



Equity crowdfunding

**Quando la crescita si finanzia
aprendo il capitale**

Indice

Di cosa parliamo in questo numero	2
La sintesi	3
1. Quando l'impresa ha bisogno di capitale, non soltanto di credito	4
2. Che cos'è l'equity crowdfunding	5
3. Quali imprese e quali progetti possono essere interessati	6
4. Quanto vale l'impresa prima della raccolta	7
5. Come si costruisce l'offerta	8
6. Che cosa cambia per l'impresa e per i soci esistenti	10
7. Diritti dei nuovi soci, governance e categorie di partecipazioni	11
8. La piattaforma, il KIIS e il percorso regolamentato	14
9. Dal progetto alla chiusura del round	15
10. Il caso guida: Alfa S.r.l. apre il capitale	16
11. Quando non è la soluzione giusta	17
12. Come prepararsi prima di aprire la campagna	19
Checklist dell'impresa	21
Glossario essenziale	22
Riferimenti essenziali	22

Nota di lettura

La pubblicazione ha finalità esclusivamente informative e di educazione finanziaria. Non costituisce consulenza legale, fiscale, contabile, assicurativa o finanziaria, né un'offerta o una raccomandazione relativa a specifici prodotti. Condizioni, ammissibilità e caratteristiche degli strumenti devono essere verificate con gli intermediari e i professionisti competenti sulla base della singola operazione e della disciplina vigente.

Crediti editoriali

Astrolabio. Strumenti per orientarsi nella finanza d'impresa. Anno I, Numero 6, Settembre 2026
Progetto editoriale, testi e coordinamento redazionale a cura dell'Area Comunicazione di Innexa S.c.r.l.

Di cosa parliamo in questo numero

L'**equity crowdfunding** consente a un'impresa di raccogliere capitale da una pluralità di investitori attraverso una piattaforma online, offrendo in cambio partecipazioni o altri strumenti rappresentativi del capitale ammessi dalla disciplina applicabile. Chi investe non presta denaro e non acquista un prodotto: assume il rischio dell'impresa e partecipa, secondo i diritti collegati allo strumento sottoscritto, alle sue prospettive di crescita e di valorizzazione.

Per l'impresa la differenza rispetto al credito è sostanziale. Un finanziamento genera un debito che deve essere rimborsato secondo condizioni e scadenze definite; il capitale raccolto attraverso equity crowdfunding **non crea una rata periodica** ma comporta la condivisione della proprietà e del valore futuro con nuovi soci. Per questo la domanda non è soltanto quanto denaro si possa raccogliere: occorre capire **quanto vale l'impresa prima della raccolta, quale percentuale del capitale viene attribuita ai nuovi investitori e quali diritti accompagnano quella partecipazione.**

Lo strumento può essere particolarmente coerente quando il fabbisogno riguarda progetti di crescita che richiedono risorse oggi ma produrranno cassa in un orizzonte più lungo: sviluppo di un nuovo prodotto, ingresso in nuovi mercati, rafforzamento commerciale, investimenti digitali, ricerca e sviluppo, acquisizione di competenze o accelerazione di un modello di business già validato. In queste situazioni aumentare il debito non è sempre la scelta più adatta: il capitale di rischio consente di finanziare l'investimento senza imporre all'impresa un rimborso indipendente dai risultati del progetto.

L'equity crowdfunding non è una scorciatoia per ottenere capitale: **aprire il capitale significa attribuire un valore all'impresa e rendere leggibile il progetto a investitori esterni.** L'impresa deve spiegare come utilizzerà le risorse, quali risultati intende raggiungere, come è costruita la valutazione, quali rischi esistono, quali diritti saranno riconosciuti ai nuovi soci e che cosa potrà accadere nei successivi aumenti di capitale. Una campagna molto partecipata può rafforzare patrimonio e visibilità ma può anche rendere più complessa la *cap table* e la governance se la struttura dell'offerta non è stata progettata con attenzione.

Il quadro giuridico è oggi europeo. Il **Regolamento (UE) 2020/1503** disciplina i servizi di crowdfunding per le imprese basati sull'investimento e sul prestito; in Italia l'ordinamento è stato adeguato con il D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30, le modifiche al TUF, il Regolamento Consob n. 22720/2023 e le disposizioni della Banca d'Italia.

Il servizio deve essere prestato da un fornitore autorizzato e il percorso dell'offerta prevede specifici obblighi informativi e presidi a tutela degli investitori. Il Regolamento europeo si applica alle offerte di crowdfunding **fino a 5 milioni di euro**, calcolati su un periodo di dodici mesi secondo le regole previste dal Regolamento. Oltre tale soglia l'operazione esce dal regime europeo del crowdfunding e deve essere strutturata secondo la disciplina ordinaria applicabile all'offerta al pubblico e ai servizi di investimento. Il superamento dei 5 milioni non impedisce quindi di raccogliere capitale ma può comportare adempimenti diversi e più articolati. Tra questi può rientrare, nei casi previsti, la predisposizione di un *prospetto*, cioè un documento informativo dettagliato destinato agli investitori e soggetto all'approvazione dell'autorità competente.

Nella terminologia normativa europea si parla più precisamente di **investment-based crowdfunding**. In questo dossier utilizziamo l'espressione equity crowdfunding per concentrarci sul caso più rilevante per le PMI: la raccolta di nuovo capitale attraverso la sottoscrizione di partecipazioni o strumenti che attribuiscono una posizione economica nel capitale dell'impresa. Altre strutture sono possibili e devono essere lette sulla base del contratto, dello statuto e della documentazione concreta dell'offerta.

Il dossier segue l'operazione dal punto di vista dell'impresa: parte dalla scelta tra debito e capitale, affronta valutazione e diluizione, spiega come costruire l'offerta, quali diritti possono entrare nella società con i nuovi investitori, come funziona il percorso regolamentato e che cosa cambia dopo la chiusura del round. Il principio di fondo è semplice: **una raccolta di successo non è soltanto quella che raggiunge l'obiettivo economico, ma quella che finanzia una fase di crescita senza compromettere l'equilibrio proprietario e la capacità dell'impresa di raccogliere nuovo capitale in futuro.**

La sintesi

Tabella 1 – Le domande essenziali per orientarsi

Domanda	Risposta operativa
Che cos'è l'equity crowdfunding?	Una raccolta di capitale realizzata tramite una piattaforma autorizzata nella quale gli investitori sottoscrivono partecipazioni o strumenti ammessi a fini di crowdfunding.
È un prestito?	No. Il capitale non viene rimborsato come un debito: l'investitore partecipa al rischio e al possibile aumento o diminuzione di valore dell'impresa.
Che cosa significa pre-money?	È il valore attribuito all'impresa prima dell'ingresso delle nuove risorse. Insieme all'importo raccolto determina la valutazione post-money e la diluizione.
Che cos'è la diluizione?	È la riduzione percentuale della partecipazione dei soci esistenti conseguente all'emissione di nuove quote o azioni.
Qual è il costo dell'operazione?	Commissioni, costi legali e societari, comunicazione e gestione del round; sul piano economico conta soprattutto la quota di valore futuro condivisa con i nuovi soci.
Quali imprese può interessare?	Imprese con un progetto di crescita credibile, fabbisogno di capitale paziente e disponibilità ad aprire proprietà, informazioni e governance a investitori esterni.
Che cos'è il KIIS?	La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, predisposta dal titolare del progetto per ciascuna offerta secondo il Regolamento europeo.
Quali tutele incidono sul percorso degli investitori?	Il Regolamento distingue investitori sofisticati e non sofisticati e prevede per questi ultimi test, simulazione della capacità di sostenere perdite, avvertenze e periodo di riflessione.
Quando finisce l'operazione?	Non con il closing: dopo la raccolta iniziano la gestione dei nuovi soci, l'informativa periodica, le assemblee, gli eventuali round successivi e il percorso verso una possibile exit.
Qual è la verifica finale?	Capire se il capitale raccolto consente di raggiungere una milestone significativa e se la diluizione, i diritti concessi e la governance restano sostenibili anche dopo il round.

1. Quando l'impresa ha bisogno di capitale, non soltanto di credito

Prima di scegliere lo strumento, l'impresa deve capire **che tipo di fabbisogno sta finanziando**. Il credito è adatto quando esiste una capacità di rimborso sufficientemente prevedibile: l'impresa riceve risorse oggi e le restituisce nel tempo attraverso la cassa generata dall'attività. Il capitale di rischio risponde a una logica diversa: chi investe accetta che il rendimento dipenda dal valore futuro dell'impresa e che, in caso di insuccesso, il capitale possa essere perso.

Questa differenza diventa evidente quando l'investimento precede di molto i risultati. Una PMI che deve finanziare un nuovo mercato, costruire una rete commerciale, sviluppare software, completare una tecnologia o assumere persone chiave può sostenere costi importanti prima che il progetto produca ricavi sufficienti. Se il rimborso del debito inizia mentre l'investimento è ancora nella fase di sviluppo, la crescita può essere frenata proprio dal servizio del debito. Il capitale di rischio assorbe invece una parte dell'incertezza: non elimina il rischio ma lo condivide con chi investe.

Non significa che l'equity sia migliore del credito. **Il debito consente all'imprenditore di mantenere la proprietà** ma richiede capacità di rimborso e può comportare garanzie, covenant o vincoli. L'equity rafforza il patrimonio e non genera una rata ma diluisce le quote di capitale dei soci esistenti e può introdurre nuovi diritti nella governance. La scelta corretta dipende quindi dalla natura dell'investimento, dalla struttura finanziaria, dalla velocità con cui il progetto produrrà cassa e dalla disponibilità dell'imprenditore a condividere il valore futuro.

Tra debito bancario e capitale di rischio esistono inoltre altre soluzioni — come minibond, cambiali finanziarie e strumenti ibridi — che possono rispondere a fabbisogni differenti per durata, struttura del rimborso e condivisione del rischio. Il confronto deve quindi partire dalle caratteristiche dell'investimento, non dalla scelta preventiva di uno specifico strumento.

Si pensi a un'impresa che fattura 2 milioni di euro e vuole investire 500.000 euro per entrare in due mercati esteri. Se dispone di margini stabili e il progetto genera cassa rapidamente, un finanziamento può essere sostenibile. Se invece servono diciotto o ventiquattro mesi per costruire la struttura commerciale e raggiungere il pareggio, una parte di capitale di rischio può rendere più equilibrata l'operazione. Lo stesso ragionamento vale per imprese giovani che hanno già validato il prodotto ma non hanno ancora una storia sufficiente per sostenere un indebitamento rilevante.

La diagnosi deve partire da tre numeri: **quanto capitale serve, per quanto tempo resterà assorbito e quale obiettivo deve permettere di raggiungere**. Raccogliere capitale senza associare le risorse a un risultato concreto — ad esempio raggiungere un certo livello di ricavi ricorrenti, completare una certificazione, aprire un mercato o arrivare a un nuovo prodotto — rende difficile sia giustificare la valutazione sia spiegare agli investitori perché quel round crea valore.

2. Che cos'è l'equity crowdfunding

L'**equity crowdfunding** è la raccolta di capitale attraverso una **piattaforma online** nella quale una pluralità di investitori sottoscrive strumenti che attribuiscono una partecipazione economica nell'impresa. Nella pratica italiana il caso più intuitivo è l'aumento di capitale di una società, spesso una S.r.l., al quale aderiscono investitori attraverso un fornitore di servizi di crowdfunding autorizzato.

La denominazione commerciale equity crowdfunding va collegata alla terminologia del Regolamento (UE) 2020/1503, che disciplina il **crowdfunding basato sull'investimento**. Il servizio regolamentato consiste, in sintesi, nel *collocamento senza impegno irrevocabile e nella ricezione e trasmissione degli ordini relativi a valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di crowdfunding, attraverso una piattaforma accessibile al pubblico*. I servizi possono essere prestati soltanto da soggetti autorizzati secondo il regime europeo.

Il meccanismo economico è semplice. L'impresa definisce un aumento di capitale e stabilisce le condizioni alle quali i nuovi investitori potranno entrare. Se il round viene perfezionato, il denaro raccolto entra nel patrimonio dell'impresa e i nuovi sottoscrittori ricevono la partecipazione prevista. **Non nasce un obbligo di restituire il capitale a una certa data**. L'investitore potrà ottenere un rendimento se l'impresa distribuisce utili, se la partecipazione viene venduta a un valore più elevato o se si verifica un'altra operazione di valorizzazione. Può però anche perdere in tutto o in parte il capitale investito.

Per l'imprenditore questo significa che il costo dell'equity non può essere confrontato con un tasso di interesse. La percentuale attribuita ai nuovi investitori non rappresenta una commissione: attribuisce loro il diritto a partecipare al valore futuro dell'impresa nella misura e secondo i diritti previsti dall'offerta. Se l'impresa cresce, quella partecipazione potrà acquisire un valore significativo; se il progetto non raggiunge i risultati attesi, anche i nuovi investitori sopporteranno il rischio economico.

L'equity crowdfunding va inoltre distinto dal **reward** crowdfunding e dal **lending** crowdfunding. Nel reward il sostenitore riceve una contropartita non finanziaria; nel lending presta capitale e attende il rimborso; nell'equity entra nella struttura proprietaria. Va distinto anche da un investimento tradizionale di **venture capital** o private equity: la natura economica è sempre capitale di rischio ma nel crowdfunding l'offerta utilizza una piattaforma regolamentata e può raggiungere una platea più ampia di investitori.

Tabella 2 – Equity crowdfunding e altri strumenti a confronto

Strumento	Che cosa riceve chi apporta risorse	Effetto principale per l'impresa
Equity crowdfunding	Partecipazione o strumento di capitale ammesso	Rafforzamento patrimoniale e diluizione dei soci esistenti
Lending crowdfunding	Diritto al rimborso del capitale e agli interessi	Nuovo debito e servizio del finanziamento
Reward crowdfunding	Prodotto, servizio o altra contropartita non monetaria	Prevendita o raccolta con obbligo di consegna
Venture capital / business angel	Partecipazione nel capitale, spesso con diritti negoziati individualmente	Ingresso di uno o pochi investitori professionali o qualificati

Il dossier si concentra sulle operazioni in cui **nuove risorse entrano nell'impresa a servizio di un aumento di capitale**.

3. Quali imprese e quali progetti possono essere interessati

L'equity crowdfunding non è uno strumento riservato alle startup tecnologiche. Può interessare anche PMI già operative, purché esista un progetto di crescita credibile e il ricorso al capitale di rischio sia coerente con la natura e i tempi del fabbisogno finanziario. Il criterio principale non è l'età dell'impresa ma **la relazione tra capitale raccolto, crescita attesa e valore che l'impresa può creare nel tempo.**

Un progetto che richiede capitale paziente

Lo strumento è più coerente quando il capitale finanzia attività che non possono essere rimborsate facilmente con i flussi dei mesi successivi: sviluppo di prodotto, tecnologia, espansione commerciale, internazionalizzazione, acquisizioni, costruzione di una base clienti o rafforzamento organizzativo. Se il fabbisogno è temporaneo e nasce da un normale disallineamento tra incassi e pagamenti, una linea di credito o uno strumento sul capitale circolante può essere più semplice e meno impegnativo sotto il profilo della governance.

Una storia che può essere raccontata con numeri verificabili

Gli investitori non acquistano soltanto una narrazione. Devono poter comprendere come l'impresa genera ricavi, quali margini produce, quale mercato serve, quali risultati ha già raggiunto e quali ipotesi sostengono il piano. Per una startup possono contare utenti, ricavi ricorrenti, contratti pilota e tasso di crescita; per una PMI matura diventano centrali bilanci, marginalità, portafoglio clienti, indebitamento e capacità di trasformare l'investimento in crescita misurabile.

Soci disponibili a condividere proprietà e informazioni

Aprire il capitale richiede una **scelta culturale** prima ancora che finanziaria. I soci devono accettare che nuovi investitori entrino nella governance, ricevano le informazioni previste e partecipino ai diritti societari collegati alle quote o azioni sottoscritte. Se l'imprenditore considera qualsiasi apertura della governance incompatibile con la gestione dell'azienda, l'equity crowdfunding rischia di diventare una scelta incoerente anche se la raccolta sarebbe tecnicamente possibile.

Una prospettiva di valorizzazione

Chi investe in equity assume un rischio senza una scadenza di rimborso prestabilita. Per questo deve esistere una prospettiva credibile di valorizzazione: crescita degli utili, distribuzione futura di dividendi, ingresso di un investitore industriale, vendita della società, quotazione o altra forma di liquidità. Non è necessario promettere un'exit certa — sarebbe improprio — ma l'impresa deve essere in grado di spiegare come potrebbe crescere il valore e quali condizioni potrebbero consentire agli investitori di realizzarlo.

Un criterio di adeguatezza

L'equity crowdfunding è più coerente quando il capitale finanzia una crescita misurabile, l'impresa è in grado di sostenere una valutazione ragionevole, i soci accettano la diluizione e la governance è preparata a gestire nuovi investitori. La presenza di una community può aiutare la raccolta ma non sostituisce qualità del progetto, numeri e struttura societaria.

4. Quanto vale l'impresa prima della raccolta

Prima di stabilire quanta parte dell'impresa offrire, bisogna attribuire un valore alla società. È il passaggio che rende l'equity crowdfunding diverso da una raccolta basata sul debito: **lo stesso importo raccolto produce una diluizione diversa del capitale a seconda della valutazione pre-money**. Una valutazione troppo bassa penalizza i soci esistenti; una valutazione troppo alta può rendere l'offerta poco credibile e rendere più difficile un round successivo.

Pre-money e post-money

La **pre-money valuation** è il valore attribuito all'impresa immediatamente prima dell'ingresso del nuovo capitale. La **post-money valuation** è, nella forma più semplice, la somma tra pre-money e capitale raccolto. Se Alfa S.r.l. viene valutata 1,6 milioni di euro pre-money e raccoglie 400.000 euro, la valutazione post-money sarà 2 milioni. I nuovi investitori deterranno complessivamente il 20% del capitale post-money, mentre i soci precedenti conserveranno l'80%.

La formula è semplice: **quota dei nuovi investitori = capitale raccolto / valutazione post-money**. Il calcolo diventa però più complesso quando esistono strumenti convertibili, piani di incentivazione, aumenti di capitale già deliberati, categorie di partecipazioni con diritti differenti o altri elementi che modificano la struttura della governance. Per questo la simulazione deve essere effettuata sulla struttura reale, non soltanto sul capitale nominale.

La valutazione non è un prezzo “certificato”

La pre-money non è un valore oggettivo fissato da un'autorità. È una valutazione negoziale che deve essere sostenuta da informazioni coerenti. Per una PMI possono concorrere dati storici, marginalità, posizione finanziaria, portafoglio clienti, crescita, proprietà intellettuale, qualità del management, dimensione del mercato, comparabili e prospettive del piano. Per imprese più giovani, dove i flussi storici sono limitati, assumono maggiore peso le metriche operative e i risultati già raggiunti.

Un errore frequente è partire dalla percentuale che i soci desiderano cedere e ricavare a ritroso una valutazione molto elevata. Se l'impresa vuole raccogliere 500.000 euro e non vuole cedere più del 10%, la pre-money implicita è 4,5 milioni di euro. Il dato può essere corretto oppure no: deve essere confrontato con la capacità del progetto di generare valore. **La percentuale desiderata dai soci non è, da sola, un metodo di valutazione.**

Tabella 3 – Le grandezze da comprendere prima di definire l'offerta

Grandezza	Che cosa significa	Domanda da porsi
Valutazione pre-money	Valore attribuito alla società prima del round	Quali dati e risultati sostengono questo valore?
Capitale raccolto	Nuove risorse che entrano nell'impresa	È sufficiente per raggiungere un obiettivo significativo?
Valutazione post-money	Pre-money + nuovo capitale, nella configurazione semplice	Quale valore avrà la società immediatamente dopo il round?
Diluizione	Quota percentuale attribuita ai nuovi investitori	Quanto resterà ai soci attuali e come cambia la cap table?
Cap table	Rappresentazione della struttura proprietaria della società, con soci, percentuali e strumenti che possono produrre diluizione.	Come cambia la struttura di governance con la campagna di crowdfunding?

Il punto non è ottenere la valutazione più alta possibile. Una valutazione ragionevole deve permettere all'impresa di raccogliere capitale oggi e, se il piano viene eseguito, di presentarsi a un round successivo di raccolta di capitali con risultati che giustifichino un valore maggiore. Una valutazione eccessiva può creare il rischio di un **down round**, cioè una successiva raccolta a una valutazione inferiore, con effetti economici e reputazionali da gestire.

5. Come si costruisce l'offerta

Definita la valutazione, l'impresa deve trasformarla in una struttura di offerta. Non basta indicare l'importo desiderato: bisogna stabilire **soglia di raccolta, eventuale massimo, strumenti offerti, prezzo o criterio di sottoscrizione, investimento minimo, diritti collegati e destinazione delle risorse**. Questi elementi devono essere coerenti tra documentazione societaria, KIIS e comunicazione della campagna.

Obiettivo minimo e ammontare massimo

L'offerta viene normalmente costruita individuando una **soglia minima di raccolta** e, se previsto, un **ammontare massimo**.

L'**obiettivo minimo** rappresenta la quantità di capitale che l'impresa considera necessaria perché l'operazione possa essere perfezionata e il progetto possa essere avviato in condizioni sostenibili. Nelle campagne di crowdfunding **strutturate secondo una logica all-or-nothing**, se alla scadenza non viene raggiunta questa soglia, l'operazione non si chiude e gli impegni di investimento non producono l'ingresso del capitale previsto. In sostanza, il denaro offerto dagli investitori non viene depositato sui conti della società ma ritorna nella loro disponibilità e non avviene l'ingresso di nuovi soci in azienda. La campagna, tecnicamente, è fallita.

L'obiettivo minimo non dovrebbe essere fissato artificialmente in basso **solo per aumentare la probabilità di successo della campagna**: una raccolta formalmente riuscita ma insufficiente a finanziare il piano può lasciare l'impresa sottocapitalizzata subito dopo il closing.

L'**ammontare massimo** indica invece il limite oltre il quale l'impresa non intende raccogliere ulteriore capitale nell'ambito di quella specifica offerta. In termini economici, rappresenta anche la **massima quota di capitale che i soci sono disposti ad attribuire ai nuovi investitori**, alle condizioni previste dalla campagna. Stabilire un massimo molto superiore all'obiettivo minimo richiede quindi di simulare in anticipo la maggiore diluizione e di spiegare come verrebbero utilizzate le risorse aggiuntive.

In sintesi, **il minimo risponde alla domanda “quanto dobbiamo raccogliere perché il round abbia senso e possa chiudersi?”**; **il massimo alla domanda “fino a quanto capitale siamo disposti a raccogliere e quanta parte della società siamo disposti a condividere?”**.

Strumenti e diritti

L'offerta deve indicare con precisione che cosa sottoscrive l'investitore. In una S.r.l. può trattarsi di quote emesse nell'ambito di un aumento di capitale; in altre società possono essere utilizzate azioni o altri strumenti compatibili con il quadro regolamentare. **La percentuale economica non esaurisce il contenuto dell'investimento:** voto, diritti patrimoniali, informazione, prelazione e altre clausole possono incidere in modo significativo sul rapporto tra soci.

Uso dei capitali raccolti

Gli investitori devono poter capire come sarà utilizzato il capitale. Una descrizione generica come "sviluppo e marketing" è poco informativa. È più utile indicare, ad esempio, che il 35% finanzia nuove assunzioni commerciali, il 30% sviluppo prodotto, il 20% internazionalizzazione e il 15% capitale circolante. La ripartizione non deve trasformarsi in un vincolo contabile rigido se il progetto richiede flessibilità ma deve rendere leggibile la logica economica del round.

Costi della raccolta

Il capitale lordo sottoscritto non coincide con le risorse nette che resteranno all'impresa. Devono essere considerati **commissioni della piattaforma, costi di pagamento se applicabili, assistenza legale e societaria, notaio, eventuale revisione o due diligence, produzione dei materiali e comunicazione**. Alcuni costi vengono sostenuti prima di conoscere l'esito della campagna; altri sono proporzionali al capitale raccolto. Il budget deve distinguere chiaramente questi due gruppi.

9

Tabella 4 – Le variabili da definire prima del lancio

Variabile	Che cosa determina	Domanda da porsi
Pre-money valuation	Valore attribuito alla società prima del round	È sostenibile rispetto ai risultati e al piano?
Soglia minima	Capitale minimo per perfezionare l'operazione o renderla utile	Con questa cifra la milestone viene davvero raggiunta?
Ammontare massimo	Limite massimo della raccolta, se previsto	Come cambia la diluizione e come useremo le risorse aggiuntive?
Diritti degli strumenti	Posizione patrimoniale e amministrativa dei nuovi investitori	Quali diritti entrano nella governance?
Costi del round	Risorse che non restano disponibili per il piano industriale	Quanti fondi netti avremo effettivamente dopo il closing?

La verifica economica

L'offerta è coerente quando il capitale netto disponibile permette di raggiungere una milestone significativa e la percentuale ceduta resta compatibile con i round futuri. Valutazione, target e diritti devono essere letti insieme: modificare uno di questi elementi cambia il significato economico dell'intera operazione.

6. Che cosa cambia per l'impresa e per i soci esistenti

La raccolta di equity non produce soltanto un ingresso di liquidità. Modifica la struttura proprietaria e, in misura variabile, il modo in cui la società prende decisioni e comunica con i propri soci. Per questo la simulazione deve continuare oltre il closing: **la cap table dopo la raccolta è il punto di partenza della fase successiva, non il punto di arrivo.**

La diluizione percentuale

Riprendendo l'esempio del capitolo 4, se i due fondatori possiedono rispettivamente il 70% e il 30% di Alfa S.r.l. e il round attribuisce il 20% ai nuovi investitori, dopo l'aumento i fondatori deterranno rispettivamente il 56% e il 24%. Non hanno venduto necessariamente una parte delle proprie quote: **la loro percentuale si riduce perché il capitale complessivo è aumentato e nuove quote di capitale sono state emesse.** La differenza è importante, perché le risorse entrano nell'impresa e possono aumentare il valore complessivo della società.

La diluizione riduce la percentuale di capitale posseduta dai soci esistenti **ma non implica necessariamente una riduzione del valore economico della loro partecipazione.** Se le risorse raccolte consentono all'impresa di crescere e di aumentare il proprio valore, una quota percentualmente più piccola può valere, in termini assoluti, più di quella posseduta prima del round. Per esempio, possedere il 70% di un'impresa che vale 1 milione di euro significa detenere, in termini puramente teorici, una partecipazione del valore di 700.000 euro. Se dopo l'ingresso di nuovi capitali il socio scende al 56%, ma l'impresa cresce fino a valere 2 milioni di euro, quella partecipazione avrebbe un valore teorico di 1,12 milioni di euro.

Il punto, quindi, non è evitare la diluizione ma verificare che il capitale ceduto sia proporzionato alle risorse raccolte e ai risultati che queste devono consentire di raggiungere. Occorre inoltre considerare che la percentuale dei soci potrà ridursi ulteriormente in occasione di futuri aumenti di capitale o per effetto di strumenti convertibili e piani di incentivazione.

Il secondo round

Immaginiamo che, dopo il primo round, Alfa cresca e due anni dopo raccolga 1 milione di euro su una valutazione pre-money di 4 milioni. I nuovi investitori del secondo round riceveranno il 20% della società post-money. Tutti i soci precedenti saranno diluiti proporzionalmente: il fondatore A scenderà dal 56% al 44,8%, il fondatore B dal 24% al 19,2% e gli investitori del primo round dal 20% al 16%. Questo esempio mostra perché la cap table va progettata guardando oltre la singola campagna.

Il rapporto con molti investitori

Una campagna può portare nella società decine o centinaia di investitori. Il numero di sottoscrittori non implica necessariamente che ciascuno intervenga nella gestione quotidiana ma aumenta l'esigenza di avere procedure chiare per assemblee, comunicazioni e aggiornamenti. La struttura societaria e le modalità di intestazione delle partecipazioni devono quindi essere pensate prima del lancio, soprattutto per le S.r.l. che utilizzano il regime previsto dall'articolo 100-ter del TUF.

Tabella 5 – Il controllo da integrare nella cap table

Area	Dato da rilevare	Domanda operativa
Diluizione	Percentuali prima e dopo il round	I soci hanno compreso quale quota conserveranno?
Diritti	Voto, patrimoniali e informativi	La percentuale economica coincide con il peso in governance?
Round futuri	Spazio per nuovi aumenti di capitale	La struttura resta investibile anche dopo un secondo round?
Investitori	Numero e modalità di intestazione	Come verranno gestite comunicazioni e diritti di una platea ampia?
Capitale netto	Risorse effettivamente disponibili dopo i costi	La milestone può essere raggiunta senza un nuovo fabbisogno immediato?

7. Diritti dei nuovi soci, governance e categorie di partecipazioni

11

Due partecipazioni della stessa percentuale possono avere un contenuto molto diverso. Prima del lancio l'impresa deve quindi distinguere **quanto capitale viene ceduto** da **quali diritti vengono attribuiti**. La risposta dipende dalla forma societaria, dallo statuto, dalla delibera di aumento di capitale e dalla struttura dell'offerta; questi aspetti richiedono il coinvolgimento dei professionisti competenti.

Diritti patrimoniali e amministrativi

Entrare nel capitale di un'impresa non significa soltanto acquisire una determinata percentuale della società. Occorre capire **quali diritti sono collegati alla partecipazione sottoscritta**, perché partecipazioni della stessa dimensione possono avere effetti diversi per l'investitore e per i soci già presenti.

I diritti patrimoniali riguardano la partecipazione ai risultati economici dell'impresa. Possono comprendere, secondo quanto previsto dalla legge e dalla documentazione societaria, il diritto a partecipare agli utili distribuiti e al valore spettante al socio in occasione di una vendita, di un'operazione straordinaria o della liquidazione della società.

I diritti amministrativi riguardano invece la partecipazione alla vita societaria: diritto di voto, intervento nelle assemblee, accesso alle informazioni e altre prerogative previste dalla disciplina applicabile, dallo statuto o dagli accordi tra soci.

Non tutte le partecipazioni devono necessariamente attribuire gli stessi diritti. La struttura dell'offerta può prevedere, nei limiti consentiti dalla disciplina societaria applicabile, categorie o partecipazioni con caratteristiche differenti sotto il profilo patrimoniale o amministrativo.

Per l'impresa questo significa che **la percentuale di capitale ceduta non è sufficiente, da sola, a misurare l'effetto dell'operazione**. Dire, ad esempio, «cediamo il 15% della società» non chiarisce ancora quale peso avranno i nuovi investitori nella distribuzione del valore e nelle decisioni societarie. Prima del lancio occorre quindi valutare insieme **percentuale ceduta, diritti attribuiti e impatto sulla governance**.

Un investitore che sottoscrive il **10% del capitale** può avere diritto al **10% degli utili distribuiti** ma non necessariamente al 10% dei voti se esistono categorie di partecipazioni con diritti amministrativi differenti. Oppure può accadere il contrario: una partecipazione può attribuire un peso limitato nelle decisioni societarie ma riconoscere **diritti patrimoniali rafforzati** come, ad esempio, una priorità nella distribuzione di determinate somme in caso di exit o liquidazione, se prevista dalla struttura societaria.

Un altro esempio riguarda il **diritto di voto**: due investitori con la stessa percentuale economica possono avere un'influenza diversa sulla governance se uno dispone di diritti di voto pieni e l'altro di una categoria di quote con voto limitato o escluso, nei limiti consentiti dalla disciplina applicabile.

Si può poi avere una differenza anche sul piano dell'**informazione**: alcuni investitori possono beneficiare di obblighi informativi o reporting più articolati previsti dallo statuto, da patti parasociali o dalla documentazione dell'operazione.

Prelazione, tag along e drag along

Quando entrano nuovi soci, non conta soltanto chi possiede quale percentuale: diventa importante anche stabilire **che cosa accade se, in futuro, uno dei soci vuole vendere la propria partecipazione**.

La **prelazione** serve a dare priorità agli altri soci. Se un socio riceve un'offerta per vendere la propria quota, gli altri soci possono avere il diritto di acquistarla alle stesse condizioni prima che venga ceduta a un soggetto esterno. La clausola può quindi aiutare a mantenere sotto controllo l'ingresso di nuovi soggetti nella compagine sociale.

Il **tag along**, o diritto di co-vendita, tutela soprattutto i soci di minoranza. Se il socio di controllo decide di vendere la propria partecipazione a un terzo, i soci di minoranza possono avere il diritto di partecipare alla stessa operazione e vendere anche le proprie quote, alle medesime condizioni previste dalla clausola. In questo modo evitano di restare nella società con un nuovo socio di controllo che non hanno scelto.

Il **drag along**, o diritto di trascinamento, opera nella direzione opposta. Se un socio o un gruppo di soci riceve un'offerta per la vendita dell'intera società, la clausola può consentire, al ricorrere delle condizioni previste, di obbligare anche i soci di minoranza a vendere le proprie partecipazioni. Lo scopo è evitare che una quota minoritaria possa bloccare un'operazione di cessione dell'intera impresa.

Per l'impresa queste clausole sono particolarmente importanti in un'operazione di equity crowdfunding, perché una governance con molti investitori può rendere più complessa una futura cessione. **Prelazione, tag along e drag along incidono quindi direttamente sulla trasferibilità delle partecipazioni e sulla possibilità di realizzare una futura exit.**

La rubricazione delle quote tramite intermediario

Quando una campagna di equity crowdfunding coinvolge molti investitori, l'intestazione diretta di una quota a ciascun sottoscrittore può rendere più articolata la gestione delle partecipazioni. Per le quote di S.r.l. sottoscritte attraverso una campagna di crowdfunding, l'articolo 100-ter TUF prevede quindi, in alternativa al regime ordinario, un particolare meccanismo comunemente definito **rubricazione delle quote**.

Se l'investitore sceglie questo regime, le quote vengono **intestate all'intermediario in nome proprio e per conto dell'investitore**. Nel Registro delle imprese risulta quindi l'intermediario come socio per conto di terzi, mentre l'intermediario mantiene nei propri registri l'evidenza dell'identità di ciascun investitore e delle quote che gli competono.

Questo non fa venir meno i diritti dell'investitore. Su richiesta, l'intermediario rilascia una certificazione che consente al sottoscrittore di esercitare i diritti sociali collegati alla partecipazione. L'investitore può

inoltre chiedere in qualsiasi momento che le quote di propria pertinenza vengano **intestate direttamente a suo nome**.

Uno dei principali effetti pratici riguarda la successiva circolazione delle partecipazioni. Se le quote restano nel regime di rubricazione, il loro trasferimento può avvenire mediante una **semplice annotazione nei registri tenuti dall'intermediario**, senza dover ripetere per ogni passaggio le ordinarie formalità previste per il trasferimento delle quote di S.r.l.

Un esempio può aiutare a chiarire meglio lo strumento. Una S.r.l. realizza una campagna di equity crowdfunding alla quale aderiscono 150 investitori. Con l'intestazione ordinaria, ciascun investitore diventa direttamente intestatario della propria partecipazione. Se invece gli investitori optano per il regime alternativo, un solo intermediario autorizzato può risultare formalmente intestatario delle quote **per conto di tutti i sottoscrittori**, mantenendo al proprio interno il dettaglio delle rispettive posizioni.

Se uno degli investitori vende successivamente la propria partecipazione, nel regime alternativo il trasferimento può essere registrato nei Registri dell'intermediario. Se invece desidera uscire dal sistema di rubricazione, può chiedere l'intestazione diretta della propria quota.

La rubricazione semplifica l'intestazione e la circolazione delle quote ma non cancella la pluralità degli investitori né i diritti collegati alle loro partecipazioni. L'impresa deve comunque sapere chi sono gli investitori effettivi e organizzare correttamente l'esercizio dei diritti, le comunicazioni e la governance.

Tabella 6 – Diritti e clausole da tradurre in effetti operativi

Profilo	Effetto possibile	Verifica da svolgere
Diritto di voto	Incidenza dei nuovi soci sulle decisioni	Mappare le materie assembleari e i quorum dopo il round
Diritti patrimoniali	Ripartizione di utili o valore in caso di exit/liquidazione	Verificare eventuali privilegi o differenziazioni
Prelazione	Limiti o priorità nella vendita delle partecipazioni	Valutare l'impatto sulla trasferibilità futura
Tag along	Tutela dei soci di minoranza in una vendita	Verificare condizioni, soglie e procedure
Drag along	Possibile coinvolgimento dei soci in una vendita complessiva	Evitare clausole incompatibili con una futura exit
Regime di intestazione	Gestione di una platea ampia di sottoscrittori	Valutare il regime ordinario e l'alternativa dell'art. 100-ter TUF (rubricazione)

8. La piattaforma, il KIIS e il percorso regolamentato

L'equity crowdfunding non è semplicemente una pagina online sulla quale l'impresa presenta il proprio progetto. Il Regolamento (UE) 2020/1503 costruisce un percorso regolamentato nel quale operano tre soggetti principali: **titolare del progetto, investitori e fornitore di servizi di crowdfunding**. Il servizio di crowdfunding può essere prestato soltanto da persone giuridiche stabilite nell'Unione europea, autorizzate dalle Autorità di vigilanza e iscritte nel registro tenuto dall'ESMA. Possono operare in altri Stati membri oltre a quello in cui hanno la propria sede.

Le verifiche sul titolare del progetto

Prima di ammettere un progetto, il gestore della piattaforma deve svolgere almeno il livello minimo di **adeguata verifica** previsto dall'articolo 5 del Regolamento, che comprende verifiche sui precedenti rilevanti del titolare del progetto e sull'eventuale stabilimento in Paesi ad alto rischio. La piattaforma può inoltre prevedere ulteriori verifiche commerciali e documentali secondo le proprie procedure. Per l'impresa questo significa preparare documentazione societaria e informazioni coerenti prima ancora di costruire la comunicazione della campagna.

Il KIIS: il documento centrale dell'offerta

Per ogni offerta di quote, l'imprenditore titolare del progetto redige una **scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento – KIIS**. Il documento deve seguire il contenuto previsto dal Regolamento, essere corretto, chiaro e non fuorviante e, nella forma ordinaria, non superare sei facciate A4 quando stampato. **Il KIIS descrive il titolare del progetto, l'offerta, i rischi, gli strumenti, i diritti degli investitori e le altre informazioni richieste**. Non è una brochure commerciale: la responsabilità delle informazioni ricade almeno sul titolare del progetto o sui suoi organi secondo il diritto nazionale.

Il KIIS deve essere mantenuto aggiornato per la durata dell'offerta. Se emergono variazioni significative, il titolare del progetto deve comunicarle al gestore della piattaforma, che informa gli investitori secondo le regole previste. Il gestore deve disporre di procedure per verificarne completezza, correttezza e chiarezza, se individua omissioni, errori o imprecisioni rilevanti, il gestore li segnala tempestivamente al titolare del progetto; qualora non siano corretti tempestivamente, deve sospendere l'offerta. Se le irregolarità non sono rettificate entro 30 giorni, l'offerta deve essere cancellata.

Investitori sofisticati e non sofisticati

Il Regolamento distingue investitori sofisticati e non sofisticati. Tra i primi rientrano innanzitutto i soggetti che la normativa finanziaria considera investitori professionali, come banche, imprese di investimento, fondi e altri investitori istituzionali, nonché determinate imprese di maggiori dimensioni. Possono inoltre essere riconosciute come sofisticate, al ricorrere dei requisiti previsti, anche altre persone fisiche o giuridiche che dispongono di esperienza, conoscenze o capacità finanziaria adeguate a comprendere i rischi dell'investimento. Sono, invece, **non sofisticati** tutti gli investitori che non rientrano in queste categorie e per i quali il Regolamento prevede tutele aggiuntive. Per questi ultimi il gestore della piattaforma effettua un test di ingresso sulle conoscenze e sull'esperienza e richiede una **simulazione della capacità di sostenere perdite pari al 10% del patrimonio netto**. Se un singolo investimento supera il maggiore tra 1.000 euro e il 5% del patrimonio netto dell'investitore non sofisticato, il fornitore deve fornire un'avvertenza sui rischi, ottenere un consenso esplicito e verificare che l'investitore comprenda l'investimento e i relativi rischi.

Inoltre, l'investitore non sofisticato dispone di un **periodo di riflessione precontrattuale di quattro giorni di calendario**, durante il quale può revocare l'offerta di investimento o la manifestazione di interesse senza motivazione e senza penali. Per l'impresa questo significa che gli importi visualizzati durante la campagna devono essere letti considerando le regole di perfezionamento e la possibilità di revoca prevista per questa categoria di investitori.

9. Dal progetto alla chiusura del round

Compresi valutazione, diritti e regole, resta da ricostruire il percorso operativo. Una campagna efficace **inizia diversi mesi prima della pubblicazione e prosegue dopo il closing**. La fase più visibile — la raccolta online — è soltanto una parte dell'operazione.

Preparazione strategica e societaria

L'impresa definisce fabbisogno, milestone, business plan e valutazione; ricostruisce la cap table e verifica statuto, patti e strumenti esistenti. In questa fase bisogna individuare eventuali vincoli che potrebbero rendere difficile l'aumento di capitale o l'ingresso di una platea ampia di investitori. È anche il momento di decidere quali diritti attribuire e quale struttura utilizzare per le partecipazioni.

15

Scelta del gestore della piattaforma e ammissione del progetto

La piattaforma deve essere un fornitore autorizzato nel regime europeo. L'impresa confronta pubblico di riferimento, esperienza settoriale, servizi, commissioni, struttura della campagna e supporto nella preparazione. Segue la fase di verifica del titolare del progetto e della documentazione; il livello di analisi commerciale può essere più ampio del minimo previsto dal Regolamento.

Documentazione e pre-campagna

Vengono definiti delibera societaria, documenti informativi, KIIS, materiali della campagna e piano di comunicazione. In parallelo è utile costruire una base iniziale di investitori potenzialmente interessati. Come nel reward crowdfunding, una piattaforma non crea automaticamente la domanda: **l'impresa deve essere in grado di attivare soci, clienti, partner, business angel e altri soggetti che comprendono il progetto**, nel rispetto delle regole applicabili alle comunicazioni di marketing.

Raccolta, periodo di riflessione e closing

Durante la campagna l'impresa monitora impegni di investimento, composizione degli investitori e andamento rispetto alla soglia prevista. Per gli investitori non sofisticati va considerato il periodo di riflessione di quattro giorni. Alla chiusura si verifica il raggiungimento delle condizioni dell'offerta, si determinano gli importi effettivamente perfezionati e si completano gli adempimenti societari e finanziari necessari all'aumento di capitale e all'attribuzione delle partecipazioni.

Dopo il closing

Il capitale raccolto deve essere utilizzato secondo la strategia comunicata e l'impresa deve organizzare il rapporto con i nuovi soci. Reporting, assemblee, aggiornamenti e gestione della cap table diventano parte ordinaria della governance. Se è probabile un round successivo, è utile definire fin da subito quali indicatori dimostreranno che il primo capitale ha creato valore.

Tabella 7 – Il percorso operativo

Fase	Attività principale	Presidio dell'impresa
1. Strategia	Definire fabbisogno, milestone e valutazione	Business plan, piano di cassa e cap table pre-round
2. Struttura societaria	Definire aumento, strumenti e diritti	Verifica di statuto, patti e round futuri
3. Scelta del CSP	Confrontare fornitori autorizzati e condizioni	Verificare autorizzazione, servizi e costi
4. Documentazione	Preparare KIIS e materiali dell'offerta	Coerenza tra informazioni societarie, economiche e marketing
5. Campagna	Raccogliere impegni e gestire comunicazione	Monitorare raccolta, investitori e informazioni aggiornate
6. Closing e post-round	Perfezionare aumento e gestire i nuovi soci	Cap table aggiornata, reporting e milestone finanziate

10. Il caso guida: Alfa S.r.l. apre il capitale

Alfa S.r.l. è una PMI che sviluppa software per il settore manifatturiero. Ha validato il prodotto, ha ricavi ricorrenti e vuole accelerare la crescita commerciale in Italia e in due mercati europei. Il piano richiede nuove assunzioni, integrazioni di prodotto e marketing. I soci ritengono che per soddisfare il fabbisogno sia più coerente fare ricorso al capitale di rischio che non a nuovo debito e decidono di strutturare una campagna di equity crowdfunding.

L'esempio è puramente illustrativo. Non rappresenta condizioni di mercato né una valutazione consigliata e non considera tutti i costi fiscali, legali e societari che possono incidere su un'operazione reale.

Tabella 8 – Le condizioni del caso guida

Voce	Condizione	Lettura operativa
Soci prima del round	Fondatore A 70% – Fondatore B 30%	Cap table semplice, senza altri strumenti diluitivi
Valutazione pre-money	1.600.000 euro	Valore attribuito alla società prima del nuovo capitale
Soglia minima	300.000 euro	Capitale minimo considerato utile per la prima fase del piano
Target centrale	400.000 euro	Scenario su cui è costruito il piano operativo
Ammontare massimo	600.000 euro	Consente di accelerare una seconda fase commerciale
Costi del round	40.000 euro nello scenario target	Commissioni, professionisti e comunicazione – dato illustrativo
Capitale netto target	360.000 euro	Risorse stimate disponibili per il piano nello scenario centrale
Durata della campagna	60 giorni	Da coordinare con le condizioni concrete dell'offerta
Strumenti offerti	Nuove quote di capitale	Diritti definiti da statuto e documentazione dell'offerta

Con una pre-money di 1,6 milioni, la diluizione dipende dall'importo effettivamente raccolto. Se la raccolta si ferma a 300.000 euro, la post-money è 1,9 milioni e i nuovi investitori detengono circa il 15,8%. A 400.000 euro la post-money è 2 milioni e la quota dei nuovi investitori è il 20%. Se si raggiunge il massimo di 600.000 euro, la post-money sale a 2,2 milioni e la quota complessiva dei nuovi investitori arriva a circa il 27,3%.

Tabella 9 – Tre scenari di raccolta e diluizione

Scenario	Capitale raccolto	Quota nuovi investitori	Fondatore A	Fondatore B
Minimo	300.000 €	15,8%	58,9%	25,3%
Target	400.000 €	20,0%	56,0%	24,0%
Massimo	600.000 €	27,3%	50,9%	21,8%

Lo scenario target

Con 400.000 euro di capitale raccolto e 40.000 euro di costi ipotizzati, Alfa dispone di circa 360.000 euro netti per il piano. I soci esistenti conservano complessivamente l'80% della società. Il punto decisivo non è soltanto che la raccolta raggiunga 400.000 euro: Alfa deve dimostrare che 360.000 euro netti sono sufficienti per finanziare le assunzioni e le attività necessarie a raggiungere la milestone prevista prima che emerga un nuovo fabbisogno.

Lo scenario massimo

Se la raccolta arriva a 600.000 euro, l'impresa dispone di più capitale ma i soci esistenti scendono complessivamente al 72,7%. Questo può essere perfettamente razionale se le risorse aggiuntive consentono di accelerare il piano e creare più valore. Diventa invece inefficiente se l'impresa raccoglie denaro che non sa utilizzare con rendimento adeguato o se la maggiore diluizione riduce eccessivamente lo spazio per round successivi.

Che cosa accade in un secondo round

Supponiamo che Alfa esegua il piano e, due anni dopo, raccolga 1 milione di euro a una pre-money di 4 milioni. Il nuovo round assegna il 20% della post-money ai nuovi investitori. I soci precedenti vengono diluiti del 20%: il Fondatore A passa dal 56% al 44,8%, il Fondatore B dal 24% al 19,2% e gli investitori del primo round dal 20% al 16%. Il caso mostra perché **la valutazione di oggi deve essere compatibile con la cap table di domani.**

Che cosa insegna il caso

L'importo raccolto non è l'unica misura del successo. L'impresa deve verificare capitale netto, milestone finanziata, diluizione e spazio per round futuri. Raccogliere di più può creare più valore, ma soltanto se le risorse aggiuntive hanno un uso produttivo e la struttura proprietaria resta sostenibile.

11. Quando non è la soluzione giusta

L'equity crowdfunding non è una risposta universale al fabbisogno delle PMI. La visibilità della campagna e l'assenza di rimborso periodico possono renderlo attraente ma aprire il capitale ha conseguenze permanenti. La scelta è poco coerente quando il fabbisogno è temporaneo, la valutazione non è sostenibile o i soci non sono realmente disponibili a condividere proprietà e informazione.

Fabbisogni di breve termine

Se l'impresa deve finanziare un picco di magazzino, un credito verso clienti o un disallineamento temporaneo di cassa, cedere capitale può essere sproporzionato. Linee di credito, factoring, leasing o altre forme di finanza sul circolante possono affrontare il bisogno senza modificare la proprietà. L'equity

dovrebbe finanziare un salto di valore, non sostituire automaticamente strumenti più adatti a fabbisogni ricorrenti.

Valutazione non sostenibile

Un'impresa può essere convinta del proprio potenziale e tuttavia non disporre di elementi sufficienti per giustificare la valutazione proposta. Se il prezzo incorpora già risultati che devono ancora essere dimostrati, la raccolta può essere difficile oppure può creare problemi nel round successivo. La valutazione deve lasciare agli investitori una prospettiva di crescita coerente con il rischio assunto.

Governance non pronta

Se i soci non vogliono condividere informazioni, non hanno chiarito i rapporti interni o esistono conflitti irrisolti, una campagna può amplificare i problemi. Prima di invitare investitori esterni è opportuno rendere ordinati statuto, patti, deleghe, proprietà intellettuale, rapporti con parti correlate e cap table. Il capitale non risolve una governance fragile.

Nessuna strategia per il capitale raccolto

Raccogliere equity per coprire perdite ricorrenti senza un piano di riequilibrio non equivale a finanziare crescita. Il nuovo capitale può essere necessario anche in una fase di turnaround ma l'impresa deve spiegare quale cambiamento rende credibile il recupero. Se il round serve soltanto a rinviare un problema economico, la diluizione si aggiunge allo squilibrio senza risolverlo.

Tabella 10 – Il fabbisogno orienta il confronto tra strumenti

Fabbisogno prevalente	Strumenti da confrontare	Logica del confronto
Crescita con ritorni non immediati	Equity crowdfunding, business angel, venture capital	Capitale paziente che condivide il rischio e non genera rate
Investimento con flussi prevedibili	Finanziamento, leasing	Il progetto può sostenere un piano di rimborso
Capitale circolante e crediti commerciali	Linee di cassa, factoring, anticipo crediti	Il fabbisogno nasce dal ciclo incassi-pagamenti
Progetto ancora non validato	Capitale dei soci, grant, accelerazione, test di mercato	Prima della valutazione serve ridurre l'incertezza sul modello
Soci indisponibili ad aprire la governance	Debito o autofinanziamento, se sostenibili	L'equity sarebbe incoerente con la volontà proprietaria

12. Come prepararsi prima di aprire la campagna

Una buona campagna nasce da un'impresa già preparata a ricevere capitale. La comunicazione arriva alla fine: prima servono numeri, struttura societaria, valutazione, documenti e una strategia chiara sull'uso delle risorse. La preparazione deve consentire all'impresa di rispondere alle stesse domande in modo coerente davanti a piattaforma, investitori, notaio e soci esistenti.

1. Definire fabbisogno e milestone

Quantificare il capitale necessario e collegarlo a risultati verificabili. Il round dovrebbe portare l'impresa da una situazione A a una situazione B: ricavi, clienti, prodotto, mercato, capacità produttiva o altro indicatore coerente con il modello. La milestone serve anche a capire quando potrebbe emergere il round successivo.

2. Ricostruire la cap table completamente diluita

Elencare soci, percentuali, strumenti convertibili, opzioni, piani di incentivazione e diritti speciali. Simulare soglia minima, target e massimo della raccolta e almeno un round futuro. La cap table deve mostrare non soltanto chi possiede oggi la società, ma chi potrebbe possederla dopo gli strumenti già promessi o deliberati.

3. Costruire una valutazione difendibile

Preparare le metriche che sostengono la pre-money: dati economico-finanziari, crescita, margini, ricavi ricorrenti, clienti, tecnologia, mercato e comparabili. Per le imprese giovani è utile distinguere chiaramente risultati già raggiunti da obiettivi del piano. Le assunzioni prospettiche devono essere riconoscibili come tali.

4. Preparare governance e documentazione

Verificare statuto, patti, proprietà intellettuale, rapporti con soci e amministratori, eventuali contenziosi e autorizzazioni. Definire in anticipo i diritti delle partecipazioni offerte e il regime di intestazione. Preparare le informazioni che confluiranno nel KIIS e stabilire chi in azienda ne presidia l'aggiornamento per tutta la durata dell'offerta.

5. Confrontare i gestori di piattaforme autorizzati

Valutare non soltanto la commissione ma pubblico, track record, settori serviti, processo di selezione, supporto, tempi e servizi post-campagna. Verificare l'autorizzazione nel registro ESMA. L'impresa deve comprendere anche le modalità con cui vengono gestiti ordini, pagamenti, periodo di riflessione e perfezionamento della raccolta.

6. Preparare il dopo

Stabilire chi gestirà investor relations, reporting e assemblee. Definire una periodicità degli aggiornamenti e pochi KPI coerenti con le milestone finanziate. Una relazione ordinata con gli investitori del primo round può diventare un vantaggio nel round successivo; una comunicazione irregolare può invece trasformare una platea di sostenitori in un problema di governance.

Dopo aver analizzato il caso Alfa, l'impresa può applicare lo stesso metodo alla propria operazione. La griglia seguente non contiene i dati del caso guida: è uno schema da compilare con le ipotesi del proprio round.



Tabella 11 – Griglia di lavoro per simulare il proprio round

Elemento	Scenario minimo	Scenario target	Scenario massimo
Capitale lordo da raccogliere	___ €	___ €	___ €
Costi stimati del round	___ €	___ €	___ €
Capitale netto disponibile	___ €	___ €	___ €
Valutazione pre-money	___ €	___ €	___ €
Valutazione post-money	___ €	___ €	___ €
Quota attribuita ai nuovi investitori	___ %	___ %	___ %
Quota residua dei soci attuali	___ %	___ %	___ %
Milestone finanziata	___	___	___

La decisione finale può essere ricondotta a quattro verifiche: **il capitale è davvero la fonte più coerente con il fabbisogno; la valutazione è sostenibile; la diluizione e i diritti non compromettono la governance; le risorse nette consentono di raggiungere una milestone che aumenta il valore dell'impresa.** Se uno di questi elementi non è chiaro, è preferibile rivedere la struttura prima di aprire la campagna.

Checklist dell'impresa

Prima di scegliere l'equity

- ☐ Il fabbisogno finanzia una crescita o un investimento con ritorni non immediati?
- ☐ È stato confrontato il capitale di rischio con debito, leasing, finanza agevolata e altre alternative coerenti?
- ☐ Il capitale richiesto è collegato a una milestone precisa e misurabile?
- ☐ I soci sono realmente disponibili a diluirsi e ad accogliere investitori esterni?
- ☐ L'impresa ha una storia e dati sufficienti per spiegare il progetto in modo verificabile?

Valutazione e cap table

- ☐ La pre-money valuation è sostenuta da dati, risultati e assunzioni comprensibili?
- ☐ Sono state simulate post-money e diluizione negli scenari minimo, target e massimo?
- ☐ La cap table include strumenti convertibili, opzioni e piani di incentivazione?
- ☐ È stato simulato almeno un round successivo per misurare la diluizione futura?
- ☐ La valutazione lascia spazio a una crescita credibile del valore nel round successivo?

21

Offerta, diritti e governance

- ☐ Sono chiari gli strumenti offerti e i diritti patrimoniali e amministrativi collegati?
- ☐ Statuto e patti sono coerenti con l'ingresso di una nuova platea di investitori?
- ☐ Sono state verificate prelazione, tag along, drag along e altre clausole rilevanti?
- ☐ Per una S.r.l. è stata valutata la modalità di intestazione delle quote e il regime dell'art. 100-ter TUF?
- ☐ L'ammontare massimo della raccolta è compatibile con la diluizione desiderata?

Piattaforma e percorso regolamentato

- ☐ Il fornitore è autorizzato come CSP ed è presente nel registro ESMA?
- ☐ Sono stati compresi processo di ammissione, verifiche, costi e tempi della piattaforma?
- ☐ Il KIIS è coerente con business plan, statuto, delibere e comunicazione della campagna?
- ☐ È stato individuato chi aggiorna il KIIS se cambiano informazioni rilevanti durante l'offerta?
- ☐ Sono state considerate le tutele degli investitori non sofisticati e il periodo di riflessione di quattro giorni?

Dopo il closing

- ☐ È definito chi gestirà investor relations, comunicazioni e assemblee?
- ☐ Sono stati scelti KPI con cui rendicontare l'utilizzo delle risorse e le milestone?
- ☐ Il capitale netto disponibile è sufficiente a evitare un nuovo round immediato non pianificato?
- ☐ La cap table resta compatibile con l'ingresso di investitori professionali in futuro?
- ☐ Esiste una riflessione credibile sulle possibili modalità di valorizzazione o exit, senza promettere risultati certi?

Glossario essenziale

Tabella 12 – I termini da conoscere

Termine	Significato operativo
Aumento di capitale	Operazione con cui la società incrementa il capitale e attribuisce nuove partecipazioni ai sottoscrittori.
Cap table	Rappresentazione della struttura proprietaria della società, con soci, percentuali e strumenti che possono produrre diluizione.
Closing	Momento o processo con cui si perfezionano le condizioni del round e l'ingresso del capitale.
CSP / crowdfunding service provider	Fornitore di servizi di crowdfunding autorizzato ai sensi del Regolamento (UE) 2020/1503.
Diluizione	Riduzione percentuale della partecipazione dei soci esistenti a seguito dell'emissione di nuove partecipazioni.
Drag along	Clausola che, alle condizioni previste, può consentire di coinvolgere i soci di minoranza in una vendita complessiva.
Equity crowdfunding	Raccolta di capitale attraverso una piattaforma nella quale gli investitori acquisiscono una partecipazione economica nell'impresa.
Exit	Evento che può consentire agli investitori di realizzare il valore della partecipazione, ad esempio tramite vendita o altra operazione societaria.
Investment-based crowdfunding	Categoria utilizzata dal quadro europeo per il crowdfunding basato sull'investimento in valori mobiliari o strumenti ammessi.
Investitore non sofisticato	Investitore che non soddisfa i requisiti per essere classificato come sofisticato e beneficia dei presidi aggiuntivi previsti dal Regolamento.
KIIS	Key Investment Information Sheet: scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, redatta dal titolare del progetto per l'offerta.
Post-money valuation	Valore della società dopo l'ingresso del nuovo capitale, nella struttura semplice pari a pre-money più capitale raccolto.
Pre-money valuation	Valore attribuito alla società immediatamente prima del round.
Round	Operazione di raccolta di capitale realizzata in una determinata fase di sviluppo dell'impresa.
Tag along	Clausola che, alle condizioni previste, consente ai soci di minoranza di partecipare a una vendita promossa da altri soci.
Valuation	Processo e risultato con cui viene attribuito un valore economico alla società ai fini del round.

La terminologia finanziaria non sostituisce la documentazione societaria e il KIIS. Il significato concreto di diritti, clausole e strumenti dipende dalla forma societaria, dallo statuto, dalle delibere e dalle condizioni dell'offerta. Prima di assumere impegni è opportuno verificare la singola operazione con la piattaforma e con i professionisti competenti.

Riferimenti essenziali

- Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.
- Decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30, di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503.
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico della Finanza, in particolare artt. 4-sexies.1 e 100-ter.
- Regolamento Consob n. 22720 del 1° giugno 2023 in materia di servizi di crowdfunding per le imprese.
- Banca d'Italia, Disposizioni di attuazione dell'articolo 4-sexies.1 del TUF in materia di fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese, 8 maggio 2024.
- ESMA, registro dei fornitori europei di servizi di crowdfunding e Q&A sul Regolamento ECSP. Fonti ufficiali consultate a settembre 2026.