di impresa start up innovativa e, dunque, finché la stessa sia iscritta nella sezione speciale del registro delle imprese."*

63 "Orientamenti dell'Osservatorio sul Diritto Societario", Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, II ed. 2016, IPSOA editore

3.2.4 Specificità connesse alla raccolta di capitale di rischio tramite portali on-line

Il dato più interessante che emerge dall'analisi della normativa prevista per le *start up innovative* nella forma di Srl è la transizione verso modelli che consentono sia l'allargamento delle tipologie di fonti di finanziamento sotto forma di capitale di rischio con obbligo di restituzione (in tale direzione la possibilità di emettere strumenti di partecipazione finanziaria), sia l'ampliamento dei canali di raccolta dello stesso capitale di rischio (*equity*).

In tale direzione si pone la possibilità, in deroga al divieto di offerta al pubblico delle quote sociali cui all'art 2468, primo comma, c.c., di offrire al pubblico prodotti finanziari avvalendosi di portali on line, ovvero di piattaforme operanti sulla rete che consentono ai potenzialmente infiniti utenti del web (*crowd*) di finanziare il progetto imprenditoriale promosso dalla start up⁶⁴.

Rimandando alla parte introduttiva del presente documento per quanto attiene la normativa che regola l'*equity-crowdfunding* in Italia, ciò che in questa sede interessa è quali siano i riflessi sulla redazione dello statuto per una società che intenda avvalersi di questo strumento.

Non si può a tal fine prescindere dalla lettura dell'articolo 24 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, ai sensi del quale, affinché una start up o una PMI innovativa possa essere ammessa alla offerta sul portale on line, il gestore del medesimo deve verificare che lo statuto della emittente contenga:

- a. un meccanismo di exit (attraverso una clausola di recesso convenzionale o di co-vendita delle proprie partecipazioni) a favore del socio di minoranza – diverso dagli investitori istituzionali – nel caso in cui i soci di controllo, successivamente all'offerta sul portale, trasferiscano direttamente o indirettamente il loro pacchetto a terzi; tali diritti sono riconosciuti per il periodo in cui sussistono i requisiti previsti dall'articolo 25, commi 2 e 4, del decreto Crescita bis e comunque per almeno tre anni dalla conclusione dell'offerta;
- b. la comunicazione alla società nonché la pubblicazione nel sito internet della emittente dei patti parasociali;

Quanto, in particolare, al meccanismo di exit che il regolamento ammette nella formulazione alternativa del recesso o della clausola di co-vendita intesa come *tag along*, ai fini di una maggiore "certezza" operativa sarebbe preferibile optare per la prima clausola statutaria piuttosto che la seconda.

Il diritto di recesso, infatti, a differenza della clausola (atipica) di co-vendita, è oggetto di specifica disciplina normativa negli articoli 2473 c.c. e seguenti della Srl ordinaria e ciò anche sotto il profilo delle tecniche di calcolo della quota di liquidazione e dei tempi della stessa.

64 Di qui il termine anglosassone di "*equity-based crowdfunding*".

Le clausole di co-vendita (nella declinazione del c.d. *tag along*) derivano, invece, dagli ordinamenti giuridici di *common law* e, nonostante non siano esplicitamente disciplinate dal nostro codice civile, possono essere inserite nel novero delle disposizioni che limitano la circolazione delle azioni (art. 2355 bis, c.c.). Nella sostanza tali clausole sono idonee a conseguire il medesimo risultato del diritto di recesso, ma essendo rimesse all'autonomia statutaria potrebbero creare dei "profili di criticità" operativa laddove non correttamente e compiutamente disciplinate.

4 Aspetti operativi lato investitori

4.1 Agevolazioni fiscali per chi investe in Start Up e PMI innovative

4.1.1 La normativa di vantaggio

Strumenti come l'equity-crowdfunding puntano a superare la tradizionale scarsa propensione delle PMI italiane al ricorso al finanziamento in *equity* con evidente privilegio del classico finanziamento bancario e/o pubblico, ma tale ritrosia rappresenta solo una faccia del problema dell'ancora modesto sviluppo del mercato dei capitali nel nostro Paese. Dall'altra parte, infatti, si riscontra l'assenza di una comunità di investitori, professionali e non, idonea a generare un flusso di investimenti che abbiano un orizzonte di lungo periodo ed elevata propensione al rischio da destinare alle realtà più competitive della nostra economia, favorendo l'innovazione, la creazione di occupazione e, più in generale, lo sviluppo. Al fine di mobilitare su questi temi la più ampia quantità possibile di risorse finanziarie il Governo, prendendo spunto dalle *best practices* continentali⁶⁵, si è impegnato per migliorare anche le condizioni di contesto sul fronte della domanda, ossia per facilitare l'attrazione di investimenti in *equity* ed orientare il risparmio verso talune categorie di imprese, basate in Italia, a vocazione tecnologica e con forti prospettive di crescita, ritenendole le più idonee per tornare a crescere in modo sostenuto.

L'art.29 del Decreto Crescita 2.0(decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito con modificazioni della legge 17 dicembre 2012, n.221), al fine di favorire gli investimenti in questo tipo di società, ha introdotto alcune **agevolazioni fiscali per chi investe in start up innovative**, che determinano, sia per le persone fisiche che per le persone giuridiche, una riduzione delle imposte sui redditi.

Inoltre, "l'**Investment Compact**" (decreto-legge 24 gennaio 2015, n.3, convertito con modificazioni della legge 24 marzo 2015, n.33) ha introdotto la definizione di **PMI innovativa**, estendendo a tale tipologia di azienda la possibilità di avvantaggiarsi di alcuni degli incentivi previsti a favore delle start-up innovative. Infatti **alle PMI innovative sono estese le agevolazioni fiscali previste per i privati e per le società che investono in start up innovative**, anche se possono usufruire di questo

65 Il meccanismo previsto dal Governo inglese (SEIS – *Seed Enterprise Investment Scheme*) prevede, ad esempio, il 50% della deducibilità dell'investimento dal reddito annuale (*Income tax relief*), la possibilità di portare in deduzione l'eventuale minusvalenza derivante dalla cessione della partecipazione detenuta (*Loss relief*) e la totale esenzione delle eventuali plusvalenze conseguite, se derivanti da partecipazioni detenute da più di tre anni o se reinvestite in PMI che rispettano i requisiti SEIS (*Capital gain disposal relief*)

beneficio solo le aziende che sono in attività da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale. Per le PMI innovative che operano sul mercato da più di sette anni, gli incentivi fiscali saranno applicati qualora presentino un piano di sviluppo dei prodotti, servizi o processi nuovi nel settore interessato.

Tale piano dovrà poi essere valutato e approvato da un organismo indipendente, espressione dell'associazionismo imprenditoriale, ovvero da un organismo pubblico. Per l'individuazione delle modalità di attuazione degli incentivi fiscali per le PMI innovative si è in attesa della definizione del decreto attuativo del MEF di concerto con il MISE.

Gli incentivi fiscali sono validi per tutti gli investimenti in imprese innovative effettuati negli anni fiscali 2013 - 2014 - 2015 e 2016.

Il beneficio fiscale è correlato ai conferimenti in denaro effettuati sia in sede di costituzione della start up innovativa sia in sede di aumento di capitale sociale (in caso di società già costituite) e non sono previste soglie minime di investimento.

L'agevolazione spetta esclusivamente ai fini delle imposte sui redditi e non opera ai fini IRAP.

Le disposizioni attuative degli incentivi fiscali sono state emanate con DM del MEF di concerto con il MISE del 30 gennaio 2014. Il recente DM del 25 febbraio 2016, adottato al fine di adeguare la disciplina ai nuovi orientamenti in materia di capitale di rischio e alla decisione della Commissione Europea che ha autorizzato l'estensione degli aiuti al 2016, ha mantenuto sostanzialmente inalterata la disciplina previgente: le principali novità riguardano l'aumento della soglia massima di investimenti ammissibili e del periodo minimo di durata dell'investimento. Va rilevato che, il rispetto delle nuove regole, è soggetto a decorrenza differenziata secondo gli obblighi, come stabilito nell'art.7 (*entrata in vigore*) del citato DM.

I primi chiarimenti interpretativi su queste agevolazioni fiscali sono pervenuti con la Circolare AdE n.16 del 11.06.2014.

4.1.2 Gli investitori interessati

Le agevolazioni riguardano sia le persone fisiche sia le persone giuridiche che investono in start up innovative.

Persone fisiche

Le persone fisiche (direttamente ovvero per il tramite di organismi di investimento collettivo o del risparmio o altre società che investano prevalentemente in start up innovative o PMI innovative) possono detrarre ai fini Irpef un importo pari al 19% della somma investita nel capitale sociale di una o più start up innovative (25% nel caso di start up innovative a "vocazione sociale" o che sviluppano o commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico).

L'investimento massimo deducibile, in questo caso, non può eccedere, in ciascun periodo d'imposta, l'importo di euro 500.000,00 e deve essere mantenuto per **almeno tre anni** pena la restituzione dell'importo detratto maggiorato degli interessi legali⁶⁶.

Ad esempio se una persona fisica nell'anno 2015 effettua 2 investimenti nel capitale sociale di start up innovative, uno pari a euro 120.000,00 (per il quale è prevista la detrazione del 19%) e l'altro pari a euro 50.000,00 (per il quale è prevista la detrazione del 25%), la detrazione totale dall'imposta lorda in Unico 2016 sarà pari a euro 35.300,00.

Se la detrazione è uguale o superiore all'imposta lorda, l'eccedenza potrà essere portata in detrazione nei periodi di imposta successivi ma non oltre il terzo, sino a concorrenza massima del suo ammontare.

Persone giuridiche

Le persone giuridiche (direttamente o tramite organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in start up innovative o PMI innovative) possono dedurre ai fini Ires un importo pari al 20% della somma investita nel capitale di una o più start up innovative (**27% nel caso di start up innovative a "vocazione sociale" o che sviluppano o commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico**).

L'investimento massimo deducibile non può eccedere per ciascun periodo di imposta, l'importo di euro 1.800.000,00 e deve essere mantenuto per **almeno tre anni** pena l'incremento retroattivo del reddito, con recupero a tassazione della maggiore imposta oltre gli interessi legali⁶⁷.

Ad esempio se una società nell'anno 2015 effettua 2 investimenti nel capitale sociale di start up innovative, uno pari a euro 200.000,00 (per il quale è prevista la deduzione del 20%) e l'altro pari a euro 150.000,00 (per il quale è prevista la deduzione del 27%), la deduzione totale dal reddito imponibile sarà pari a euro 80.500,00 con un risparmio di imposta Ires pari a euro 22.137,50.

Se la deduzione è superiore al reddito complessivo dichiarato, l'eccedenza potrà essere riportata nei periodi di imposta successivi ma non oltre il terzo, sino a concorrenza massima del suo ammontare.

66 Termine inizialmente fissato in due anni (DM 30.01.2014). Il rispetto del più esteso periodo di tre anni si applica a partire dagli investimenti effettuati dal 1° gennaio 2015 (DM 25.02.2016).

67 Vedi nota precedente.

4.1.3 Condizioni per beneficiare delle agevolazioni fiscali

Gli investitori devono ricevere e conservare la seguente documentazione:

- a. certificazione rilasciata dalla start up innovativa attestante il rispetto del limite di euro 15 milioni per i conferimenti complessivamente ricevuti nei periodi d'imposta di vigenza del regime agevolativo⁶⁸;
- b. copia del piano di investimento della start up innovativa contenete informazioni dettagliate sull'attività svolta, sui relativi prodotti, sull'andamento previsto e attuale delle vendite e dei profitti, con descrizione dell'exit strategy al fine di garantire all'investitore una pianificazione della fase finale dell'operazione⁶⁹;
- c. una certificazione attestante l'oggetto dell'attività nel caso di investimenti in start up a vocazione sociale, oppure operanti in ambito energetico.

Inoltre:

- **gli organismi di investimento collettivo del risparmio** devono certificare il possesso di un numero di azioni o quote di valore pari al **70%** del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio chiuso al periodo di imposta in cui viene effettuato l'investimento;
- **le società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative** devono certificare di essere in possesso di un numero di azioni o quote di start-up innovative – classificate nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie – di valore almeno pari al **70%** delle immobilizzazioni finanziarie iscritte nel bilancio chiuso nel corso del periodo di imposta in cui è stato effettuato l'investimento.

4.1.4 Cause di esclusione e cause di decadenza delle agevolazioni fiscali

Le agevolazioni sono escluse quando gli investimenti in start up innovative sono effettuati:

- tramite OICR o società, direttamente o indirettamente, a partecipazione pubblica;
- in start up innovative che si qualificano come imprese in difficoltà (Comunicazione Commissione europea 2004/C244/02);
- in start up innovative che operano nel settore della costruzione navale e nel settore del carbone e dell'acciaio.

Sono inoltre escluse:

- le start up innovative, gli incubatori certificati, gli OICR e le altre società di capitali che investono prevalentemente nelle start up innovative;

⁶⁸ Limite inizialmente fissato in 2,5 milioni di euro per singolo periodo d'imposta (DM 30.01.2014). Il rispetto del più ampio importo di 15 milioni sull'intero periodo ammesso alle agevolazioni si applica a partire dal periodo d'imposta in corso al 1° luglio 2014 (DM 25.02.2016).

⁶⁹ La descrizione dell'exit strategy tra le informazioni contenute nel piano d'investimento viene precisata nella Relazione Illustrativa al DM 30.01.2014 e ripresa dalla Circolare AdE n.16 del 11.06.2014, pag.57 e segg.

- ai soggetti che prima di effettuare l'investimento possiedano partecipazioni superiori al 30% nella start up innovativa oggetto dell'investimento, comprendendo anche le partecipazioni detenute dai familiari e da società direttamente controllate.

La possibilità di beneficiare delle agevolazioni fiscali è, invece, soggetta a decadenza quando si verifica uno dei seguenti casi:

- la cessione – anche parziale – a titolo oneroso delle partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti agevolati (debbono ritenersi vietati anche gli atti a titolo oneroso che possono determinare la costituzione o il trasferimento di diritti reali di godimento e in conferimenti in società);
- la cessione di diritti o titoli attraverso cui possono essere acquisite le partecipazioni ricevute in cambio degli investimenti agevolati;
- la riduzione del capitale sociale e la ripartizione di riserve o altri fondi costituiti con sopra-prezzi di emissione di o quote di start-up innovative o delle società che investono prevalentemente in start-up innovative;
- il recesso o l'esclusione degli investitori soggetti passivi di imposta IRPEF o IRES che hanno effettuato un investimento agevolato in una o più start-up innovative;
- la perdita di uno dei requisiti previsti dall'art. 25, comma 2, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 da parte della start-up innovativa secondo quanto risultante dal registro delle imprese.

Dette cause di decadenza debbono verificarsi entro 3 anni a decorrere dalla data in cui è stato effettuato l'investimento⁷⁰.

Non costituiscono, invece, causa di decadenza le operazioni che comportano:

- il trasferimento a titolo gratuito o a causa di morte delle partecipazioni;
- i trasferimenti delle partecipazioni derivanti da operazioni straordinarie, così come previste dal Titolo III – Capo III e IV del D.P.R. 22.12.1986 n. 917 (T.U.I.R.) (trasformazione, fusione, scissione di società, scambi di partecipazioni);

70 Per "data in cui è stato effettuato l'investimento" s'intende, a norma dell'art. 3 del DM 25.02.2016:

- il periodo d'imposta in corso alla data del deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese dell'atto costitutivo o della deliberazione di aumento del capitale sociale ovvero, se successiva, alla data del deposito dell'attestazione che l'aumento del capitale è stato eseguito ai sensi degli articoli 2444 e 2481-bis del codice civile, per i conferimenti in denaro iscritti alla voce del capitale sociale e della riserva da sovrapprezzo delle azioni o quote (inclusa la compensazione dei crediti in sede di sottoscrizione di aumenti del capitale); lo stesso vale anche nel caso di investimenti indiretti per il tramite delle altre società che investono prevalentemente in start-up innovative;
- il periodo d'imposta in corso alla data in cui ha effetto la conversione per i conferimenti derivanti dalla conversione di obbligazioni convertibili;
- gli investimenti in quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio di cui all'art. 1, comma 2, lettera e), e quelli effettuati per il tramite delle altre società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative rilevano alla data di sottoscrizione delle quote.

Con l'esclusione dei trasferimenti a causa di morte, queste operazioni possono dirsi ammesse e non comportano pertanto la decadenza dalle agevolazioni fiscali a condizione si siano verificate a decorrere dalla data in cui è stato effettuato l'investimento agevolato da parte del dante causa.

Non costituisce inoltre causa di decadenza dalle agevolazioni fiscali, il decorso del termine di 5 anni dalla data di costituzione della start-up innovativa (che deve essere stata costituita e svolgere attività d'impresa da non più di 60 mesi) o del termine indicato ai sensi dell'art. 25, comma 2, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179.

Giova ricordare, per completezza, che nel caso di investimenti in imprese innovative effettuati da società di capitali, l'incentivo fiscale usufruibile all'atto dell'investimento si cumula con i benefici ottenibili dall'applicazione del regime di *participation exemption* di cui all'art.87 TUIR all'atto del disinvestimento⁷¹.

Sarebbe auspicabile estendere un pari beneficio anche ai privati dato che con la Legge n.143 del 27.12.2014 (Legge di Stabilità per il 2014) è stata abrogata l'agevolazione introdotta con l'articolo 3 del D.L. n. 112/2008 secondo la quale, in estrema sintesi, ai sensi dell'articolo 68, commi 6-*bis* e 6-*ter* del TUIR, le plusvalenze di cui all'articolo 67, derivanti dalla cessione di partecipazioni in società di capitali residenti in Italia e costituite da non più di 7 anni, realizzate ai sensi delle lettere c) e c-*bis*) non concorrevano a formare il reddito imponibile qualora reinvestite entro un biennio in startup.

4.2 La convenienza economico-finanziaria di un investimento in una Startup-PMI innovativa

4.2.1 Introduzione

L'investimento in start-up innovative ed in PMI innovative presenta caratteristiche particolari e rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali in quanto si tratta, come illustrato nel resto del presente documento, di società operanti in settori innovativi, per cui il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore, il che, ovviamente, incide anche sul rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito.

La regolamentazione di tale fenomeno, inoltre, è molto complessa e orientata a trovare un giusto equilibrio tra la tutela dell'investitore e gli oneri dei gestori delle piattaforme online, in operazioni con elevato rischio finanziario.

Il problema che la normativa vuole affrontare è costituito dalla scarsità di canali per la raccolta di fondi da parte di soggetti imprenditoriali di nuova o recente costituzione caratterizzati da uno specifico profilo rischio/rendimento, che incorpora

⁷¹ Si rimanda, circa il delicato tema del requisito della commercialità dell'impresa in fase di startup e per altri utili approfondimenti, alla lettura della Circolare AdE n.7 del 29.3.2013.

un alto tasso di fallimento ma anche la possibilità di ritorni elevati in caso di successo di iniziative basate su prodotti e tecnologie innovativi.

4.2.2 Indici di bilancio e sostenibilità finanziaria

Per **convenienza economica** si intende la capacità del Progetto di creare valore, generare un livello di redditività per il capitale investito adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato e, soprattutto, al livello di rischio insito al progetto mentre, per **convenienza finanziaria**, si intende la capacità del Progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati, compatibilmente con una adeguata remunerazione degli investitori privati coinvolti nella realizzazione e nella gestione dell'iniziativa.

La **valutazione della convenienza economica**, derivante dall'investimento in un progetto innovativo, si basa sul calcolo di alcuni indicatori molto significativi, desumibili dagli schemi di conto economico previsionale.

Ha grande importanza la misura dell'**EBITDA** (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*), un risultato economico intermedio diffusamente utilizzato per misurare la redditività operativa (reddito operativo al lordo degli ammortamenti).

Un altro indicatore rilevante è l'**EBIT** (*Earning Before Interest and Taxes*), che esprime la capacità dell'impresa di generare reddito attraverso la propria attività caratteristica.

Dal rapporto tra reddito operativo (EBITDA) e valore delle vendite (fatturato) nasce il **ROS** (*Return On Sales*), che misura l'efficienza operativa dell'impresa e consente di effettuare comparazioni nel tempo per una stessa impresa e fra imprese operanti nello stesso settore. Un indice elevato è sintomatico di buona attività operativa e commerciale dell'impresa.

Il **ROCE** (*Return On Capital Employed*), dato dal rapporto tra EBIT e capitale investito, fornisce un'indicazione sintetica della capacità dell'azienda di generare una redditività operativa adeguata alle esigenze di remunerazione dei finanziatori.

Il **ROE** (*Return On Equity*), calcolato facendo il rapporto tra il reddito netto ed il patrimonio netto, esprime sostanzialmente la remunerazione del capitale di rischio per gli azionisti.

Il **ROI** (*Return On Investment*), infine, rappresenta il rendimento dell'attività tipica confrontato con tutti gli investimenti effettuati nella attività tipica. Sintetizza il rendimento della gestione tipica dell'azienda in base a tutto il capitale in essa investito (capitale proprio e capitale di terzi), al lordo degli oneri finanziari, degli oneri fiscali ed è indipendente dai risultati della gestione non caratteristica e straordinaria.

Sempre utilizzando gli schemi previsionali, si può valutare la sostenibilità finanziaria verificando che i flussi di cassa, ipotizzati nel Business Plan, siano adeguati e correttamente stimati.

Al riguardo un indicatore molto significativo, desumibile dal rendiconto finanziario, è il **flusso di cassa della gestione corrente**, che dipende sostanzialmente dalla redditività operativa dell'azienda e dalla sua capacità di ottimizzare la gestione del capitale circolante netto.

Un altro indicatore molto importante è il *Free Cash Flow*, dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo ed il flusso di cassa della gestione investimenti.

Oltre ai flussi di cassa è necessario verificare l'esistenza di un **equilibrio tra tipologia di fonti ed impieghi**. Una variabile molto importante nella scelta delle fonti di finanziamento è l'analisi del tipo di fabbisogno da finanziare e, in particolare, delle relazioni esistenti tra impieghi e fonti di finanziamento. Se il fabbisogno è destinato a investimenti a breve termine le fonti a cui ricorrere devono essere a breve; se invece è destinato all'acquisto di beni strumentali le fonti a cui ricorrere devono essere a lungo termine. In altre parole, al fine di garantire l'equilibrio della gestione, le risorse finanziarie impiegate devono essere sempre "omogenee" rispetto ai fabbisogni da coprire. Gli impieghi durevoli (immobilizzazioni) devono essere, pertanto, finanziati con capitale permanente (patrimonio netto e passività consolidate). Gli investimenti in attivo circolante devono, invece, essere finanziati con capitale proprio e passività a breve termine (passività correnti).

4.2.3 Il ritorno sociale degli investitori e l'impatto emotivo del progetto

Dopo aver citato i principali indici da valutare per definire la convenienza economico-finanziaria di un investimento relativo alla realizzazione di un progetto innovativo, è fondamentale precisare che l'analisi si basa su bilanci previsionali. Una start-up innovativa, ma in certa misura anche una PMI innovativa offre un'idea e un progetto per realizzarla: la decisione se investire oppure no, pertanto, non si basa solo, come tradizionalmente avviene, su elementi economici e razionali ma, inevitabilmente, sul modo degli investitori di apprezzare il progetto che viene presentato.

Pertanto, la componente d'impatto emotivo del progetto è il fattore principale della scelta di finanziamento, con un peso decisivo della presentazione del progetto (immagini, video e *pitch*) e della sua capacità di attrarre l'attenzione e l'immaginazione dei potenziali investitori.

Oltre al ritorno finanziario, è fondamentale il ritorno morale che gli investitori possono ottenere dal progetto finanziato che può far aumentare il valore percepito derivante dall'investimento e accrescere la *willingness to pay* dell'investitore. Infatti, i piccoli investitori sono principalmente interessati ad investire in progetti che sentono vicini emotivamente o geograficamente e di cui condividono i valori di fondo.

Tale ritorno morale può essere dato dai seguenti fattori:

- dall'associare il proprio nome a persone o progetti di elevato standing etico, tecnologico, scientifico e culturale (*mecenatism*);
- la sensazione di aver investito in "*The Next Big Thing*" con prospettive di grandi guadagni (*lottery effect*);

- la possibilità di apportare la propria esperienza, competenza e network di relazioni, anche entrando direttamente nella governance (*back to work*);
- il convincimento di avere fatto qualcosa di utile per il Paese (*give back*);
- partecipare ad un movimento di innovazione e di intraprendenza (*emotional value*).

4.2.4 Rischi e criticità dell'equity-crowdfunding

La mancanza di elementi economici e razionali cui fare riferimento e, conseguentemente, l'approccio inevitabilmente emozionale con cui si valuta l'investimento, oltre che la intrinseca rischiosità di società neo costituite operanti in settori innovativi (elevato tasso di mortalità), sono alla base dei principali rischi dell'investimento in start-up innovative.

I principali rischi dell'investimento in start-up innovative sono:

Rischio di perdita del capitale

Poiché si tratta di società neo costituite operanti in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale non vada a buon fine è ancora maggiore rispetto a quello delle società già da tempo operanti in un determinato settore, il che, ovviamente, incide anche sul rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito.

Mancanza di dividendi

È necessario comprendere che non è facile che una società da poco costituita riesca, nei primi anni di vita, a produrre utili. Il "Decreto crescita bis" ha addirittura posto il divieto di distribuzione di utili (per tutto il periodo in cui la società offerente possiede i requisiti di start-up innovativa). Gli eventuali utili saranno quindi necessariamente reinvestiti nella società accrescendo il valore della partecipazione nel caso in cui la start-up consegua risultati positivi nel tempo.

Rischio di illiquidità

La liquidità di uno strumento finanziario consiste nella sua capacità a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore. Essa dipende in primo luogo dall'esistenza di un mercato in cui il titolo può essere trattato e dalle caratteristiche di questo mercato.

In generale, a parità di altre condizioni, i titoli negoziati sui "mercati organizzati" sono più liquidi dei titoli non trattati su detti mercati. Ciò accade perché la domanda e l'offerta di titoli vengono convogliate in gran parte sui mercati organizzati e, quindi, i prezzi rilevati in quel contesto sono ritenuti indicatori più affidabili dell'effettivo valore degli strumenti finanziari.

Quando invece gli strumenti finanziari non sono negoziati in mercati organizzati può risultare difficoltoso liquidarli o comprenderne il valore effettivo: questi strumenti finanziari sono definiti "illiquidi".

Gli strumenti finanziari emessi dalle start-up e dalle PMI innovative, che possono essere sottoscritti tramite i portali di equity crowdfunding appartengono, quantomeno inizialmente alla seconda categoria, dal momento che il Decreto crescita ne vieta la negoziazione nei mercati organizzati per il periodo in cui la società può essere considerata una start-up innovativa (art. 25, comma 2 del "Decreto crescita bis").

Pertanto, chi compra tali strumenti deve essere consapevole del fatto che, accanto al rischio di perdita dell'intero capitale investito, vi è anche il rischio di "illiquidità" collegato sia al divieto per un primo periodo di essere scambiati su mercati organizzati e sia al fatto che – almeno inizialmente – non esiste un c.d. "mercato secondario" sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati sottoscritti.

Rischio di iniziative illecite e truffe

La diffusione dell'utilizzo di internet per le transazioni commerciali ha aumentato il rischio di incappare in iniziative illecite o in vere e proprie truffe.

4.2.5 La figura dell'investitore

La normativa emanata dall'Italia di concerto alle indicazioni della UE, è ovviamente orientata alla tutela del risparmiatore. Lo scopo è di evitare soprusi ed abusi da parte degli offerenti, che potrebbero verificarsi soprattutto quando la domanda è rivolta agli investitori non professionali.

Una prima tutela stabilita dalla normativa è la gestione di un apposito Registro dei Gestori di Portali di Equity Crowdfunding istituito dalla Consob.

L'investitore professionale (detto anche "operatore qualificato") è un operatore finanziario, persona giuridica o fisica, appartenente a una speciale categoria di investitori.

L'art. 31.2 del regolamento di attuazione del TUF (d.lgs. 1998/58) adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1.7.1998 e il DM Tesoro n. 228 del 24.5.1999 definiscono "investitore qualificato":

- a) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazioni, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e le persone iscritte negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 TUBC;
- b) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, secondo la normativa del Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti del punto precedente;

- c) le fondazioni bancarie;
- d) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifiche competenze ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante.

L'investitore professionale, quindi è colui che ha maggiori conoscenze e possibilità di approfondimento di progetti presentati dalle startup o PMI Innovative.

L'operatività effettuata fino ad oggi non è elevata e le uniche statistiche disponibili sono rappresentate dalle relazioni pubblicate dalla Consob sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR). Dai pochi dati rilevabili, tali operatori sono stati quelli che fino ad oggi hanno dimostrato maggior fiducia nell'appoggiare le iniziative delle aziende che richiedevano i contributi ma che al contempo avevano progetti più orientati allo sviluppo commerciale, produttivo, con maggiori previsioni di ritorni finanziari.

Il valore medio del contributo offerto da tali figure è stato di taglio normalmente più elevato rispetto agli altri.

Trattandosi di un nuovo mercato, l'analisi delle poche fonti disponibili non permette di risalire nel dettaglio alla specifica tipologia di investitore qualificato che ha effettuato direttamente un apporto e pertanto non è possibile indicare se, per esempio, il settore bancario o assicurativo, siano intervenuti con acquisto quote tramite le piattaforme dedicate al crowdfunding.

Prima dell'avvento di tale opportunità, un imprenditore che avesse una idea od un progetto da sviluppare (soprattutto produttivo), si rivolgeva ad un investitore professionale (normalmente una banca o un fondo di venture capital) per l'acquisizione di fondi sufficienti alla partenza ed allo sviluppo del progetto stesso.

L'investitore professionale, aveva l'onere di analizzare e valutare la proposta al proprio interno, e non sempre i due interlocutori (cliente-finanziatore) trovavano il giusto punto d'incontro.

Con l'accesso tramite la piattaforma di Crowdfunding, l'investitore ha oggi diversi vantaggi rispetto al passato.

- 1) Il progetto viene analizzato e pubblicato su piattaforma pubblica, da un gestore di portale (per l'Italia autorizzato dalla Consob);
- 2) All'idea viene associato un obiettivo (target) di raccolta di fondi, che se non raggiunto entro un determinato limite temporale, determina il venir meno dell'iniziativa;
- 3) I promotori, hanno numerosi strumenti per mantenere continuamente aggiornati i contatti acquisiti sullo stato d'avanzamento dell'iniziativa imprenditoriale presentata sulla piattaforma on-line.

Essendo l'equity crowdfunding un fenomeno nuovo, non solo per l'Italia, la definizione della relativa disciplina ha richiesto, sia a livello di normativa primaria che

secondaria, una particolare attenzione soprattutto con riferimento alla predisposizione di adeguate misure di tutela degli investitori *retail* (non professionali).

Ciò ha richiesto una profonda attenzione nella definizione delle regole attuative più idonee a fornire un adeguato livello di tutela dell'investitore non professionale (che deve poter assumere una decisione consapevole in relazione alle caratteristiche di rischiosità dell'investimento) posto che si consente l'utilizzo di questo meccanismo di raccolta con riferimento a strumenti finanziari particolarmente rischiosi (partecipazioni al capitale di imprese neo-costituite o PMI innovative) relativi peraltro a progetti imprenditoriali a loro volta pertinenti ad un settore dell'economia (quello delle tecnologie innovative) particolarmente incerto.

Tra i meccanismi di tutela più significativi per gli investitori *retail* si ricorda che:

- 1) l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali on-line è un'attività riservata a: i) banche e imprese di investimento ("gestori di diritto"), soggette al rispetto alle regole MiFID (l'investitore sarà opportunamente profilato e assistito dalle regole di appropriatezza o di adeguatezza a seconda del tipo di relazione che instaurerà con l'intermediario) e annotati nella sezione speciale del registro tenuto dalla Consob; ii) gestori "autorizzati" dalla Consob e iscritti nella sezione ordinaria del registro. Per tali soggetti la disciplina prevede regole di condotta ad hoc, definite dalla Consob, da rispettare nelle relazioni con gli investitori.
- 2) ispirandosi ai più generali rimedi giuridici utilizzati nei casi in cui sussiste un'asimmetria informativa tra due (o più) operatori (e questo ne è un tipico caso), si è scelto di costruire la tutela dell'investitore su tre diversi livelli di informativa cui lo stesso deve accedere prima di poter aderire alle singole offerte di capitale. Tali informazioni sono concernenti: il portale, l'investimento in *start-up* innovative (caratteristiche e rischiosità) e le specifiche offerte (per cui è stato previsto, ai fini di una migliore comparabilità, un modello standardizzato allegato al regolamento).
- 3) la previsione del diritto di revoca per gli investitori diversi dai professionali che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta condotta tramite portale quando, tra il momento dell'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell'investimento. Il diritto di revoca può essere esercitato entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate a conoscenza degli investitori.
- 4) in caso di cessione a terzi del controllo della *start-up* gli investitori di minoranza che hanno sottoscritto o acquistato strumenti finanziari emessi da *start-up* e PMI innovative offerti tramite portali *on-line* sono tutelati attraverso l'introduzione di speciali clausole statutarie che riconoscono il diritto di recesso o di co-vendita a favore degli investitori.

In considerazione di quanto sopra esposto, la figura dell'investitore *retail* è maggiormente tutelata rispetto all'investitore professionale proprio per evitare che fenomeni di *misselling/mispricing* o truffe possano minare la reputazione e la fiducia, che rivestono un ruolo fondamentale per il successo del fenomeno dell'equity crowdfunding.

Di seguito si sintetizzano alcune peculiarità della prassi operativa, finora registrata, che consentono all'investitore sia una scelta di investimento consapevole sia di ampliare notevolmente il perimetro delle possibilità di investimento:

- 1) Importi variabili di investimento: l'investitore può decidere di investire somme minime nei progetti pubblicati sui portali (importi minimi anche inferiori a 500€) ottenendo una rendicontazione anche nel caso in cui non si arrivasse al target minimo di raccolta;
- 2) Pubblicità delle iniziative: l'investitore, tramite i portali on-line, ha possibilità di conoscere/analizzare iniziative imprenditoriali che altrimenti, non sarebbe in grado di conoscere, valutare e prendere in considerazione;
- 3) Analisi preventiva dei progetti da parte del gestore del portale: i gestori delle piattaforme valutano le iniziative prima di pubblicarle; ciò, riduce il rischio per il risparmiatore di investire in iniziative poco affidabili e/o poco strutturate;
- 4) Assenza di barriere territoriali: l'investitore, grazie ai portali, ha la possibilità di analizzare ed eventualmente partecipare nel capitale di rischio di iniziative che anche per ragioni geografiche sarebbero distanti dalla propria area geografica di riferimento;
- 5) Indipendenza e autonomia delle decisioni di investimento: l'investitore ha la possibilità di investire autonomamente - comunque assistito dalle regole di trasparenza informativa e di condotta (ex MiFID o ad hoc) - nel capitale di rischio di iniziative che hanno uno specifico progetto commerciale, industriale o di servizio.

5 Elementi tipici del Business Plan secondo le “Istituzioni” (Commercialisti, Consob, Borsa Italiana, AIFI, ABI, Accademia) e i modelli innovativi

Per molti anni il termine “Business Plan” è stato prerogativa di pochi addetti ai lavori, mentre oggi sta diventando, sempre di più, il mezzo principale per ottenere finanziamenti, stringere accordi o alleanze strategiche.

Il Business Plan è uno strumento di programmazione e gestione manageriale che può essere utilizzato e sviluppato per diverse finalità fra le quali le più frequenti sono:

- fornire una guida strategica;
- valutare i punti di forza ed i rischi connessi a specifiche azioni da porre in atto;
- stabilire un benchmark sulla base del quale poter valutare le decisioni ed i risultati aziendali futuri;
- fornire le informazioni di base per costruire la struttura finanziaria di operazioni d’acquisizione;
- reperire finanziamenti sotto forma di credito o di capitale di rischio;
- promuovere i rapporti con possibili partner in joint venture e con i più importanti clienti, fornitori e distributori.

Il principale ambito di applicazione del Business Plan si riscontra nella presentazione dello stesso agli istituti di credito per l’ottenimento di linee di credito.

Un altro contesto in cui il Business Plan è elemento imprescindibile è l’apertura del capitale di rischio all’ingresso di fondi di venture capital o private equity o la quotazione delle imprese in Borsa per avere accesso al mercato dei capitali.

La redazione del Business Plan non è soggetta ad una vera e propria disciplina, tuttavia diverse Istituzioni, nell’arco degli anni, si sono impegnate a fornire una serie di direttive volte ad una corretta e quanto più efficace costruzione del Business Plan.

Il Gruppo di lavoro Area Finanza Aziendale del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) ha redatto il documento “*Linee guida alla redazione del Business Plan*”, pubblicato il 5 maggio 2011, nel quale vengono illustrati i principi ed i criteri da seguire per la predisposizione dello stesso.

Borsa Italiana, in collaborazione con ABI, ha predisposto l’elaborato “*Guida al Piano Industriale*” con lo scopo di offrire una guida da utilizzare nella redazione del

Business Plan che deve essere presentato dalla società emittente per la quotazione nei mercati regolamentati.

Inoltre, l'Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital (A.I.F.I.) e il PricewaterhouseCoopers (PwC), hanno collaborato alla creazione del documento *"Guida al Business Plan"*, pubblicato a gennaio 2013, con il fine di dare un contributo concreto e pratico ad una maggiore divulgazione dei criteri da utilizzare per la stesura di un Business Plan, indirizzato prevalentemente a chi si rivolge al capitale di rischio come fonte di finanziamento della propria attività imprenditoriale.

Di seguito verranno sintetizzati gli elementi tipici del Business Plan, derivanti dall'analisi dei suddetti documenti.

5.1 "Linee guida alla redazione del Business Plan" (CNDCEC)

L'elaborato realizzato dal Gruppo di Lavoro Area Finanza Aziendale del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, strutturato in 8 documenti, richiama i *"Principi generali di redazione del Business Plan"* approvati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti in data 5 novembre 2011 (in aggiornamento al documento del 9 dicembre 2003), con aggiornamenti, revisioni ed adattamenti connessi sia all'evoluzione del mercato economico e finanziario, sia alla crescente necessità di reperire fonti di finanziamento pubbliche e/o private.

Il citato documento si prefigge l'obiettivo di definire le linee guida di elaborazione del Business Plan, indicandone le modalità di redazione e rappresentazione. Di seguito si riporta una sintetica descrizione dei singoli documenti presenti nella citata linea guida.

5.1.1 Presentazione del progetto di impresa

Tale Documento ha lo scopo di sancire ed illustrare il principio secondo cui la redazione del Business Plan non può prescindere dall'enunciazione sintetica della natura, degli obiettivi e delle caratteristiche essenziali del progetto d'impresa cui si riferisce, in modo da consentire una corretta valutazione dell'iniziativa oggetto di pianificazione.

La descrizione del progetto e del relativo piano:

- da un lato, deve consentire al redattore l'acquisizione di una visione iniziale, globale e complessiva del progetto cui il *Business Plan* si riferisce, agevolando l'elaborazione di considerazioni di natura più analitica, specifica e circostanziata;
- dall'altro, deve porre il lettore nella condizione di percepire immediatamente le finalità del *Business Plan*, agevolando la lettura successiva e consentendo anche una selezione dei vari paragrafi ai quali può essere interessato, attesi gli scopi che il documento di programmazione si prefigge di raggiungere.

La presentazione del progetto è un documento, estremamente sintetico, che deve dichiarare ed illustrare sommariamente le caratteristiche salienti, gli obiettivi e le finalità del progetto.

Deve sinteticamente contenere i seguenti elementi:

- enunciazione sintetica del progetto d'impresa;
- indicazione del soggetto proponente ed attuatore del progetto;
- indicazione della finalità;
- indicazione del destinatario;
- indicazione dell'articolazione, della struttura o dell'indice del complessivo documento;
- indicazione dettagliata delle principali *assumptions* adottate con evidenza delle probabilità di accadimento stimate;
- evidenza del rendimento e del rischio complessivo del progetto;
- indicazione del o dei redattori e della loro qualificazione professionale;
- dichiarazione di conformità alle Linee Guida di redazione del *Business Plan* emanate del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, in caso di applicazione effettiva degli stessi;
- esplicitazione dei riferimenti temporali, con separata indicazione della data di stesura e della data di comunicazione dello stesso documento allo specifico destinatario o di sua diffusione ad un pubblico indeterminato.

5.1.2 Principi generali di redazione del business plan

Il Business Plan è un documento che sintetizza il progetto imprenditoriale dell'impresa e ne illustra le strategie, nasce come uno strumento estremamente flessibile utilizzabile sia per la valutazione di attività economiche ancora da avviare, sia in organizzazioni aziendali già esistenti, sia nelle operazioni straordinarie (acquisizioni, fusioni, scissioni, quotazione sui mercati finanziari regolamentati, riconversione ecc.), sia ancora nei processi di sviluppo (lancio di nuovi prodotti o servizi, diversificazione produttiva), nonché nelle situazioni di crisi.

Inoltre, il Business Plan ha una duplice valenza:

- **interna**, come guida strategica per l'imprenditore utile per verificare la sostenibilità economico-finanziaria della gestione futura, e per controllarne successivamente lo svolgimento, attraverso l'analisi degli scostamenti dei dati effettivi da dati previsionali;
- **esterna**, poiché permette di presentare l'impresa ed i suoi progetti ai portatori esterni d'interesse, i cosiddetti stakeholder (investitori privati, istituti di

credito od organismi istituzionali pubblici) che sono così messi in grado di orientare in modo consapevole le proprie scelte.

In ambito internazionale, il *Business Plan* rappresenta lo strumento cardine del *management accounting* (contabilità di direzione), inteso come insieme di principi, tecniche e strumenti impiegati dalle organizzazioni aziendali per:

- ✓ pianificare le strategie, le tattiche e le operazioni future;
- ✓ ottimizzare l'uso delle risorse;
- ✓ misurare e valutare le prestazioni;
- ✓ ridurre, per quanto possibile, la soggettività del processo decisionale;
- ✓ migliorare la comunicazione esterna ed interna.

Per la redazione del *Business Plan*, si ricorre a tecniche e funzioni aziendali, a fonti informative ed a modalità di analisi macro e microeconomiche. Le fonti di informazione possono essere esterne all'impresa e frutto di elaborazione da parte di soggetti dedicati.

I principi generali di redazione del *Business Plan* sinteticamente sono quelli di:

➤ **Chiarezza**

Il destinatario deve poter comprendere immediatamente l'idea imprenditoriale, quali siano gli obiettivi conseguenti, con quali strumenti e con quali soluzioni si intende realizzarla e con quali risorse si vuole sostenerla.

➤ **Completezza**

Implica l'inclusione di ogni informazione ritenuta rilevante per l'effettiva e consapevole comprensione del progetto.

Tale principio deve trovare applicazione secondo due accezioni distinte e complementari:

- Completezza sostanziale: riguarda la completezza dell'ambito di riferimento del documento.
- Completezza formale: riguarda la completezza dei contenuti documentali.

A tale fine è necessario che il *Business Plan* sia costituito dai seguenti documenti essenziali:

- la descrizione del progetto imprenditoriale, nei suoi contenuti e nelle sue modalità di sviluppo temporale;
- la descrizione del prodotto/servizio;
- la storia dell'azienda;

- l'analisi della storia dei soci, degli amministratori e del top management;
- l'analisi della struttura organizzativa dell'azienda;
- l'analisi degli aspetti amministrativi;
- l'analisi delle risorse umane;
- l'analisi della logistica;
- l'analisi di mercato e le scelte di marketing;
- il piano delle vendite del prodotto/servizio;
- il piano degli investimenti e le relative risorse;
- l'analisi del know how e delle licenze d'uso;
- la descrizione del ciclo produttivo, compresa la fase di smaltimento e/o riutilizzo di rifiuti e scarti;
- la descrizione degli aspetti ambientali e di sicurezza;
- l'analisi della struttura finanziaria;
- le previsioni patrimoniali, economiche e finanziarie;
- i punti di forza e di debolezza del progetto;
- le considerazioni conclusive;
- gli allegati.

Nell'ipotesi di un Business Plan relativo ad una start-up, non muta la valenza del principio della completezza, ma cambiano soltanto le metodologie applicative.

In questo caso:

- il concetto di completezza sostanziale trova automatica applicazione, dovendosi valutare una nuova iniziativa, che obbliga ad un'analisi di questa natura;
- il concetto di completezza formale trova analogia applicazione a condizione che ai dati "storici" aziendali siano sostituiti tutti quegli elementi di conoscenza in grado di qualificare i soggetti promotori e le rispettive capacità o potenzialità, nonché ogni altra notizia utile a supportare concretamente la fattibilità dell'iniziativa ipotizzata.

➤ **Affidabilità ed attendibilità:**

Richiede che siano attendibili le assunzioni ed i procedimenti attraverso i quali avviene la formulazione delle proiezioni e la derivazione delle conclusioni.

Affinché la procedura complessiva risulti affidabile, è necessario che:

- la raccolta dei dati sia documentata;
- l'elaborazione dei dati sia sistematica;
- l'analisi dei dati sia controllabile.

➤ **Neutralità:**

Richiede che il *Business Plan* debba essere redatto con criteri il più possibile obiettivi e ponderati, quindi non deve essere influenzato da fini non dichiarati che il redattore o il committente intendono perseguire.

➤ **Prudenza:**

Comporta valutazioni ragionevoli e spiegazioni adeguate sui criteri adottati e richiede che le ipotesi sottostanti debbano rappresentare gli scenari più probabili alla data di redazione del piano pluriennale.

➤ **Trasparenza:**

Deve essere possibile percorrere a ritroso ogni elaborazione del piano, dal risultato di sintesi al singolo elemento di analisi.

5.1.3 Descrizione dell'azienda e della sua storia

La redazione del *Business Plan* non può prescindere dall'acquisizione di una conoscenza e consapevolezza complessiva e preliminare circa la realtà aziendale già avviata ed operativa, ovvero circa i soggetti proponenti la nuova iniziativa imprenditoriale per fornire una visione globale e complessiva del progetto, agevolandone la valutazione.

Costituiscono elementi da considerare in tale ambito:

- la forma giuridica dell'azienda;
- origini ed una sintesi storica recente;
- la composizione societaria;
- la struttura organizzativa e l'indicazione del management;
- rapporti interaziendali rilevanti;
- le attività ed i prodotti attuali;
- l'analisi del mercato e della concorrenza.

Nel caso in cui il *Business Plan* abbia come oggetto un nuovo progetto d'impresa, non essendovi una storia pregressa dell'azienda, vanno evidenziate le caratteristiche dei fondatori proponenti l'iniziativa, sottolineando esperienze professionali, aspirazioni e capacità di gestione e finanziamento.

5.1.4 Analisi dei mercati di riferimento dell'iniziativa, formulazione del piano di marketing e posizionamento competitivo

La corretta redazione del Business Plan richiede l'analisi del mercato di riferimento, contenuta nel piano di marketing utile:

- in primo luogo, a comprendere la validità del progetto d'impresa dal punto di vista della sua capacità di soddisfare i bisogni rinvenibili nel mercato, anche tenendo conto dell'offerta concorrente;
- in secondo luogo, a pianificare e controllare l'attività commerciale svolta dall'azienda.

Dal punto di vista formale, la struttura del *Piano di marketing* prevede:

- l'analisi del mercato dal lato della domanda, finalizzata all'individuazione di bisogni e desideri che potrebbero trovare soddisfazione attraverso il consumo di un prodotto o servizio;
- l'analisi del mercato dal lato dell'offerta, finalizzata alla comprensione dell'intensità della concorrenza attuale e prospettica rispetto alla domanda osservata;
- l'individuazione dei fattori chiave di successo per la soddisfazione della clientela e la stima delle minacce ed opportunità derivanti dall'evoluzione prevedibile dell'ambiente in cui si intende operare e dei punti di forza e debolezza del progetto d'impresa che si intende realizzare rispetto ai suddetti fattori critici;
- la formulazione delle previsioni di vendita e delle previsioni dei costi legati alla realizzazione della struttura commerciale e delle altre azioni operative di marketing ritenute opportune per veicolare il prodotto al mercato.

Inoltre, è necessario prevedere e descrivere le diverse politiche e iniziative di *marketing* che verranno adottate nello sviluppo del progetto.

È necessario, pertanto, evidenziare e descrivere:

- le politiche e le iniziative di *marketing* operativo;
- le politiche e le iniziative di segmentazione e differenziazione del prodotto;
- le politiche e le iniziative riconducibili al *marketing-mix*, con riferimento alle sue componenti costitutive (prodotto, pricing, distribuzione e promozione).

L'analisi del posizionamento competitivo dell'azienda si basa sulla valutazione delle opportunità e delle minacce presenti sul mercato. I fattori principali che delineano il posizionamento competitivo dell'azienda sono:

- prezzo;
- caratteristiche del prodotto/servizio;
- qualità;
- disponibilità;

- immagine;
- relazioni con fornitori e clienti;
- capacità di distribuzione.

5.1.5 Formulazione del piano degli investimenti e dei relativi costi

Il piano degli investimenti è il documento che descrive, analizza e quantifica l'insieme degli investimenti che si intende realizzare. Si articola in tabelle che devono contenere la descrizione tecnica, la tempistica di realizzazione e la quantificazione monetaria degli investimenti, considerando tutti i fabbisogni quali:

- i costi di acquisizione delle immobilizzazioni materiali necessari per giungere al risultato di capacità produttiva installata e funzionante;
- i costi derivanti dall'acquisizione delle immobilizzazioni immateriali, sia legate ad aspetti tecnico–produttivi (*software*, licenze di produzione e simili) sia ad aspetti commerciali (marchi, licenze commerciali e simili);
- i fabbisogni derivanti da incrementi del capitale circolante operativo.

5.1.6 Elementi per la redazione del bilancio di previsione

L'ultima fase è rappresentata dall'analisi della fattibilità economico-finanziaria ed il suo obiettivo è la conversione in cifre delle considerazioni finora fatte sulla strategia dell'impresa, il mercato di riferimento e la struttura operativa. Qui si analizza l'efficacia e la sostenibilità piano, in termini di solidità patrimoniale, solvibilità finanziaria e redditività economica.

L'analisi della fattibilità economica consiste nella valutazione della capacità dell'impresa di generare un reddito che consenta di raggiungere in tempi ragionevoli un equilibrio reddituale e, successivamente, di conseguire un risultato economico positivo. L'analisi della fattibilità finanziaria serve invece a valutare l'entità del fabbisogno finanziario e la sua evoluzione nel tempo.

Il bilancio di previsione, riferito ai diversi esercizi previsti dal periodo temporale oggetto di previsione, è articolato in tre prospetti sinottico-contabili: il Conto Economico, la Situazione Patrimoniale ed il Piano Finanziario.

Il **Conto Economico Previsionale** è il prospetto che descrive e quantifica le componenti positive e negative che concorrono alla formazione del reddito in ciascuno dei periodi che compongono l'arco temporale di previsione del Business Plan. Non è il caso di dilungarsi sul suo significato e la sua funzione ma va ricordato che è importante che vengano esposti i seguenti risultati intermedi:

- Il margin di contribuzione deriva dalla differenza tra ricavi e costi variabili e indica la capacità della nuova impresa di contribuire alla copertura dei costi variabili commerciali e industriali e di garantire un eventuale margine residuale.
- Il reddito operativo della gestione caratteristica deriva dalla differenza tra ricavi, costi fissi e costi variabili. Esso evidenzia il risultato operativo della gestione tipica dell'azienda.
- Il reddito ante imposte indica il risultato economico al lordo delle imposte correnti, differite e anticipate.
- Il reddito netto esprime il risultato economico che la start-up prevede di conseguire negli anni successivi.

Lo **Stato Patrimoniale Previsionale** è un prospetto che descrive, rappresenta e quantifica la situazione delle componenti patrimoniali dell'azienda nell'arco temporale di previsione del Business Plan. Come è noto tale documento consente di valorizzare le attività (impieghi) e le passività (fonti di finanziamento esterne) nonché l'ammontare e la composizione del patrimonio netto (capitale proprio). Queste informazioni forniscono elementi di conoscenza per i finanziatori a titolo sia di capitale di rischi che di capitale di credito, in quanto sintetizzano gli effetti che la gestione è idonea a produrre sulla ricchezza aziendale considerata in un'ottica di futuro funzionamento.

Il **Piano Finanziario Previsionale** è un prospetto che fornisce informazioni sui flussi finanziari previsti per la realizzazione del progetto. In seguito all'identificazione dei fabbisogni relativi al progetto, il piano finanziario esplicita le conseguenti coperture finanziarie ipotizzate e fornisce informazioni in merito ai loro elementi fondamentali: ammontare, forme tecniche, tempi e costi.

In tal modo, il piano finanziario configura la struttura finanziaria dell'azienda che realizza il progetto e definisce la dinamica finanziaria attesa per effetto della realizzazione del piano degli investimenti e del piano delle coperture finanziarie, ossia l'entità e la tempistica con cui i flussi finanziari si manifesteranno nell'ambito della complessiva gestione aziendale.

5.2 “Guida al piano industriale” (Borsa Italiana)

Il documento redatto da Borsa Italia, mira ad offrire una guida da utilizzare nella redazione del Business Plan che deve essere presentato dalla società emittente, per la quotazione nei mercati regolamentati.

In questa ottica il piano industriale è il documento che illustra le intenzioni del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi. In altre parole descrive in che modo l'azienda intende accrescere il valore creato per gli azionisti.

5.2.1 Le caratteristiche del piano industriale ai fini della quotazione in borsa

Il piano deve:

- essere focalizzato sulla creazione di valore nell'ambito di una visione di lungo periodo;
- costituire una guida per la gestione dell'attività (Action Plan, con la definizione delle azioni e relative tempistiche)
- consentire di misurare la qualità delle scelte imprenditoriali e ridurre i rischi correlati;
- permettere il confronto con il mercato finanziario;
- definire il sistema di incentivazioni aziendali collegato all'andamento delle performance aziendali.

Il Regolamento di quotazione precisa che Borsa Italiana può respingere la quotazione se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine Borsa Italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l'evidenza di importanti fattori di incoerenza nel piano industriale e la carenza di elementi di riscontro delle ipotesi contenute nel piano medesimo.

I requisiti minimi che bisogna rispettare nella stesura del Business Plan sono tre:

- **Sostenibilità finanziaria:**

La sostenibilità finanziaria di un piano industriale deve essere considerata in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il management intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati alla realizzazione della strategia. A tal fine, durante l'arco temporale di previsione del piano industriale sarebbe opportuno che i cash flow (intesi come la somma di utile netto e ammortamenti) coprissero almeno gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di debito e/o di rischio dovrebbe avvenire per fronteggiare parzialmente o totalmente gli investimenti finalizzati alla crescita.

Un ulteriore aspetto da non trascurare è la reperibilità delle fonti di finanziamento. Più in dettaglio, è necessario che le scelte di finanziamento attraverso il capitale di debito, siano fattibili alla luce della capacità di indebitamento (e quindi del rapporto di indebitamento corrente) e del potenziale profilo di rischio della società (e del possibile rating); l'eventuale considerazione dei proventi dell'offerta pubblica di sottoscrizione dovrebbe avvenire, invece, prudenzialmente, utilizzando il limite inferiore del "range di prezzo" e applicando ulteriori sconti correlati al prevedibile andamento dei mercati azionari; infine, il successivo ricorso, durante l'arco di piano, al mercato azionario

(tramite aumenti di capitale) deve essere attentamente vagliato alla luce delle potenziali difficoltà che questa opzione può comportare.

- **Coerenza:**

Tale requisito è relativo ad una dimensione "interna" del piano industriale e si manifesta laddove tutte le componenti - strategia realizzata e realtà aziendale di partenza, intenzioni strategiche, Action Plan, ipotesi e previsioni economico-finanziarie - siano tra di loro coerenti.

Pertanto, un piano industriale può definirsi coerente se esistono i nessi causali tra le intenzioni strategiche, l'Action Plan, le ipotesi poste a fondamento delle proiezioni economico-finanziarie e i dati finanziari.

Un'altra dimensione del requisito della coerenza riguarda la realizzabilità dell'Action Plan e più precisamente la compatibilità delle azioni pianificate con la tempistica proposta e con le risorse (umane, organizzative e tecnologiche) attuali e prospettiche di cui l'azienda dispone e si doterà. Ciò presuppone evidentemente la chiara indicazione nel piano delle azioni realizzative che si intendono intraprendere per attuare il progetto strategico.

- **Attendibilità:**

Un piano industriale può definirsi attendibile se viene formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi ragionevolmente conseguibili.

In particolare la fondatezza delle ipotesi va verificata rispetto alle seguenti condizioni:

- compatibilità con le dinamiche del contesto competitivo;
- confrontabilità con i risultati storici;
- visibilità dei dati previsionali;
- analisi di sensitività.

5.2.2 Contenuti del piano industriale

Il piano industriale si basa sia su elementi qualitativi che quantitativi.

Il valore degli azionisti è misurato attraverso l'EVA (Valore Economico Aggiunto), ovvero la differenza fra ROCE (al netto delle tasse) e il costo del capitale impiegato per produrlo.

5.2.3 Schema standard per la redazione del piano industriale

Di seguito viene riportato lo schema standard proposto per la redazione del piano industriale:

- ❖ **Executive Summary**
 - Il progetto strategico proposto
 - Le principali azioni realizzative
 - Sintesi dei principali dati finanziari attesi
- ❖ **La strategia realizzata**
 - La strategia competitiva corporate
 - La strategia competitiva
 - Evoluzione dei principali dati finanziari storici
- ❖ **Le intenzioni strategiche**
 - Necessità e opportunità di un rinnovamento strategico
 - Le intenzioni strategiche a livello corporate
 - Le intenzioni strategiche a livello di SBU
- ❖ **L'Action Plan**
 - Azioni, tempistica, manager responsabili
 - Impatto economico-finanziario delle azioni
 - Investimenti e modalità di finanziamento
 - Impatto organizzativo
 - Condizioni e vincoli all'implementazione
- ❖ **Le ipotesi e i dati finanziari prospettici**
 - Modello economico
 - Le ipotesi alla base delle previsioni economicopatrimoniali-finanziarie
 - I dati previsionali a confronto con i dati storici
 - Le direttrici di analisi dei risultati gestionali
 - Andamento dei key value driver
 - Analisi di sensitività
 - Aspetti critici da evidenziare.

5.2.3.1 La strategia

Il piano industriale deve innanzitutto fornire una descrizione dell'impostazione strategica assunta, della fase del ciclo di vita in cui la società quotanda si trova e dell'eventuale necessità di un rinnovamento della strategia, derivante dalle minacce/opportunità dell'ambiente competitivo e dal confronto con i punti di forza e di debolezza dei concorrenti (benchmarking).

Si parte dalla strategia realizzata per poi descrivere quella futura e il relativo piano d'azione.

La **strategia realizzata** identifica il posizionamento formatosi per effetto delle scelte e delle azioni del passato. Il piano dovrebbe esplicitare il collegamento fra i risultati ottenuti nel passato e le principali scelte strategiche effettuate permettendo così di individuare le leve gestionali (crescita soddisfazione dei clienti, innovazione di prodotto, controllo dei rendimenti produttivi, piano utilizzo della capacità produttiva e così via) che più incidono sulla redditività e sulla crescita, ossia sulle determinanti prime del valore aziendale (i così detti key value driver) e i principali indicatori delle performance aziendali in grado di misurarne l'andamento (così detti key performance indicator, KPI).

Le **intenzioni strategiche** devono definire:

- il posizionamento dell'impresa nel settore di riferimento, precisando quali attività l'impresa intende svolgere direttamente e quali tramite terzi;
- la configurazione del Business Model;
- i target di clientela e il portafoglio di prodotti/servizi/brand;
- la strategia di prezzo per i principali prodotti/brand;
- le aree geografiche attuali e prospettiche in cui operare e per ognuna di esse i canali distributivi attraverso cui verranno raggiunti i clienti target.

5.2.3.2 L'Action Plan

L'**action plan** deve enunciare in termini sintetici le principali direttive che danno attuazione al progetto strategico.

Esso deve includere almeno i seguenti punti:

- L'insieme di azioni che concorrono alla realizzazione delle intenzioni strategiche, con la indicazione del loro impatto in termini economico-finanziari e dei tempi di implementazione;
- la descrizione degli investimenti che saranno realizzati (tipologia, ammontare, tempi etc.);
- l'impatto organizzativo delle singole azioni in termini di Business Model, struttura manageriale, organico aziendale, aree geografiche da coprire, canali distributivi e struttura commerciale;
- gli eventuali interventi sul portafoglio prodotti/servizi/brand offerti alla clientela;
- le azioni con le quali si intende realizzare un eventuale mutamento del target di clientela;
- il sistema di responsabilità dei manager;
- le condizioni/vincoli che possono influenzare la realizzabilità delle azioni.

Il ruolo dell'action plan è dare concretezza e credibilità alle intenzioni strategiche.

5.2.3.3 Le ipotesi e i dati finanziari prospettici

Le proiezioni economico finanziarie si basano sul *Modello Economico* dell'impresa che ne individua le leve della redditività e della gestione.

Debbono essere esplicitate le ipotesi che sono alla base del piano e che ne costituiscono la premessa:

- le ipotesi di fondo riguardanti grandezze macroeconomiche (tasso di inflazione, tassi di cambio, ecc.);
- le ipotesi alla base dello sviluppo dei ricavi per SBU (Strategic Business Unit) e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dei costi diretti per SBU e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dei costi indiretti, degli oneri finanziari e della fiscalità;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione del capitale investito, sia fisso sia circolante, per SBU e per le variabili gestionali rilevanti;
- le ipotesi alla base dell'evoluzione della struttura finanziaria e della copertura dell'eventuale fabbisogno finanziario generato dalla realizzazione dell'Action Plan.

I **prospetti economico-patrimoniali-finanziari** che verranno inclusi saranno messi a confronto con quelli passati e saranno redatti in piena coerenza con le scelte strategiche e con l'Action Plan e gli altri documenti.

Devono inoltre essere indicate tutte le ipotesi relative ai key value driver e ai key performance indicator.

Obiettivi ed indicatori andranno disaggregati innanzitutto al livello delle SBU cui deve fare seguito un ulteriore suddivisione in base alle variabili che meglio rappresentano il modo in cui il management formula le strategie.

Tali variabili possono essere:

- tipologie di clienti;
- canali distributivi;
- ambito geografico;
- linee di prodotto, servizi e/o brand.

5.2.3.4 Analisi di sensitività

È buona regola inoltre presentare un'analisi di sensitività rispetto alle principali variabili qualitative e quantitative, che possono incidere in maniera sostanziale sulla creazione di valore, ipotizzando scenari diversi cui dovrebbero essere associati dei tassi di probabilità.

In concreto, sarebbe auspicabile incentrare l'analisi della sensibilità sui principali key value driver, sulle più significative variabili esterne di settore, sulle azioni realizzative più rilevanti e sull'integrazione con eventuali società acquisite.

L'analisi sarà presentata a scenari più ottimistici e più pessimistici, mostrando l'effetto sui principali dati economici, patrimoniali e finanziari. Le simulazioni dovranno essere supportate da ipotesi dettagliate e giustificabili e i risultati comparabili in termini di parametri/indici utilizzati.

Oltre all'esposizione di indicatori sintetici ed alla descrizione degli scenari base, la valutazione economico-finanziaria di un complessivo progetto d'impresa richiede di verificare quali siano le condizioni che maggiormente influenzano i risultati prospettici indicati nel documento di programmazione.

5.3 Guida A.I.F.I. al Business Plan

Il documento "Guida al Business Plan" elaborato dall'A.I.F.I., riassume le principali caratteristiche di un piano aziendale utilizzato come strumento per l'analisi e la valutazione da parte di un investitore nel capitale di rischio.

5.3.1 Le finalità del Business Plan

In questa interpretazione del ruolo del Business Plan, le sue finalità possono essere diverse:

- fornire un indirizzo strategico;
- essere uno strumento di controllo;
- essere uno strumento di incentivazione del management basato sul raggiungimento degli obiettivi indicati nel piano;
- fornire le informazioni necessarie per permettere a terzi di investire nell'azienda sotto forma di capitale di rischio (es. Private Equity, Venture Capital, Partner in Joint Venture, altri azionisti terzi);
- fornire le informazioni utili per permettere a istituti di credito di concedere finanziamenti / mutui a medio e lungo termine;
- soddisfare le esigenze di comunicazione finanziaria in vista di una quotazione (IPO, Initial Public Offering).

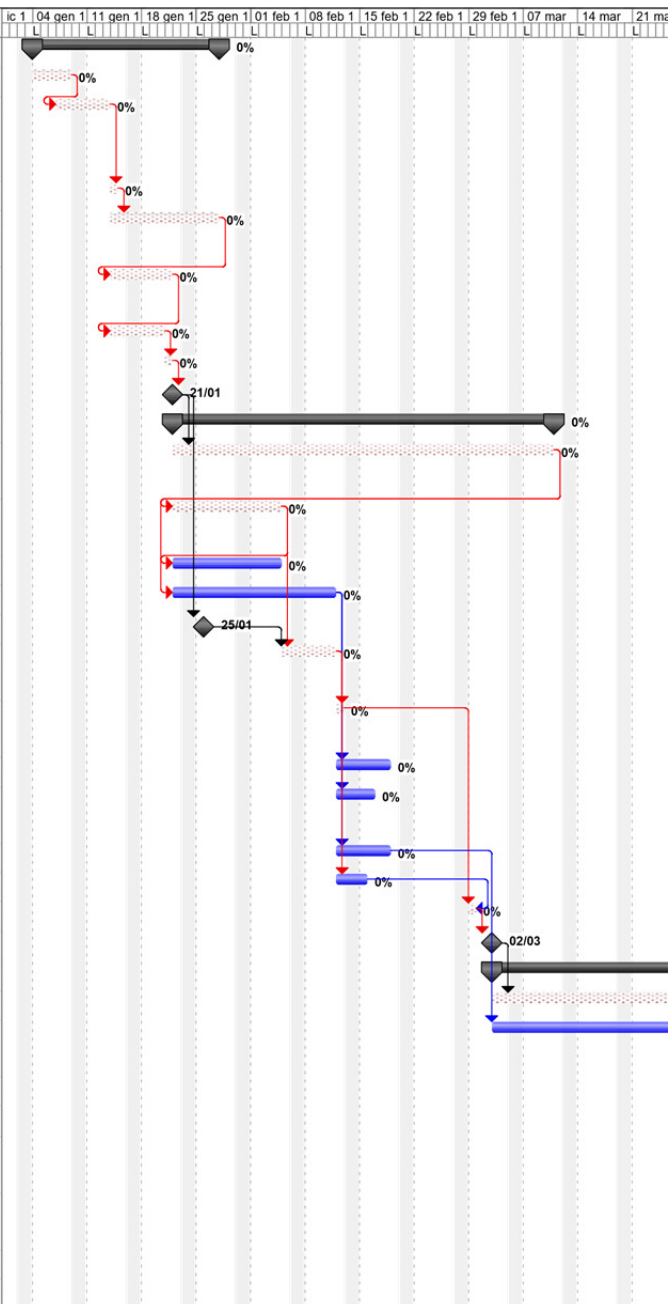
5.3.2 Schema standard per la redazione del Business Plan

La Guida evidenzia uno schema standard da seguire per la realizzazione del Business Plan, composto dalle seguenti sezioni:

- ❖ **Executive Summary** che rappresenta la sintesi del progetto imprenditoriale e riporta in modo chiaro e conciso le informazioni di maggiore rilievo sull'azienda e sui traguardi da raggiungere in termini economici e finanziari e contiene alcune brevi considerazioni sulle altre sezioni;
- ❖ **La Società** in cui vi è una descrizione più approfondita della società, dei suoi obiettivi di breve e lungo termine, dei punti di forza e di debolezza e dei fattori di successo;
- ❖ **I Prodotti/Servizi** dedicata alla descrizione e all'illustrazione approfondita dei prodotti/servizi attuali e ai piani per il futuro;
- ❖ **L'Analisi del Settore** dove si evidenziano:
 - le dimensioni e la natura competitiva del settore;
 - le barriere all'entrata;
 - i cambiamenti macroeconomici che influenzano il settore;
 - i principali clienti, fornitori e prodotti del settore.
- ❖ **L'Analisi del Mercato** dove si daranno informazioni in merito:
 - alle dimensioni del mercato ed alla sua segmentazione (aree geografiche, settori, acquirenti, tipologia di clienti, tecnologie utilizzate);
 - ai trend di mercato;
 - alle caratteristiche dei concorrenti;
 - ai clienti;
 - alle vendite;
 - al posizionamento della società nel mercato e rispetto ai concorrenti individuati.
- ❖ **La Strategia di Marketing** dedicata all'approfondimento dei metodi di distribuzione dei prodotti/servizi ed alle strategie necessarie a tal fine.
- ❖ **La Struttura del Management** dove si daranno informazioni riguardanti:
 - le componenti chiave del management e della proprietà: titoli di studio, specializzazioni, esperienza (compresi precedenti incarichi);
 - le varie funzioni, le persone a cui sono assegnate ed i futuri cambiamenti previsti;
 - le funzioni ancora da assegnare;
 - la politica decisionale e gestionale della società;
 - le esperienze dei membri del Consiglio di Amministrazione.

- ❖ **Il Piano Operativo** con indicazione delle azioni e delle attività necessarie per raggiungere gli obiettivi della società insieme alla relativa tempistica.
- ❖ **I Capitali Necessari** con l'indicazione dell'importo dei fondi necessari per la realizzazione del progetto e la forma del capitale da acquisire.
- ❖ **Le Informazioni Economico-Finanziarie** che contiene:
 - Conti Economici (storici e prospettici);
 - Stati Patrimoniali (storici e prospettici);
 - Flussi di Cassa (storici e prospettici).

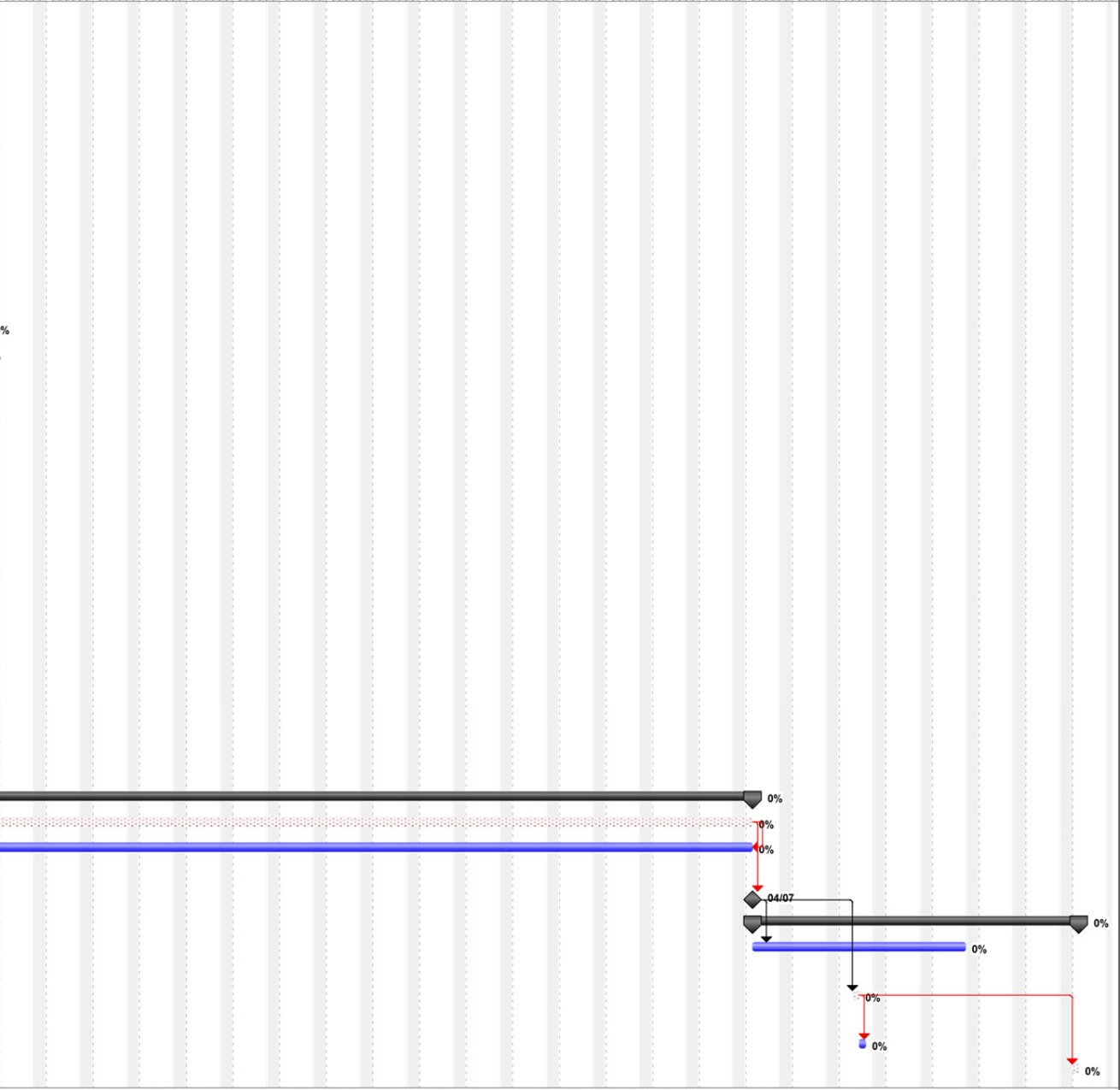
ID	Nome attività	Durata	Inizio	Fine	ic 1	04 gen 1	11 gen 1	18 gen 1	25 gen 1	01 feb 1	08 feb 1	15 feb 1	22 feb 1	29 feb 1	07 mar	14 mar	21 mar
1	Validazione progetto	18 g	lun 04/01/16	mer 27/01/16													
2	Registrazione sul portale e o contatti informali	5 g	lun 04/01/16	ven 08/01/16													
3	Esame indirizzi web e social legati all'iniziativa e accessibilità informazioni ex art.25, comma 11, DL 179/2012; verifica requisiti ex artt. 2438 e 2481 C.C.	5 g	gio 07/01/16	mer 13/01/16													
4	Avvio della fase istruttoria da parte del gestore del portale	1 g	gio 14/01/16	gio 14/01/16													
5	Contatti con consulenti dell'impresa (commercialista, avvocato, notaio)	10 g	gio 14/01/16	mer 27/01/16													
6	Invio ed esame documentazione formale (statuto, patti parasociali, bilancio, visura camerale)	6 g	gio 14/01/16	gio 21/01/16													
7	Invio ed esame 1° versione di massima del Business Plan	5 g	gio 14/01/16	mer 20/01/16													
8	Accettazione candidatura	1 g	gio 21/01/16	gio 21/01/16													
9	Firma del contratto con il gestore	0 g	gio 21/01/16	gio 21/01/16													
10	Set up dell'offerta	35 g	ven 22/01/16	gio 10/03/16													
11	Contatti con i consulenti dell'impresa (commercialista, avvocato, notaio)	35 g	ven 22/01/16	gio 10/03/16													
12	Predisposizione Business Plan nella versione utile per gli investitori compreso calcolo quota posta in offerta	10 g	ven 22/01/16	gio 04/02/16													
13	Predisposizione, adeguamenti e integrazioni dello statuto	10 g	ven 22/01/16	gio 04/02/16													
14	Progettazione campagna di comunicazione	15 g	ven 22/01/16	gio 11/02/16													
15	Apertura conto corrente bancario	0 g	lun 25/01/16	lun 25/01/16													
16	Predisposizione del documento informativo (allegato 3 regolamento Consob)	5 g	ven 05/02/16	gio 11/02/16													
17	Convocazione assemblea straordinaria per modifiche statutarie e aumento del capitale sociale	1 g	ven 12/02/16	ven 12/02/16													
18	Predisposizione short presentation e snapshot presentation	5 g	ven 12/02/16	gio 18/02/16													
19	Presentazione team progetto (amministratori, fondatori, soci pre-crowd)	3 g	ven 12/02/16	mar 16/02/16													
20	Predisposizione video e progetto grafico	5 g	ven 12/02/16	gio 18/02/16													
21	Predisposizione del fascicolo per la pubblicazione	2 g	ven 12/02/16	lun 15/02/16													
22	Assemblea straordinaria	1 g	lun 29/02/16	lun 29/02/16													
23	Consegna fascicolo definitivo per la pubblicazione	0 g	mer 02/03/16	mer 02/03/16													
24	Go live	88 g	gio 03/03/16	lun 04/07/16													
25	Raccolta sul web on-line	88 g	gio 03/03/16	lun 04/07/16													
26	Iniziative di comunicazione e contatti con investitori professionali	88 g	gio 03/03/16	lun 04/07/16													
27	Fine della raccolta	0 g	lun 04/07/16	lun 04/07/16													
28	Post raccolta	35 g	mar 05/07/16	lun 22/08/16													
29	Iniziative di comunicazione agli stakeholder sulla fine della raccolta e sulle indicazioni ricevute (lesson learn)	24 g	mar 05/07/16	ven 05/08/16													
30	Svincolo entro 14 giorni delle somme raccolte a favore dell'emittente	1 g	mer 20/07/16	mer 20/07/16													
31	Pagamento della fee al gestore del portale	1 g	gio 21/07/16	gio 21/07/16													
32	Deposito entro 30 giorni al registro delle imprese elenco soci sottoscrittori	1 g	lun 22/08/16	lun 22/08/16													



Progetto: gantt equity crowdfunding d
 Data: mer 25/11/15

Critiche Avanzamento critica Divisione Previsto Cardine prev
 Divisione critica Attività Avanzamento attività Divisione prevista Cardine

14 mar | 21 mar | 28 mar | 04 apr | 11 apr | 18 apr | 25 apr | 02 mag | 09 mag | 16 mag | 23 mag | 30 mag | 06 giu | 13 giu | 20 giu | 27 giu | 04 lug | 11 lug | 18 lug | 25 lug | 01 ago | 08 ago | 15 ago | 22 ago |



Cardine previsto	◇	Avanz. riepilogo		Riepilogo progetto	▾	Cardine esterno	◇
Cardine	◆	Riepilogo	▾	Attività esterne	▬	Scadenza	↓

Recenti pubblicazioni

- 6** – agosto 2016
Position papers
L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi.
Gruppo di lavoro sulla finanza innovativa
CONSOB - CNDCEC
- 10** – luglio 2016
Quaderni giuridici
Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria.
Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime
S. Alvaro, G. Siciliano; con prefazione a cura di C. Angelici
- 6** – aprile 2016
Discussion papers
La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'*equity crowdfunding*
S. Carbone, F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra, D. Zaottini
- 83** – marzo 2016
Quaderni di finanza
Financial advice seeking, financial knowledge and overconfidence.
Evidence from the Italian market
M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso
- 9** – ottobre 2015
Quaderni giuridici
Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
a cura di G. Mollo
- 8** – giugno 2015
Quaderni giuridici
Il controllo societario nel Testo unico della finanza.
Problemi e prospettive di riforma
G. Mollo, D. Montesanto
- 82** – maggio 2015
Quaderni di finanza
Financial disclosure, risk perception and investment choices.
Evidence from a consumer testing exercise
M. Gentile, N. Linciano, C. Lucarelli, P. Soccorso
- 7** – maggio 2015
Quaderni giuridici
Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate.
Aspetti comparatistici e linee evolutive
S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri
- 81** – aprile 2015
Quaderni di finanza
Proxy advisors and shareholder engagement.
Evidence from Italian say-on-pay
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre

- 80** – marzo 2015
Quaderni di finanza The impact of high-frequency trading on volatility.
 Evidence from the Italian market
V. Caivano
- 79** – dicembre 2014
Quaderni di finanza The liquidity of dual-listed corporate bonds.
 Empirical evidence from Italian markets
N. Linciano, F. Fancello, M. Gentile, M. Modena
- 78** – luglio 2014
Quaderni di finanza Financial architecture and the source of growth.
 International evidence on technological change
L. Giordano, C. Guagliano
- 6** – luglio 2014
Quaderni giuridici La finanza islamica nel contesto giuridico ed economico italiano
S. Alvaro
- 77** – giugno 2014
Quaderni di finanza Real-time evaluation of GDP in some Eurozone countries
C. Guagliano, C. Mantovani
- 5** – giugno 2014
Position papers Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia.
DIVISIONE MERCATI
Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 76** – febbraio 2014
Quaderni di finanza Say-on-pay in a context of concentrated ownership.
 Evidence from Italy
M. Belcredi, S. Bozzi, A. Ciavarella, V. Novembre
- 75** – gennaio 2014
Quaderni di finanza Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy.
 An empirical analysis
M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti
- 5** – gennaio 2014
Quaderni giuridici La deviazione dal principio "un'azione – un voto"
 e le azioni a voto multiplo
S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano
- 4** – settembre 2013
Quaderni giuridici I controlli interni nelle società quotate.
 Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti
G. Gasparri
- 74** – agosto 2013
Quaderni di finanza Real-world and risk-neutral probabilities in the regulation
 on the transparency of structured products
L. Giordano, G. Siciliano