

Crowdfunding de acciones y regulación: implicaciones para el sector inmobiliario en Italia

Enrico Battisti, Fabio Creta y Nicola Miglietta
Dipartimento di Management, Università degli Studi di Torino, Torino, Italia

Sector
inmobiliario en Italia

353

Recibido el 10 de agosto de 2018

Revisado el 6 de junio de 2019

9 de octubre de 2019

Aceptado el 20 de diciembre de 2019

Abstracto

Propósito – Este artículo recopila evidencia inicial sobre la naturaleza y las características del modelo de crowdfunding de acciones en Italia, especialmente en términos de regulaciones. El propósito de este estudio es examinar cómo el crowdfunding de acciones podría apoyar al sector inmobiliario en Italia.

Diseño/metodología/enfoque – Para explorar las iniciativas recientes en el desarrollo de FinTech en Italia, especialmente en lo que se refiere al instrumento de crowdfunding de acciones, se utiliza una perspectiva cualitativa. En particular, este artículo se basa en datos primarios de las regulaciones y datos secundarios del dominio público, que se examinan en relación con la literatura actual.

Hallazgos – Los resultados de este estudio muestran que el crowdfunding de acciones representa un método de financiación que está aumentando rápidamente en Italia, a pesar de una regulación bastante rígida. Entre los distintos sectores implicados, el inmobiliario podría beneficiarse de los modelos de crowdfunding y, en concreto, del de renta variable. El desarrollo de nuevos portales de crowdfunding de capital inmobiliario que permitan la diversificación de la inversión (reduciendo las típicas barreras de entrada a la inversión inmobiliaria) podría garantizar una mayor transparencia y simplicidad en la inversión.

Implicaciones prácticas: el crowdfunding inmobiliario puede ser una forma sencilla de invertir en la industria inmobiliaria. Gracias al uso de la tecnología, específicamente de las plataformas basadas en Internet, este tipo de crowdfunding permite a los pequeños inversores, así como a los inversores profesionales, acceder a una clase de activos que de otro modo no estaría abierta a pequeñas inversiones y mejorar la diversificación de las inversiones.

Originalidad/valor – Aunque la literatura reciente ha examinado el concepto de crowdfunding y ha destacado diferentes modelos, aspectos y campañas, ningún estudio previo, que sepamos los autores, ha investigado explícita y conjuntamente, también basándose en el estado del arte de la regulación, la equidad. El modelo de crowdfunding y el sector inmobiliario en Italia.

Palabras clave Regulación, Crowdfunding, Crowdfunding de acciones, Crowdfunding inmobiliario, sector inmobiliario

Tipo de papel Revisión general

1. Introducción

FinTech (Tecnología Financiera) se refiere a la digitalización del sistema bancario y financiero a través de tecnología que hace que el sistema sea más eficiente (Freedman, 2006; Banca d'Italia, 2017; Campanella et al., 2017; Ferrari, 2017; Philippon, 2017; Ziegler et al., 2018). Las fintech se articulan a través de una amplia gama de soluciones tecnológicas aplicadas a las finanzas, como el crowdfunding, los préstamos entre pares, la gestión de pagos, la recopilación de datos y las monedas digitales o criptomonedas. A partir de 2010, el crowdfunding ha surgido como un método innovador para financiar nuevas empresas al permitir que los fundadores individuales de proyectos sociales o culturales con fines de lucro soliciten financiación a través de pequeñas sumas de varias personas (Mollick, 2014) en lugar de recaudar grandes cantidades de un grupo limitado. número de grandes inversores y/o patrocinadores (Belleflamme et al., 2014). Esto suele ocurrir sin el aporte de intermediarios financieros comunes, sino mediante el uso de Internet (Mollick, 2014).



Revista de Regulación y
Cumplimiento
Financiero vol. 28
No. 3, 2020
págs. 353-368 © Emerald
Publishing

ISSN 1358-1988 DOI 10.1108/JFRC-08-2019-0014

JFRC
28,3

354

Inspirándose en los principios del crowdsourcing (Kleemann et al., 2008) y las microfinanzas (Morduch, 1999), el crowdfunding puede definirse como un método de financiación de base comunitaria (Agrawal et al., 2015). De hecho, el crowdfunding incorpora ventajas que van más allá de los fondos recaudados, incluida la retroalimentación sobre las ideas en desarrollo (Gerber et al., 2012), la validación de proyectos (Frydrych et al., 2014) y la interacción entre diferentes partes interesadas (Mollick y Kuppaswamy, 2014). El crowdfunding representa, por tanto, un nuevo fenómeno financiero y social (Prevati et al., 2015) y una nueva forma de financiación empresarial (Hornuf y Schwenbacher, 2018) que se está extendiendo (Giudici et al., 2012) por todo el mundo y cambiando. el espacio del mercado de capitales (Beaulieu et al., 2015).

En términos generales, el mercado del crowdfunding se ha desarrollado a un ritmo triplemente digital en los últimos años (Barbi y Bigelli, 2017) y el interés de la investigación en el crowdfunding ha aumentado constantemente, aunque este interés aún es limitado (Short et al., 2017) y el La literatura es relativamente novedosa. En particular, muchos académicos han definido los diferentes tipos/ modelos de crowdfunding (Giudici et al., 2012; Harrison, 2013; Beaulieu, 2015), y en general es posible destacar cinco modelos basados en estándares: basado en donaciones, basado en equidad, basado en recompensas, basado en regalías y basado en préstamos. Brevemente, el "capital" implica la compra de una acción de un inversor en la empresa; "préstamo" consiste en un préstamo de individuos o intermediarios institucionales que será reembolsado junto con intereses en un período de tiempo preestablecido; "recompensa" implica una recompensa no monetaria, como un producto o servicio basado en el monto invertido en la campaña financiera; "regalía" implica una recompensa monetaria en términos de participación en las ganancias futuras del proyecto; y "donación" implica una transferencia monetaria para financiar proyectos con implicaciones sociales. En comparación con otros tipos de crowdfunding, el modelo de capital es un fenómeno relativamente nuevo (Lukkarinen et al., 2016).

El crowdfunding basado en acciones es un modelo que consiste en la financiación de personas físicas que invierten su dinero en el capital de una empresa mediante la compra de parte de sus acciones (Pais et al., 2014; Cultera, 2015; Quaranta, 2017). La financiación de riesgo basada en acciones a través de Internet se ha desarrollado rápidamente (Moritz et al., 2015). Algunos estudios se han centrado en diferentes aspectos relacionados con este tipo de fuente de financiación (Lukkarinen et al., 2016; Vulkan et al., 2016; Miglietta et al., 2019), pero la investigación cuantitativa y cualitativa sobre este tipo de crowdfunding es aún escasa. (Hornuf y Schwenbacher, 2018). Hasta donde sabemos, ningún estudio previo ha investigado explícita y conjuntamente, basándose también en el estado del arte de la regulación, el modelo de crowdfunding de acciones y el sector inmobiliario, que históricamente representa uno de los sectores más importantes en Italia. Hasta hace unos años, la única opción para entrar en el mercado inmobiliario era disponer de un gran capital y comprar propiedades. En el escenario actual del crowdfunding, existen plataformas especializadas que permiten a un inversor participar en el mercado inmobiliario incluso con pequeñas cantidades de capital y diversificar la cartera con una inversión que siempre se ha considerado segura y rentable. En este sentido, el crowdfunding inmobiliario es un proceso mediante el cual los inversores inmobiliarios y los propietarios de proyectos recaudan y agregan pequeñas cantidades de capital de un amplio grupo de inversores mediante el uso de tecnología (Montgomery et al., 2018).

A partir de estas consideraciones, este artículo pretende recopilar evidencia inicial sobre la naturaleza y las características del modelo de crowdfunding de acciones en Italia, especialmente en términos de regulaciones. Específicamente, el objetivo de este estudio es examinar cómo el crowdfunding de acciones podría apoyar al sector inmobiliario en Italia. Para lograr el propósito de la investigación, este artículo se basa en datos primarios de las regulaciones (en los EE. UU., la Unión Europea (UE) e Italia) y datos secundarios del dominio público, que se examinan en relación con la literatura actual.

La contribución de este trabajo es doble. Primero, a través de una revisión general de las regulaciones, ampliamos la literatura examinando un modelo específico de crowdfunding (equity) para llenar los

brecha teórica con referencia al mercado italiano. Existen contribuciones limitadas en la literatura que examinan este modelo de crowdfunding dentro de un sector específico como el inmobiliario (Lowies et al., 2017; García-Teruel, 2019; Shahroki y Parhizgari, 2019). Creemos que la herramienta de crowdfunding de acciones puede representar un instrumento de financiación alternativo que, con la ayuda de contribuciones científicas, se dará a conocer a un público más amplio de personas, incluso en un sector que históricamente no es tan innovador como el inmobiliario. En segundo lugar, destacamos cómo el crowdfunding de acciones puede representar una importante fuente de financiación que podría apoyar al sector inmobiliario en Italia, gracias al enfoque innovador de las plataformas de crowdfunding, los modelos de negocio relacionados y la tecnología blockchain. En la práctica, podría ser utilizado a nivel institucional por los municipios italianos más grandes para resolver la emergencia de vivienda social que afecta a la mayoría de ellos y también por las pequeñas y medianas empresas (PYME) que a menudo encuentran dificultades para acceder al crédito, especialmente aquellas en el Sector de construcción. También podrían surgir posibles implicaciones prácticas de la interacción con la tecnología blockchain, regulada en Italia por el Decreto Ley 135/2018; por esta razón, están comenzando a aparecer en el mercado versiones reguladas de las ofertas, por ejemplo, las Ofertas de Token de Valor (STO) y las Ofertas de Intercambio Iniciales (IEO). Este tipo de ofertas explotan la tecnología blockchain de acuerdo con las autoridades del mercado, dando garantías a los aportantes.

Este documento está organizado de la siguiente manera: La Sección 2 presenta una breve descripción de la regulación del crowdfunding de acciones en los Estados Unidos y la UE. La Sección 3 se centra en la regulación italiana y la Sección 4 examina el estado actual del arte del crowdfunding en Italia aplicado al sector inmobiliario. La Sección 5 se centra en los bienes raíces basados en acciones, mientras que la Sección 6 presenta una discusión final que identifica implicaciones y futuras líneas de investigación.

2. Estado del arte de la regulación del crowdfunding de acciones en los EE. UU. y la Unión Europea

2.1

Regulación en los EE. UU.

Las regulaciones sobre el crowdfunding de acciones difieren según el país (Lukkarinen et al., 2016). La primera legislación real sobre crowdfunding internacional se introdujo en los Estados Unidos el 5 de abril de 2012, con la Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS), en nombre del presidente Obama (Piattelli, 2013). Este define la regulación de la plataforma web a través de la cual se puede realizar el cobro de fondos. Si aún no está registrado como broker o dealer, deberá identificarse como una nueva figura denominada "portal de financiación", y para la cantidad limitada de ofertas realizadas en estas plataformas, se introducen exenciones a la normativa ordinaria aplicable al público. oferta de instrumentos financieros (Alvisi, 2014). La legislación estadounidense sólo se refiere al crowdfunding basado en acciones y otorga la posibilidad de acceso a todo tipo de empresas, excepto a las empresas que cotizan en mercados regulados, a las empresas no estadounidenses y a ciertos tipos de empresas de inversión (SEC, 2012).

Antes de la emisión de la Ley JOBS en 2012, el modelo basado en acciones en los Estados Unidos se consideraba no permisible según la Ley de Valores de 1933. Por esta razón, el uso frecuente del crowdfunding por parte de las empresas se estructuró como un modelo basado en recompensas. . En caso contrario, si necesitaran tomar tenencias financieras, entraría en vigor el Reglamento de la Securities Act, que preveía la gestión por un intermediario registrado ante la SEC y autorizado por la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority; European Crowdfunding Network, 2013) . .

Sin embargo, el cambio regulatorio más importante en Estados Unidos se produjo en octubre de 2015, cuando la SEC promulgó la regulación del crowdfunding, implementando el Título III de la Ley JOBS. Antes de la promulgación del Título III, el crowdfunding de acciones solo se permitía para

JFRC
28,3

356

inversores "acreditados". Algunos de los requisitos para ser considerado como inversionista acreditado (los inversionistas acreditados son un tipo de inversionista regulado por el artículo 501 del reglamento D de la Securities Act de 1933) son:

tener un ingreso de al menos \$200,000 por año; y tener un

patrimonio neto superior a 1 millón de dólares, sin considerar el valor de la primera vivienda, individual o conjunta.

Con la aprobación del reglamento sobre crowdfunding, la inversión en crowdfunding de acciones se hizo accesible a todos los inversores, no sólo a los inversores institucionales. Las nuevas normas establecen que no se deben superar los siguientes umbrales:

2.000 dólares o el 5 por ciento de los ingresos anuales del inversor si sus ingresos son inferiores a 100.000 dólares;

y el 10 por ciento de los ingresos anuales si los ingresos del inversor superan los 100.000 dólares.

Además, se estableció que los emisores de participaciones financieras están exentos de registrarse ante la SEC para ofertas que no excedan e1m; la SEC también ha establecido que el emisor debe recurrir a la intermediación de un corredor o portal de financiación debidamente registrado ante la SEC ([Piattelli, 2013](#)).

Finalmente, se introdujeron obligaciones de carácter informativo sobre las funciones de intermediario y portal de financiación respecto de los potenciales inversores. En particular, existe un mapeo de riesgos y transparencia hacia los inversores a través de la publicación de documentos informativos relacionados en la plataforma de crowdfunding ([Alvisi, 2014](#)).

2.2 Regulación en la Unión Europea El

crowdfunding es uno de los servicios financieros que aún no está regulado de manera uniforme en la UE. Hasta la fecha, solo unos pocos Estados miembros han introducido una disciplina ad hoc en la materia (Italia fue el primer Estado miembro en 2013 en hacerlo para el crowdfunding de acciones), mientras que en otros países los operadores de plataformas de crowdfunding operan sin un marco legislativo de referencia. Por lo tanto, para operar en varios Estados miembros, los proveedores de servicios de financiación participativa deben cumplir marcos regulatorios nacionales muy diferentes y obtener autorización de varias autoridades nacionales competentes, con la consiguiente reducción de la posibilidad de desarrollar un mercado integrado de servicios de financiación participativa en la UE.

A falta de un marco comunitario de referencia y de normas nacionales específicas en materia de crowdfunding de acciones (a excepción de Italia), los gestores de portales en otras jurisdicciones se adhieren por el momento a las normas de conducta y procedimientos contemplados en los acuerdos tomados periódicamente con las autoridades locales. y autoridades de control competentes e independientes, a fin de que las ofertas de instrumentos financieros sean lo más coherentes posible con el marco regulatorio nacional de referencia ([Consob, 2013](#)).

Desde el punto de vista de la protección de los inversores, la intervención de cada Estado miembro hasta ahora se ha limitado principalmente a la publicación de documentos de "advertencia" que destacan dos aspectos: Las

actividades de solicitud de inversiones promovidas por los gestores no entran dentro del ámbito de competencia de las autoridades de control.

Se trata de actividades que, a su vez, quedan fuera del ámbito de aplicación de sistemas alternativos a la justicia ordinaria para la solución de posibles controversias relativas a inversiones financieras ([Alvisi, 2014](#)).

Solo 11 de 28 países, incluida Italia, han introducido legislación específica para el crowdfunding ([Review of Crowdfunding Regulator, 2017](#)). Italia, Bélgica, Francia, Alemania y España han estructurado la disciplina del crowdfunding, introduciendo excepciones especiales al sistema regulatorio existente. Por el contrario, Países Bajos, Portugal y Reino Unido han regulado el crowdfunding además del marco regulatorio existente, y estos países están delegados en las autoridades de supervisión y control de los mercados financieros relacionados, que pueden introducir las medidas administrativas que consideren necesarias para el buen funcionamiento de la financiación colectiva. Austria, Finlandia y Lituania han introducido una disposición específica sobre financiación colectiva denominada "Ley de financiación colectiva". El objetivo era crear un sistema regulatorio para la financiación ascendente de las pymes, para la gestión de plataformas e introducción de exenciones especiales a la legislación vigente ([Piattelli, 2017](#)).

Las normativas adoptadas por los países que han introducido legislación específica para el crowdfunding son diferentes según cada caso. Por ejemplo, en Italia sólo está regulado el crowdfunding de acciones y, en mínima medida, los préstamos sociales. Por el contrario, en Francia y Bélgica, la disciplina introducida se refiere únicamente a instrumentos financieros basados en acciones y préstamos. En la mayoría de los Estados miembros donde no existe una regulación específica del crowdfunding, se aplica la legislación vigente para los mercados financieros, incluso si las peculiaridades de la financiación colectiva no siempre permiten un uso eficaz y eficiente del sistema regulatorio existente. Esto se debe a una dificultad creciente en la difusión del crowdfunding transfronterizo, gracias al cual una plataforma de un Estado miembro debería poder recaudar capital de cualquier otro país de la UE ([European Crowdfunding Network, 2017](#)).

En marzo de 2018, la Comisión Europea publicó el primer borrador del Reglamento sobre proveedores europeos de servicios de crowdfunding (ECSP) para empresas, denominado "ECSP for Business". El ámbito de aplicación del Reglamento ECSP se refiere exclusivamente a dos modelos financieros de crowdfunding, a saber, el crowdfunding de acciones y los préstamos sociales, con exclusión de los préstamos privados entre pares que ya están regulados por la Directiva europea sobre crédito al consumo. El reglamento ECSP tiene como objetivo superar el obstáculo de la ausencia de un marco regulatorio único fortaleciendo la protección de los inversores y ahorradores mediante la implementación de la transparencia para promover el crecimiento dimensional y el desarrollo de plataformas dentro del mercado único de la UE. El objetivo es esencialmente facilitar la obtención de capital, ofrecer más y mejores oportunidades de inversión y fomentar la difusión del crowdfunding transfronterizo. La propuesta crea un pasaporte europeo para las plataformas de crowdfunding que quieran operar en uno o más países europeos. Se trata de una actuación regulatoria que unifica las normas de protección al inversor y gestión de portales para todas aquellas plataformas que decidan abandonar la licencia nacional y obtener la licencia emitida por la Autoridad Europea de los Mercados Financieros (ESMA). El reglamento también establece normas estrictas sobre conflictos de intereses en el portal para garantizar que las plataformas operen de la manera más neutral posible, sin favorecer a inversores o emisores específicos. La diferencia con los esquemas nacionales es que esta propuesta cubre un subconjunto de servicios clasificados como crowdfunding. La nueva legislación permitiría reducir considerablemente los costes de acceso al mercado, así como los costes de regulación y supervisión, para las plataformas de financiación colectiva que operan a través de fronteras, ya que necesitarían una sola autorización. Al mismo tiempo, el régimen sería más proporcionado que las disposiciones de la MiFID (Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros). El régimen propuesto, orientado a la prestación de servicios, también permitiría cierta flexibilidad a la hora de aprovechar las actividades de las plataformas que combinan múltiples modelos de negocio, ya que proporciona un régimen único aplicable tanto a los modelos basados en inversiones como a los basados en préstamos, reduciendo la incertidumbre regulatoria. (Evaluación de impacto que acompaña al documento Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los proveed

JFRC
28,3

(ECSP) para Empresas, y Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE sobre mercados de instrumentos financieros, [Comisión Europea, 2018](#)).

358

En agosto de 2018, la Comisión Europea publicó la versión final del texto que introduce nuevas características importantes para el crowdfunding (Apoyo y mejoras propuestas a la propuesta de la Comisión Europea para un reglamento sobre proveedores europeos de servicios de crowdfunding (ECSP) para empresas, Comisión Europea , [2018](#)), tales como: (1) Umbral: el umbral propuesto por

la Comisión para las ofertas de financiación colectiva se elevó a 8 millones de euros, calculados en un período de 12 meses, en comparación con los 1 millones de euros propuestos inicialmente, porque actualmente hay algunos Estados miembros con un umbral más alto. umbral (por ejemplo, en Italia, el máximo es e5m).

(2) Marketing: inicialmente, el texto establecía que las plataformas nunca podrían comunicar una sola campaña en ningún medio. Ahora pueden, pero se les anima a permitir la comparabilidad del desempeño de sus proyectos cerrados.

(3) Portales – En cuanto a las plataformas de crowdfunding, a finales de agosto se introdujeron dos innovaciones principales:

Portales de la UE: las plataformas comunitarias de financiación colectiva varían en términos de complejidad, y la Comisión ha optado por regular las plataformas de financiación colectiva de acciones de forma diferente a las plataformas de préstamos; Por otro lado, el ponente propone diferenciar entre plataformas que simplemente facilitan el encuentro entre inversores y aquellos que proponen proyectos de inversión y plataformas que participan activamente en la formación de precios y la preparación de ofertas, solicitando por tanto diferentes requisitos de información para cada tipo de plataforma. y para diferentes niveles de riesgo.

Portales fuera de la UE: las plataformas de terceros países que quieran ofrecer sus servicios dentro de la UE deben poder hacerlo, siempre que estén autorizadas en sus respectivos terceros estados y se hayan tomado las medidas adecuadas para garantizar el cumplimiento. con las mismas reglas impuestas a las plataformas europeas.

3. Estado del arte de la regulación del crowdfunding de acciones en Italia 3.1 Panorama

general Italia ha sido el primer país en introducir una disciplina específica de crowdfunding basado en acciones, que es el sistema que permite a las empresas recaudar capital financiero a través de Internet, ofreciendo a cambio acciones de la propiedad de la empresa y por tanto la posibilidad de participar en las ganancias y crear valor a largo plazo ([Pais et al., 2014](#)).

La regulación del crowdfunding de acciones en Italia se implementa a través de cuatro Reglamentos

Consob: (1) Reglamento Consob n. 18592 del 26/06/2013; (2) Reglamento de la Consob n. 19520 del 24/02/2016; (3) Reglamento de la Consob n. 20204 del 29/11/2017; y (4) Reglamento Consob n. 20264 del 17/01/2018.

En junio se presentó el Documento de Consulta de la Consob 20/06/2019 que modificó el Reglamento de la Consob n. 18592 del 26/06/2013.

3.1.1 Reglamento de la Consob n. 18592 del 26/06/2013. El "Decreto Crescita 2.0" abrió inicialmente el uso de financiación crowdfunding sólo a empresas con la calificación de "start-ups innovadoras" (Decreto Ley 179/2012 convertido en ley n. 221/2012), y ha delegado en el Consob tiene la tarea de emitir las disposiciones reglamentarias, que entraron en vigor en julio de 2013. El reglamento Consob n. 18592 de 2013 define el alcance del crowdfunding accionario, estableciendo los principios y métodos de gestión de un portal y protegiendo principalmente al inversor minorista, quien se diferencia del cliente profesional por ser menos experto en un camino de inversión de este tipo. Los cambios sustanciales al "Testo Único Finanza" para el crowdfunding de acciones son los siguientes: El cobro deberá realizarse a través de portales web administrados por empresas de inversión y bancos autorizados para los correspondientes servicios de inversión, que

hayán notificado a Consob antes de iniciar operaciones la realización de un Actividad de gestión del portal.

Las campañas deben ser propuestas por empresas que se consideren de nueva creación innovadoras y deben estar relacionadas con valores accionarios del capital.

El importe de la oferta no deberá exceder los límites establecidos, en este caso e5m.

En particular, una start-up innovadora se define como una empresa que se caracteriza por el desarrollo, producción y comercialización de productos o servicios innovadores y de alto valor tecnológico. Esto básicamente significa que para ser reconocida como tal e inscrita en la sección correspondiente del Registro Mercantil, la nueva empresa debe ofrecer productos o servicios que tengan una fuerte matriz tecnológica y sean capaces de tener un impacto de cambio positivo en el sector en el que se desempeña. operan o pretenden operar. "Innovadoras" significa aquellas empresas de nueva creación que cumplen con los siguientes criterios:

Para estar inscrita en el Registro Mercantil como empresa de nueva creación, la empresa deberá tener una antigüedad no superior a 60 meses constituida legalmente, ni superior a cinco años con respecto al momento de la solicitud.

La oficina principal de la nueva realidad empresarial debe estar ubicada en territorio italiano o, en todo caso, al menos una sucursal debe estar presente en nuestro país, con una oficina principal que también podría estar ubicada en un país extranjero perteneciente al bloque económico europeo. área.

El objeto social exclusivo o predominante deberá estar relacionado con la creación de productos o servicios innovadores y de alto valor tecnológico.

El valor de la producción anual no debe exceder la cifra de 5 millones de euros y no deben distribuirse beneficios.

No debe ser fruto de fusión entre distintas sociedades, ya que no deben derivar de escisiones de la sociedad ni de transmisión de sociedad o rama de negocio.

Además deberá poseer dos de los tres requisitos siguientes:

- (1) El equipo debe estar compuesto por personal altamente calificado: al menos un tercio de los miembros deben tener un doctorado en investigación, o al menos dos tercios deben tener un título de maestría.
- (2) Los costos de investigación y desarrollo deben corresponder al menos al 15 por ciento del mayor entre el costo y el valor total de producción.
- (3) Estar en posesión de una patente registrada, también definida como patente industrial relativa a una invención industrial, o poseer los derechos relativos a un programa de software inscrito en el registro público de software (Boletín Oficial de la República Italiana, 2012) .

JFRC
28,3

360

3.1.2 Reglamento de la Consob n. 19520 del 24/02/2016. La ley de referencia fue luego modificada por el DL 3/2015, "Decreto Crescita 3.0" o "Decreto Pacto de Inversión", ampliando el crowdfunding accionario a PYMES innovadoras, además de dar también la posibilidad a las Organizaciones de Ahorro y Inversión Colectiva (OICR) y a las empresas que invertir principalmente en empresas emergentes/pymes innovadoras para colocar su capital en línea a través del crowdfunding de acciones ([De Luca, 2015](#)). Más recientemente, la Ley de Presupuesto del Senado para 2017, en su art. 1, apartado 70, también concedió la cotización a través de portales de financiación colectiva a PYME que no sean innovadoras pero que estén constituidas como sociedad anónima. En particular, la PYME innovadora debe estar constituida como sociedad anónima y ubicada en Italia, o incluso en otro país de la UE pero con una filial o un centro de producción en Italia.

Todas las sociedades anónimas, también constituidas como cooperativas, tal como se definen en la Recomendación 2003/361/CE y que cumplan los requisitos legales, pueden convertirse en PYME innovadoras y, en consecuencia, pueden inscribirse en la sección especial del Registro Mercantil.

Para ser considerada innovadora, una PYME debe cumplir los siguientes requisitos:

La empresa no cotiza en el mercado regulado.

Un requisito indispensable es "la certificación de los últimos estados financieros y de los eventuales estados financieros consolidados elaborados por un auditor o una sociedad de auditoría inscrita en el registro de auditores"; Se trata de un requisito distintivo respecto de la creación de una empresa, derivado de que la actividad de la PYME es previa a la inscripción de la misma en la sección especial del Registro Mercantil y, por tanto, debe contar con un presupuesto y este El saldo debe estar certificado.

La empresa no debe estar inscrita como empresa de nueva creación innovadora en el Registro Mercantil: esto significa que una empresa no puede pertenecer simultáneamente a las dos categorías, lo que es bastante evidente para los mismos requisitos.

Las pymes innovadoras deben tener menos de 50 millones de euros de facturación al año (o un activo del balance inferior a 43 millones de euros), y, básicamente, no menos de 5 millones de euros, el límite máximo de la startup innovadora.

Las PYME innovadoras deben tener menos de 250 empleados.

Las PYME innovadoras deben cumplir al menos dos de estos tres requisitos: el 3 por ciento de los costos totales debe ser atribuible a actividades de investigación, desarrollo e innovación; un tercio del equipo debe estar compuesto por personas en posesión de un título de maestría o un quinto del equipo debe estar compuesto por estudiantes de doctorado, médicos investigadores o investigadores o debe ser propietario de un medio de protección intelectual o de software (Oficial [Gaceta de la República Italiana, 2015](#)).

3.1.3 Reglamento de la Consob n. 20204 del 29/11/2017. El Decreto Ley n. 50 de 24 de abril de 2017, "Disposiciones urgentes en materia financiera, iniciativas a favor de las autoridades locales, nuevas intervenciones en las zonas afectadas por fenómenos sísmicos y medidas para el desarrollo", ha ampliado definitivamente la posibilidad de recurrir al crowdfunding de capital a todas las PYME. Este cambio se introdujo, en particular, a partir del primer párrafo del art. 57 sobre la atracción de inversiones del citado Decreto. La disposición entró en vigor en enero de 2018 con la introducción del nuevo Reglamento Consob sobre crowdfunding accionario, aprobado con resolución n. 20204 de 5 de diciembre de 2017 ([Boletín Oficial de la República Italiana, 2018](#)).

3.1.4 Reglamento de la Consob n. 20264 del 17/01/2018. El último reglamento de la Consob n. 20264 se refiere al procedimiento interno de denuncia de irregularidades, estableciendo procedimientos para denunciar infracciones. El operador designará un responsable de los sistemas internos de denuncia de infracciones, quien velará por su correcto funcionamiento y reportará directamente y sin demora a los órganos sociales competentes la información reportada, cuando corresponda. El operador podrá subcontratar la actividad de recepción, examen y evaluación de denuncias de incumplimiento.

La siguiente tabla resume los elementos clave de los cuatro Consob diferentes.
regulaciones en Italia. (Tabla I)

3.1.5 Documento de consulta de la Consob del 20/06/2019 para modificar el reglamento de la Consob n. 18592 del 26/06/2013. Finalmente, la Ley de Presupuesto para 2019 (Ley 145/2018) permitió a los portales de acciones de crowdfunding autorizados por Consob colocar bonos emitidos por pymes a inversores profesionales y categorías particulares de inversores por Consob en una sección del portal diferente a aquella donde se realiza la recaudación. de capital riesgo. Por este motivo, el 20/06/2019 se publicó un documento de consulta para modificar la normativa vigente, que afectará a la definición de inversores, profesionales o no, que podrán invertir en títulos de deuda.

Además, esta modificación del Reglamento también brinda la oportunidad de albergar secciones en los portales donde los inversores puedan ofrecer a la venta o comprar los valores suscritos, creando efectivamente un mercado secundario.

4. Crowdfunding y sector inmobiliario en Italia El sector inmobiliario experimentó un crecimiento significativo hasta los primeros años del siglo XXI debido a las oportunidades relacionadas con la posible consecución de buenos rendimientos y altas expectativas de ganancias de capital mediante el desarrollo de nuevas herramientas financieras. Sin embargo,

Reglamento		
de la Consob núm.	Período de tiempo	Puntos clave
18592	26/06/2013	Introducción de la categoría de startups innovadoras. Se establece el registro de operadores de plataformas en línea Secciones ordinarias y especiales Introducción de requisitos de honorabilidad y profesionalidad para las entidades controladoras
19520	24/02/2016	Regulación de ofertas a través de plataformas online Centrarse en la divulgación Ampliación de la categoría de startups innovadoras, introduciendo startups turísticas. Introducción de la categoría de PYMES innovadoras Fin de la autorización para operar a los operadores de portales online Cambios en las condiciones de las ofertas en portales para inversores profesionales
20204	29/11/2017	Modificación de las normas de conducta empresarial de los operadores La extensión a todo tipo de PYMES de la posibilidad de captar capital a través de portales online autorizados La reducción del 5 por ciento al 3 por ciento de la participación del capital a suscribir por un inversor institucional Sistema de compensación para proteger a los inversores o, alternativamente, contratación de seguros para cubrir la responsabilidad por daños derivados de negligencia profesional La inclusión entre los operadores legales de portales de numerosos tipos de entidades de gestión del ahorro colectivo La posibilidad de autocotización de participaciones propias de entidades controladoras, controladas o multicontroladas de acuerdo con MiFID II
20264	17/01/2018	Procedimiento para denunciar infracciones El operador designará a un responsable de los sistemas internos de comunicación de incumplimientos. El operador podrá subcontratar la actividad de recepción, examen y evaluación de denuncias de incumplimientos.

Sector
inmobiliario en Italia

Tabla I.
Puntos clave de la
regulación del
crowdfunding de acciones en It

JFRC
28,3

362

A partir de 2007, las condiciones que sustentaban el desarrollo de la industria inmobiliaria se detuvieron abruptamente como resultado de la situación económica negativa que influye fuertemente en el mercado global (Lakhani, 2015; Tardivo et al., 2015). Después de casi diez años de crisis, el sector inmobiliario en Italia se está recuperando (Battisti, 2018). El importe total invertido en 2017 superó los 11.000 millones de euros, un 23 por ciento más que el año anterior. El cambio tecnológico también significó que los sectores inmobiliarios en los que se estaba invirtiendo también estuvieran cambiando: el sector de oficinas se mantuvo sin cambios (36 por ciento del volumen total) y el comercio minorista cayó (21 por ciento del volumen total), mientras que el sector de logística (11 por ciento del volumen total) por ciento del volumen total) y los hoteles (12 por ciento del volumen total) crecieron. Esta tendencia se confirmó para 2018, permitiendo incluso un aumento del volumen debido al crecimiento macroeconómico, la aparición de nuevos inversores y nuevas formas de inversión (CBRE Research, 2018). En 2018, el capital internacional fue el principal componente de las inversiones (alrededor del 65 por ciento), pero la actividad de los inversores nacionales (35 por ciento) aumentó con respecto a 2017. Si, por un lado, la compresión de los rendimientos ha continuado, por el otro, La atención al desarrollo inmobiliario, ya sea para grandes proyectos de regeneración urbana o mejora de propiedades individuales, está en constante crecimiento (Business People, 2018). Sin embargo, el mercado inmobiliario en Italia sigue expresando un potencial bastante bajo en comparación con su tamaño, con solo el 4 por ciento de los volúmenes europeos en comparación con una economía que vale el 12 por ciento del producto interno bruto total (CBRE Research, 2018).

Como se mencionó anteriormente, el crowdfunding se utiliza en diferentes campos, y uno de estos campos es el inmobiliario. En términos generales, el crowdfunding inmobiliario se refiere a un modelo de financiación colectiva en el que se recauda capital para inversiones inmobiliarias. En definitiva, es la aplicación del crowdfunding al sector inmobiliario. Parece ser un subconjunto de la inversión colectiva, que permite a los participantes, a cambio de un retorno del capital, unirse a la financiación de un proyecto inmobiliario, normalmente la compra de una propiedad para obtener ingresos, la reestructuración de una propiedad o el desarrollo de un proyecto ambientalmente sustentable (Morri y Ravetta, 2016; Ferrero, 2017; Fusillo y Giardino, 2018; Gambarini, 2018).

Desarrollado en Estados Unidos con la Jumpstart Our Business Startups Act, el crowdfunding inmobiliario se puede dividir en tres modelos:

Crowdfunding inmobiliario basado en acciones (también llamado crowdfunding inmobiliario basado en acciones): siguiendo este modelo, los inversores son accionistas de una propiedad específica y su participación se equilibra con la cantidad que han invertido. En general, los retornos se logran en forma de una parte de los ingresos por alquiler que produce la propiedad, menos las tarifas de servicio pagadas a la plataforma de crowdfunding.

Crowdfunding inmobiliario basado en préstamos (también llamado crowdfunding inmobiliario basado en préstamos): siguiendo este modelo, el capital de los inversores se utiliza como garantía de deuda y las plataformas se utilizan como intermediarios financieros. Se promueve un proyecto para conseguir financiación y los inversores prestan dinero como intermediario. Los inversores obtienen una tasa de rendimiento fija que se basa en la tasa de interés del préstamo y en cuánto han invertido.

Modelos híbridos: los modelos híbridos incorporan elementos de los dos modelos anteriores.

En abril de 2019, hay siete plataformas de crowdfunding inmobiliario que operan en Italia, cuatro que siguen el modelo de tipo capital (Crowdestate, Walliance, Concrete y House4Crowd) y tres de tipo préstamo (Housers, Trusters y Rendimiento Etico).

La principal diferencia entre los modelos de préstamos y de acciones radica en el mayor rendimiento potencial para los inversores en el modelo basado en acciones debido a un mayor riesgo. El menor rendimiento vinculado a las tasas de interés significa que los inversores que utilizan el modelo basado en préstamos tienden a obtener menores rendimientos debido al menor riesgo. Las principales características y beneficios del crowdfunding inmobiliario se detallan a continuación (Brzeski, 2014; Politecnico of Milan, 2018):

mayor accesibilidad a proyectos del sector inmobiliario, que históricamente estaban reservados para familias con mayor poder adquisitivo, fondos de pensiones y otros inversores institucionales, a través de inversiones de bajo capital; mayor transparencia para

los inversores, gracias a proyectos compartidos a través de la Web; mejora de la calidad de

la información en función de la inversión buscada, porque los sitios web de crowdfunding varían en el enfoque de cada tipo de inversión según las necesidades; mayor oportunidad de diversificación

al reducir el capital necesario para la inversión individual, de modo que cada individuo pueda invertir en un mayor número de proyectos y diversificar sus inversiones tanto por área geográfica como por tamaño y tipo de propiedad; y delegación de la gestión del proceso constructivo al promotor del proyecto.

La principal fuente de ingresos de una plataforma de crowdfunding inmobiliario son los honorarios de las campañas, lo que puede convertirse en un motivo de preocupación para las inmobiliarias encargadas del proyecto o para los inversores. Las tarifas aplicadas por las plataformas se pueden clasificar de la siguiente manera:

honorarios pagados por el socio, que varían entre el 2 por ciento y el 10 por ciento dependiendo de la plataforma y el tamaño del proyecto; y honorarios pagados

por los inversores, que pueden ser por intermediación o gestión de inmuebles.

Los primeros los aplican generalmente las plataformas de préstamos, mientras que los segundos se utilizan para las plataformas de acciones. Los honorarios de corretaje representan un porcentaje del total de los fondos recaudados. Los valores oscilan entre el 1 por ciento y el 5 por ciento y se aplican una vez que se ha alcanzado la suma objetivo del proyecto. Los honorarios de gestión de la propiedad corresponden a una remuneración relacionada con la gestión del edificio. Estas comisiones suelen ser variables y están vinculadas a la rentabilidad de la inversión; Dependiendo de la plataforma, pueden fluctuar entre el 1 y el 7 por ciento de la plusvalía. Algunas plataformas aplican una tarifa única tanto para el corretaje como para la administración de propiedades. Finalmente, algunas plataformas pueden tener cuotas fijas para los propietarios de una propiedad que deciden venderla a través de Internet.

Como cualquier tipo de inversión, el crowdfunding conlleva riesgos potenciales, incluso en el sector inmobiliario. En la literatura se han identificado tres tipos principales de riesgos (Yuan, 2015; Miglietta et al., 2019): liquidez, reputación y crédito. El riesgo de liquidez, que se asocia principalmente con el crowdfunding de acciones, denota la posibilidad de pérdidas potenciales generadas por la falta de capacidad para negociar. El riesgo de reputación es un riesgo para las organizaciones y está directamente relacionado con el valor de mercado de la empresa. Por último, el riesgo de crédito está relacionado principalmente con el modelo de crowdfunding crediticio, particularmente cuando, a pesar de la aplicación de instrumentos de evaluación crediticia, información falsa o datos iniciales no auténticos influyen en la calidad de la valoración, por lo que la asimetría de información se vuelve más relevante. De hecho, una peculiaridad del modelo de préstamo es la posibilidad de acceder al crédito incluso sin ofrecer garantías. Por ejemplo, algunas plataformas en Italia ofrecen préstamos sin garantía por importes de hasta 100.000 euros (De Luca y Lucido, 2019).

En general, las plataformas implementan diferentes métodos para minimizar los riesgos (Miglietta et al., 2019). En concreto, el riesgo crediticio asociado al uso del modelo de financiación colectiva de préstamos en el sector inmobiliario puede mitigarse mediante la implementación de estrategias adecuadas de gestión de riesgos. En particular, la diversificación representa un método importante para gestionar el riesgo crediticio, por ejemplo, estableciendo límites al monto máximo a invertir en un solo proyecto inmobiliario. Además, la implementación de un adecuado sistema de control interno de las plataformas de crowdfunding inmobiliario puede permitir reducir algunos tipos de riesgos previamente introducidos.

5. Crowdfunding inmobiliario en Italia: enfoque en el modelo basado en acciones El crowdfunding representa una opción atractiva para los inversores que desean invertir en negocios inmobiliarios privados de forma rentable. Como se analizó anteriormente, una inversión de capital en bienes raíces

JFRC
28,3

364

Consiste en la suscripción directa a través de la Web de los valores patrimoniales de un inmueble. Invertir en acciones significa convertirse en copropietario de un activo inmobiliario o de una empresa que financia un proyecto inmobiliario. En este tipo de inversión, el rendimiento suele ser el resultado de un aumento en el valor de la propiedad, la relación con el riesgo incurrido y/o los dividendos periódicos generados.

La inversión de capital en bienes raíces tiene características peculiares que la distinguen, en parte, de una inversión de tipo crediticio. Un inversor que decide invertir en un proyecto de crowdfunding de acciones puede convertirse en copropietario de una empresa que controla la propiedad (indirecta) o copropietario de la propiedad (directa).

La indirecta es el método más común de financiación de un proyecto, ya que se crea una empresa para gestionar el control o la construcción del edificio. Estas empresas se denominan entidades de propósito especial (SPV) y representan una entidad jurídica independiente creada por una organización. Al invertir en acciones, los inversores pueden convertirse en titulares de una parte del SPV que gestionará la propiedad y que permitirá agrupar las inversiones individuales. Alternativamente, las plataformas que no utilizan SPV brindan la oportunidad de convertirse en copropietario directo de la propiedad, tal como está registrada en el registro de la propiedad.

Un tema relevante del tipo de capital es estructurar transacciones atractivas en términos de riesgo, ya que la recaudación de "equity" implica la participación directa del inversionista en el capital de la empresa oferente, generalmente operada a través de un aumento de capital ad hoc. La selección de proyectos debe hacerse con cuidado y atención, con la intención de reducir los riesgos al máximo. Algunas plataformas (por ejemplo, Walliance) someten los proyectos a una especie de evaluación externa, que devuelve una "calificación" de la operación basada en variables como análisis de costos, valores de mercado, dinámica de demanda y oferta, accesibilidad, desarrollo sociodemográfico y atractivo del área geográfica. de referencia y el tipo de inmueble.

Las cuatro plataformas de crowdfunding de capital inmobiliario que operan en Italia, a pesar de haber nacido hace unos años/meses, tienen algunas peculiaridades que las hacen potencialmente atractivas para los inversores, entre

ellas: una fuerte especialización en determinados tipos de propiedades o modelos de negocio; y propensión a realizar transacciones transfronterizas, que permiten a un inversor diversificar sus inversiones y al mismo tiempo tener en cuenta el apetito o la aversión al riesgo.

6. Observaciones finales, implicaciones y futuras líneas de investigación Este artículo ha recopilado evidencias iniciales sobre la naturaleza y las características del modelo de crowdfunding de acciones en Italia, particularmente en términos de regulaciones, y ha presentado esta nueva fuente de financiación alternativa basada en tecnología aplicada a el sector inmobiliario. Aunque la literatura reciente ha examinado el concepto de crowdfunding y ha destacado diferentes modelos, características y campañas, ninguna investigación previa, hasta donde saben los autores, ha investigado de manera explícita y conjunta, basándose también en la regulación, el modelo de capital y el sector inmobiliario en Italia. Esta investigación se basa metodológicamente en una perspectiva cualitativa, utilizando datos primarios provenientes de la normativa (Reglamento Consob n. 18592 del 26/06/2013, n. 19520 del 02/04/2016, n. 20204 del 29/11/2017, n. 20264 del 17/01/2018 y Documento de Consulta Consob 20/06/2019) y datos secundarios de dominio público, que fueron examinados en relación con la literatura actual. Como se explicó anteriormente, el crowdfunding inmobiliario es un fenómeno reciente que comenzó en 2012 en Estados Unidos. Durante 2018 se produjo un crecimiento significativo del mercado de crowdfunding inmobiliario, especialmente en Italia, donde comenzó más tarde que en otros países ([Politecnico de Milán, 2019](#)). Cada vez son más las plataformas que ofrecen la posibilidad de invertir en bienes raíces a través de este método y sin necesidad de una cantidad importante de dinero. En general, existen tres modelos principales de crowdfunding inmobiliario: capital, préstamo e híbrido. Sin embargo, a pesar de este crecimiento, el crowdfunding aplicado al sector inmobiliario aún no

financiar proyectos sociales o permitir compartir vivienda entre diferentes personas ([García-Teruel, 2019](#)). A pesar de esto, pensamos que el sector inmobiliario podría obtener un enorme beneficio del crowdfunding de acciones y convertirse en un promotor de una economía sostenible basada también en la economía colaborativa, donde el crowdfunding representa un elemento junto con otras formas modernas de uso del suelo urbanizado, incluyendo, por ejemplo, trabajo conjunto. Además, mediante el uso del modelo de crowdfunding inmobiliario, sería posible desarrollar importantes iniciativas de alto impacto social, como viviendas sociales subvencionadas o proporcionar ayudas significativas para el desarrollo de áreas urbanas enteras.

La contribución de este trabajo es doble. En primer lugar, a través de una revisión general de las regulaciones, hemos ampliado la literatura que examina el modelo de crowdfunding de acciones para llenar el vacío teórico con referencia al mercado italiano. En segundo lugar, hemos destacado cómo el crowdfunding de acciones puede representar una importante fuente de financiación que podría apoyar al sector inmobiliario en Italia, gracias al enfoque innovador de las plataformas de crowdfunding y los modelos de negocio relacionados. Esto se debe a que permite participar en el mercado inmobiliario incluso con pequeñas cantidades de dinero y permite a los inversores privados diversificar su cartera con una inversión que siempre se ha considerado segura y rentable.

Las ideas de este estudio ofrecen implicaciones tanto para la investigación como para la práctica en bienes raíces y tecnología financiera. En cuanto a las implicaciones teóricas, este estudio asocia el crowdfunding con el sector inmobiliario y contribuye a la literatura sobre el crowdfunding de acciones aclarando algunos aspectos relacionados con la normativa, destacando también los riesgos y oportunidades para el sector inmobiliario en Italia. En concreto, en Italia, los activos inmobiliarios necesitan importantes intervenciones para su reurbanización, tanto desde el punto de vista constructivo como energético. En este sentido, el crowdfunding podría ser una nueva herramienta financiera para el sector inmobiliario y esto, potencialmente, podría representar una innovación disruptiva típica para la industria financiera inmobiliaria ([Montgomery et al., 2018](#)). En cuanto a las implicaciones prácticas, esta investigación es útil para las diferentes partes interesadas y personas involucradas en la industria financiera inmobiliaria a nivel mundial (por ejemplo, inversores, vendedores y compradores) porque el crowdfunding podrá representar cada vez más un nuevo e importante instrumento de tecnología financiera. Gracias al uso de la tecnología, en concreto de las plataformas basadas en Internet, este tipo de financiación colectiva permite a los pequeños inversores, así como a los inversores profesionales, acceder a una clase de activos que de otro modo no estaría abierta a pequeñas inversiones y mejorar la diversificación de las inversiones. En Italia, el año 2018 fue positivo, con una tendencia al alza de la inversión respecto a años anteriores. Sin embargo, el número de plataformas de crowdfunding inmobiliario sigue siendo exiguo, con sólo cuatro plataformas que se ocupan de inversiones inmobiliarias a través de acciones y tres a través de préstamos. El potencial inmobiliario a través del crowdfunding sigue siendo relevante, aunque existen algunos problemas estructurales típicos de Italia. En primer lugar, es necesario aumentar el conocimiento de estos instrumentos de financiación en un país que, en términos de cultura digital y financiera, siempre está bastante por detrás de otros países (por ejemplo, Alemania o el Reino Unido). En segundo lugar, se podría pensar en utilizar el crowdfunding inmobiliario a nivel institucional. La idea sería partir de los municipios, creando una plataforma donde el gestor sea el propio municipio, controlar los aspectos legales, para financiar proyectos en el sector inmobiliario de la vivienda social, dada la emergencia habitacional en los principales municipios italianos. Además, sería posible financiar proyectos de reurbanización de zonas urbanas enteras o de barrios más degradados de los principales municipios italianos. De esta forma se conseguirían dos objetivos: el primero, que el inversor invierta en un proyecto con una fuerte connotación social que le haga sentir vinculado al territorio, obteniendo como retorno de la inversión inmobiliaria la valoración del inmueble, en áreas que ciertamente están más devaluadas y, en segundo lugar, que el municipio encuentre esos fondos para proyectos urbanos y sociales que de otro modo se vería obligado a reservar debido a su limitada disponibilidad. Además, podría ser un instrumento alternativo para que las PYMES accedan al crédito, especialmente en el sector de la construcción, donde aún existen dificultades como consecuencia de la crisis financiera.

JFRC
28,3

366

crisis. El crowdfunding de acciones también puede utilizarse como una herramienta ideal para el mix de financiación de proyectos inmobiliarios y como palanca de acceso al crédito bancario.

Por estas razones, el desarrollo futuro de nuestra investigación podría centrarse en el análisis del éxito de los proyectos de crowdfunding, analizando las plataformas que utilizan el modelo de crowdfunding de acciones en el sector inmobiliario en Italia y también analizando la oportunidad de utilizar nuevas tecnologías blockchain en el servicio. del crowdfunding de acciones, especialmente en la fase de obtención de capital.

Referencias

- Agrawal, A., Catalini, C. y Goldfarb, A. (2015), "Crowdfunding: geografía, redes sociales y el momento de las decisiones de inversión", *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 24 N° 2, págs. 253-274.
- Alvisi, P. (2014), "Crowdfunding de acciones: uno sguardo comparatistico", *Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commenta*, núm. 3, págs. 1-22.
- Banca d'Italia (2017), "FinTech en Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari", disponible en: www.bancaditalia.it/ Barbi, M. y Bigelli, M. (2017), "Prácticas de crowdfunding dentro y fuera de EE. UU.", *Investigación en Negocios y finanzas internacionales*, vol. 42, págs. 208-223.
- Battisti, E. (2018), *Finanza e Servizi Integrati Nell'industria Immobiliare*, FrancoAngeli, Milán.
- Beaulieu, T. (2015), *Crowdfunding Illuminated: A Multi-Method Investigation*, Estado de Washington, DC Universidad.
- Beaulieu, T., Sarker, S. y Sarker, S. (2015), "Un marco conceptual para comprender el crowdfunding", *Comunicaciones de la Asociación para Sistemas de Información*, vol. 37, págs. 1-31.
- Belleflamme, P., Lambert, T. y Schwienbacher, A. (2014), "Crowdfunding: recurriendo a la multitud adecuada", *Revista de Business Venturing*, vol. 29 N° 5, págs. 585-609.
- Brzeski, J. (2014), *Crowdfunding inmobiliario. ¿Es un nuevo y elegante tipo de distribución o algo más?* Arixa Capital.
- Business People (2018), "Gente de negocios [en línea] El real estate rallenta in italia: 40% nei primi sei mesi del 2018", disponible en: www.businesspeople.it/
- Campanella, F., Della Peruta, M. y Del Giudice, M. (2017), "Los efectos de la innovación tecnológica en el sector bancario", *Journal of the Knowledge Economy*, vol. 8 N° 1, págs. 356-368.
- Cbre Research (2018), "Informe de perspectivas inmobiliarias", disponible en: www.cbre.it/it-it/research-and-reports
- Consob (2013), "Regolamento in materia di raccolta di capitali di rischio da parte di start-up novel tramite portali on-line", documentos Consob, 29 de marzo, págs. 1-48.
- Cultera, I. (2015), *Crowdfunding e Regolamentazioni. La Tassazione en Italia: il Quadro Generale*, Upspringer Int. LLC.
- De Luca, R. (2015), "Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità", *Fondazione Nazionale Dei Commercialisti*, págs.
- De Luca, R. y Lucido, N. (2019), "Il peer to peer lending. Aspetti operativi ed opportunità per aziende e investitori", *Fondazione Nazionale dei Commercialisti*, 6 de marzo, págs. 1-23.
- Comisión Europea (2018), "Evaluación de impacto que acompaña al documento propuesto para un reglamento del parlamento europeo y del consejo sobre proveedores europeos de servicios de financiación colectiva (ECSP) para empresas y propuesta de directiva del parlamento europeo y del consejo que modifica la directiva 2014 /65/UE sobre los mercados de instrumentos financieros", Unión Europea, págs. 7-11.
- Red Europea de Crowdfunding (2013), "Review of crowdfunding Regulators - interpretaciones de la regulación existente relativa al crowdfunding en Europa, América del Norte e Israel", disponible en: <https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2016/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Reglamento-2013.pdf>

Red Europea de Crowdfunding (2017), "Review of crowdfunding regulator", disponible en: https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf

Ferrari, R. (2017), Era FinTech. Revolución digital en los servicios financieros, FrancoAngeli, Milán.

Ferrero, V. (2017), "Real estate, può essere il futuro sicuro del crowdfunding?", Diario del Web, disponible en: www.diariodelweb.it/innovazione/articolo/?nid=20170801_436188

Freedman, RS (2006), Introducción a la tecnología financiera, Academic Press, Nueva York, NY.

Frydrych, D., Bock, AJ, Kinder, T. y Koeck, B. (2014), "Explorando la legitimidad empresarial en el crowdfunding basado en recompensas", Venture Capital, vol. 16 N° 3, págs. 247-269.

Fusillo, E. y Giardino, V. (2018), "Crowdfunding immobiliare: un nuovo modo di investire nell'immobiliare", disponible en: www.diritto24.ilsole24ore.com Gambarini, F. (2018), "Crowdinvesting, che passione: in italia raccolti 249 milioni di euro", Corriere della Sera, disponible en: www.corriere.it/economia/leconomia/18_luglio_17/crowdinvesting-che-passione-italia-raccolti-249-milioni-euro-7eb28054-899f-11e8-8bbc-b107b233a106.shtml

García-Teruel, RM (2019), "Un enfoque legal para las plataformas de crowdfunding inmobiliario", Computer Law and Security Review, vol. 35 N° 3, págs. 281-294.

Gerber, EM, Hui, JS y Kuo, PY (2012), "Crowdfunding: Por qué las personas están motivadas a publicar y financiar proyectos en plataformas de crowdfunding", en Taller Internacional sobre Diseño, Influencia y Tecnologías Sociales: Técnicas, Impactos y Procedimientos Éticos de la Conferencia, ACM, Nueva York, NY.

Giudici, G. Nava, R. Rossi-Lamastra, C. y Verecondo, C. (2012), "Crowdfunding: la nueva frontera para ¿financiar el emprendimiento?", [en línea], disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2157429>

Harrison, R. (2013), "Crowdfunding y revitalización del mercado de capital de riesgo en etapa inicial: catalizador ¿O quimera?", Venture Capital, vol. 15 N° 4, págs. 283-287.

Hornuf, L. y Schwenbacher, A. (2018), "Mecanismos de mercado y dinámica de financiación en acciones crowdfunding", Revista de Finanzas Corporativas, vol. 50, págs. 556-574.

Kleemann, F., Gunter, G. y Rieder, K. (2008), "Innovadores no pagados: la utilización comercial del trabajo del consumidor a través del crowdsourcing – ciencia", Estudios de tecnología e innovación, vol. 4 N° 1, págs. 5-26.

Lakhani, K. (2015), Prodigy Network: democratización del diseño y la financiación de bienes raíces, Harvard Business School, Boston.

Lowies, B., Viljoen, C. y McGreal, S. (2017), "Perspectivas de los inversores sobre el crowdfunding inmobiliario: evidencia de Australia", Journal of Financial Management of Property and Construction, vol. 22 N° 3, págs. 303-321.

Lukkarinen, A., Teich, JE, Wallenius, H. y Wallenius, J. (2016), "Impulsores del éxito de las campañas de financiación colectiva de acciones en línea", Decision Support Systems, vol. 87, págs. 26-38.

Miglietta, N., Battisti, E. y Graziano, EA (2019), "Crowdfunding de acciones y gestión de riesgos: la actitud de las plataformas italianas", en De Vincentiis, P., Culasso, F. y Cerrato, S. (Eds), El futuro de la gestión de riesgos, Volumen II, Palgrave Macmillan, Cham, págs. 43-66.

Mollick, E. (2014), "La dinámica del crowdfunding: un estudio exploratorio", Journal of Business Aventurarse, vol. 29 N° 1, págs. 1-16.

Mollick, E. y Kuppuswamy, V. (2014), "Después de la campaña: resultados del crowdfunding", SSRN Electronic Journal, doi: [10.2139/ssrn.2376997](https://doi.org/10.2139/ssrn.2376997).

Montgomery, N., Squires, G. y Syed, I. (2018), "Potencial disruptivo del crowdfunding inmobiliario en el industria de financiación de proyectos inmobiliarios", Property Management, vol. 36 N° 5, págs. 597-619.

Morduch, J. (1999), "La promesa de las microfinanzas", Journal of Economic Literature, vol. 37 N° 4, págs. 1569-1614.

Moritz, A., Block, J. y Lutz, E. (2015), "Comunicación con inversores en crowdfunding basado en acciones: un estudio empírico cualitativo", Investigación cualitativa en mercados financieros, vol. 7 N° 3, págs. 309-342.

JFRC
28,3

368

- Morri, G. y Ravetta, M. (2016), "Crowdfunding inmobiliario. Una innovación financiera para la inversión inmobiliaria directa", *Territorio Italia*, nº 2, págs. 9-24.
- Boletín Oficial de la República Italiana (2018), [en línea] disponible en: www.gazzettaufficiale.it/ Boletín Oficial de la República Italiana (2012), [en línea], disponible en: www.gazzettaufficiale.it/ Boletín Oficial de la República Italiana (2015), [en línea], disponible en: www.gazzettaufficiale.it/ Pais, I., Peretti, P. y Spinelli, C. (2014), *Crowdfunding. La via Collaborativa All'imprenditorialità*, Egea, Milán.
- Philippon, T. (2017), "The FinTech oportunidad", BIS Working Papers, N° 655, agosto, págs. 1-29.
- Piattelli, U. (2013), "Il crowdfunding in italia", *Una Regolamentazione All'avanguardia o Un'occasione Mancata?*, Giappichelli Editore, Torino.
- Piattelli, U. (2017), "Marcos legales en Europa para negocios de crowdfunding", Presentación durante la 6.ª Convención de Crowdfunding de la ECN de Vilnius, Osborne Clarke.
- Politecnico de Milán (2018), "3° Report italiano sul CrowdInvesting", Politecnico de Milán, págs.
- Politecnico de Milán (2019), "Informe de crowdfunding inmobiliario 2018", Politecnico de Milán, págs.
- Prevati, D., Galloppo, G. y Salustri, A. (2015), "La 'sabiduría de la multitud' como antídoto a la crisis crediticia: un análisis preliminar del crowdfunding", en Beccalli, E. y Poli, F. (Eds), *Préstamos, inversiones y crisis financiera*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, Palgrave Macmillan, Londres, págs. 22-51.
- Quaranta, G. (2017), "Il crowdfunding", en Quattrocchio, LM (Ed.), *Diritto ed Economia Dell'Impresa*, Giappichelli Editore, Torino, págs.
- Revisión del Reglamento sobre financiación colectiva (2017), [en línea], disponible en: https://eurocrowd.org/wpcontent/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf
- SEC (2012), "Securities and Exchange Commission", [en línea], disponible en: www.sec.gov/spotlight/jobs-act.shtml
- Shahrokhi, M. y Parhizgari, A. (2019), "Crowdfunding en el sector inmobiliario: evolutivo y disruptivo", *Finanzas Gerenciales*, doi: [10.1108/MF-10-2018-0492](https://doi.org/10.1108/MF-10-2018-0492).
- Short, JC, Ketchen, DJ, McKenny, AF, Allison, TH e Ireland, RD (2017), "Investigación sobre crowdfunding: revisando el pasado (muy reciente) y celebrando el presente", *Teoría y práctica del emprendimiento*, vol. 41 N° 2, págs. 149-160.
- Tardivo, G., Battisti, E. y Riorda, M. (2015), "El papel de los servicios financieros y la gestión inmobiliaria: hacia una nueva cadena de valor: hallazgos de investigaciones exploratorias", *Journal of Financial Management and Analysis*, vol. 28 N° 2, págs. 75-87.
- Vulkan, N., Åstebro, T. y Sierra, MF (2016), "Equity crowdfunding: un nuevo fenómeno", *Journal of Business Venturing Insights*, vol. 5, págs. 37-49.
- Yuan, X. (2015), *La gestión de riesgos en el crowdfunding: ¿cómo podrían los intermediarios reducir los riesgos de ¿Participantes del crowdfunding?*, Tredition, Hamburgo.
- Ziegler, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N., Rui, H. y Zhang, B. (2018), *Expanding Horizons: The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, Cambridge Centro Universitario de Finanzas Alternativas, Cambridge.

Se puede contactar al autor
correspondiente, Fabio Creta, en: fabio.creta@unito.it

Para obtener instrucciones sobre cómo solicitar reimpresiones de este artículo, visite nuestro sitio web: www.emeraldgroupublishing.com/licensing/reprints.htm O
contáctenos para obtener más detalles: permisos@emeraldinsight.com