

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

**Analisi dell'Equity Crowdfunding come strumento di
accesso al capitale di rischio per le imprese in early-stage**



Relatore

Prof. Emilio Paolucci

Candidato

Giovanni D'Andrea

Anno Accademico 2018/2019

Sommario

INTRODUZIONE.....	5
1 INTRODUZIONE AL CROWDFUNDING	11
1.1 DEFINIZIONE DI CROWDFUNDING.....	11
1.2 CENNI STORICI SUL CROWDFUNDING	13
1.3 LA DIFFUSIONE DEL CROWDFUNDING	15
1.4 L'ECOSISTEMA	18
1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI DEL CROWDFUNDING.....	22
1.6 I PRINCIPALI MODELLI	24
1.6.1 <i>Donation Crowdfunding</i>	24
1.6.2 <i>Reward Crowdfunding</i>	25
1.6.3 <i>Lending Crowdfunding</i>	26
1.6.4 <i>Equity Crowdfunding</i>	26
2 EQUITY-BASED CROWDFUNDING	27
2.1 COS' È L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING	27
2.2 COME FUNZIONA UNA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING	28
2.3 LE OPPORTUNITÀ DI MERCATO DELL'EQUITY CROWDFUNDING.....	30
2.3.1 <i>Equity-gap</i>	30
2.3.2 <i>Opportunità rischio-ricompensa</i>	33
2.4 I REGIMI REGOLATORI	34
2.4.1 <i>Stati Uniti: JOBS Act</i>	35
2.4.2 <i>Europa: verso un regolamento unico</i>	37
2.4.3 <i>Regolamento italiano</i>	41
2.5 QUALI SONO LE INIZIATIVE PIÙ ADATTE A RACCOGLIERE FINANZIAMENTI TRAMITE EQUITY CROWDFUNDING	42
2.6 LA TRASPARENZA DEGLI INVESTITORI	44
2.7 IL POTENZIALE DEL CO-INVESTIMENTO CON INVESTITORI PROFESSIONALI	45
3 EQUITY CROWDFUNDING VS VENTURE CAPITAL E BUSINESS ANGEL: ANALISI DELLA LETTERATURA E CONFRONTO TRA I MODELLI	48
3.1 EQUITY CROWDFUNDING	50
3.1.1 <i>Panoramica sulla letteratura dell'Equity Crowdfunding</i>	50

3.1.2	<i>Le motivazioni che spingono ad utilizzare l'Equity Crowdfunding</i>	54
3.1.2.1	Le caratteristiche delle campagne	55
3.1.2.2	Le caratteristiche delle iniziative	58
3.1.2.3	I comportamenti degli investitori	60
3.1.2.4	Le ricompense	61
3.2	BUSINESS ANGEL	62
3.3	VENTURE CAPITAL	64
3.4	CONFRONTO TRA LE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE IN EARLY STAGE ...	66
3.4.1	<i>Le caratteristiche dell'investitore</i>	69
3.4.2	<i>Caratteristiche delle iniziative</i>	71
3.4.3	<i>Processo decisionale degli investimenti</i>	72
3.4.4	<i>Caratteristiche del meccanismo di raccolta fondi</i>	74
3.4.5	<i>Connessioni tra gli investitori e gli imprenditori</i>	75
3.4.6	<i>Sintesi</i>	77
3.5	IL GAP DELLA LETTERATURA E IL CONTRIBUTO DELLA TESI	78
4	EQUITY CROWDFUNDING COME STRUMENTO DI ACCESSO AL CAPITALE DI RISCHIO: ANALISI DELLE CAMPAGNE EUROPEE E I LEGAMI CON GLI INVESTORI PROFESSIONALI	80
4.1	OBIETTIVO DELL'ANALISI	80
4.2	RACCOLTA DATI E DESCRIZIONE DEL CAMPIONE ANALIZZATO.....	81
4.3	ANALISI DESCRITTIVA SULLE CARATTERISTICHE DELLE STARTUP	84
4.3.1	<i>Metodo di analisi e descrizione delle variabili</i>	84
4.3.2	<i>Risultati</i>	85
4.4	ANALISI SULLE CARATTERISTICHE DELLE CAMPAGNE.....	88
4.4.1	<i>Metodo di analisi e descrizione delle variabili</i>	88
4.4.2	<i>Campione Benchmark</i>	90
4.4.3	<i>Risultati</i>	91
	CONCLUSIONI	97
	LIMITI DEL LAVORO E PASSI FUTURI	97
	POSSIBILE SCENARIO FUTURO PER LE PIATTAFORME DI EQUITY CROWDFUNDING.....	98
	BIBLIOGRAFIA	102

INTRODUZIONE

Tradizionalmente, gli imprenditori con idee innovative che avevano bisogno di finanziamenti, una volta esauriti i canali propri da cui attingere, facevano ricorso al capitale offerto da banche, società di Venture Capital, Business Angel e altre risorse istituzionali (Babich et al., 2017). Negli ultimi anni però, i progressi nel settore IT (*Information Technology*) hanno cambiato il modo in cui le transazioni finanziarie vengono eseguite. Nuovi strumenti IT e piattaforme digitali online hanno aiutato a ridurre le inefficienze del settore finanziario riducendo così i costi di ricerca e di transazione. Di recente, il settore “FinTech” che comprende una vasta gamma di innovazioni nelle tecnologie finanziarie, è stato ampiamente utilizzato per rendere più efficienti processi e infrastrutture del settore. Tra i nuovi prodotti e servizi FinTech sviluppati di recente, alcuni hanno mostrato un grande potenziale nel trasformare il modo in cui le piccole imprese raccolgono finanziamenti per le loro operazioni iniziali e la loro crescita. Il Crowdfunding è un esempio di tali strumenti e si sta diffondendo sempre di più come fonte di finanziamento per le startup nelle loro fasi iniziali (Allison et al., 2015; Burtch et al. 2014, Roma et al. 2017). Questo metodo, infatti, mediante piattaforme online e strumenti digitali, permette di raccogliere fondi da “persone qualsiasi” di tutto il mondo, a differenza dei metodi tradizionali che solitamente concentrano gli investimenti in determinate aree geografiche. Si assiste così ad una progressiva diffusione del Crowdfunding come fonte di finanziamento alternativa o complementare a quelle tradizionali, sempre più startup scelgono di affidarsi alla “folla” per ridurre il gap di finanziamento che spesso patiscono durante le fasi iniziali (early-stage gap), raccogliendo fondi tramite piattaforme Internet aperte a chiunque voglia partecipare al progetto. I finanziamenti da parte di fondi di Venture Capital, Business Angel e banche sono più facilmente accessibili nelle fasi successive di sviluppo, quelle in cui la startup esiste, l’attività produttiva anche, ma c’è ancora da verificare la ricettività del mercato (Berger & Udell, 1998; Robb & Robinson, 2014). Nelle prime fasi del ciclo di vita di un’impresa (pre-seed/seed), invece, gli imprenditori hanno difficoltà ad accedere al finanziamento del debito o a quello dei Venture Capitalist a causa

della mancanza di garanzia e della natura rischiosa della loro impresa, di conseguenza tendono ad affidarsi, quando possibile, alla generazione di entrate dell'impresa stessa, all'aiuto di amici e familiari, e quando possibile a Business Angel. Questo scenario ha creato due spazi nel mercato dei finanziamenti in cui il crowdfunding potrebbe giocare un ruolo prezioso: il primo riguarda la fase di seed, dove amici e finanze familiari non sono sufficienti, ricorrere al Crowdfunding per ottenere il denaro iniziale per avviare l'impresa è pratica sempre più comune. Il secondo spazio di mercato dove si posiziona il crowdfunding riguarda il gap tra il livello di investimenti in cui i Business Angel sono solitamente attivi ma dove il capitale è troppo basso per coinvolgere i Venture Capitalist (Collins & Pierrakis, 2012).

Alcuni studi sostengono che il Crowdfunding sia in grado di ridurre le inefficienze dei tradizionali metodi di finanziamento grazie alla natura digitale dello strumento che permette la cosiddetta "democratizzazione delle finanze". È ovvio però che risulta difficile che possa sostituire il ruolo degli investitori professionali che, oltre al capitale, mettono la loro esperienza e le loro competenze a disposizione delle startup che finanziano. Allo stesso tempo, alcuni esperti del settore sostengono che questo strumento innovativo possa influenzare il successivo accesso a ulteriori finanziamenti da parte di Business Angel e/o Venture Capital. Ciò di cui si è parlato poco però è in che modo il Crowdfunding possa essere utilizzato dalle startup per attirare ulteriori finanziamenti, oppure, cambiando il punto di vista, in che maniera gli investitori professionali possano utilizzare i segnali provenienti da una campagna di Crowdfunding per ricavarne informazioni utili per valutare le potenzialità del business. Mollick e Kuppuswamy (2014), sebbene non abbiano mai fornito prove empiriche del fenomeno, hanno parlato della possibilità del Crowdfunding di influenzare le opportunità successive di finanziamento. Poiché il successo di una campagna di crowdfunding può fungere come indicatore del potenziale commerciale della startup, ci si aspetta che questo possa avere un effetto sull'ottenimento di ulteriori finanziamenti (Roma et al. 2017).

Nonostante negli ultimi anni il Crowdfunding stia acquisendo un ruolo sempre più importante nel mercato dei finanziamenti delle startup, la letteratura esistente

si è focalizzata principalmente su quelli che sono i determinanti di successo delle campagne. La maggior parte degli studi infatti, si concentra sull'individuazione dei fattori che determinano il successo della campagna oppure sull'analisi dei comportamenti di partecipazione del Crowd (Allison et al. 2017; Burtch et al. 2013, 2014; Chan and Parhankangas 2017; Colombo et al. 2015; Davis et al. 2017; Greenberg and Mollick 2017; Kuppuswamy and Bayus 2017; Lin and Viswanathan 2015; Mollick 2014; Parhankangas and Renko 2017; Sorenson et al. 2016; Younkin and Kuppuswamy 2017). Recentemente, l'attenzione si sta spostando anche sui fenomeni post-campagna esaminando gli effetti di una campagna di successo sul valore generato alla startup (Colombo e Shafi 2016; Mollick e Kuppuswamy 2014; Roma et al. 2017). Tuttavia, si sa ancora poco sulla maniera in cui una campagna di Crowdfunding possa influenzare l'intera struttura del mercato dei finanziamenti per startup. In particolare, ancora meno ampia è la letteratura riguardante l'Equity Crowdfunding, che oltre ad essere il modello di Crowdfunding più recente, è quello che più avvicina il Crowd alla figura degli investitori professionali quali Business Angel e Venture Capital che da anni dominano il mercato dei finanziamenti per startup.

Le principali forme sotto le quali si presenta il crowdfunding sono quattro, quella che ha avuto maggior successo fino a questo momento è il modello Reward-based in cui i partecipanti ricevono premi non finanziari in cambio della donazione in un progetto (un esempio di piattaforma è l'americana Kickstarter). Questo modello sfrutta efficientemente non solo il desiderio della folla di ricevere il premio, ma anche le motivazioni intrinseche o sociali del progetto stesso. Anche altre forme di crowdfunding stanno crescendo rapidamente, la più recente di queste è appunto l'Equity-based Crowdfunding in cui chi investe riceve piccole partecipazioni della startup condividendo così il rischio d'impresa con i founders a fronte di possibili premi finanziari. Concludono il quadro il modello donation-based ovvero quello utilizzato dalle organizzazioni no profit e onlus alla ricerca di donatori che supportino le loro imprese benefiche, in questi casi non sono previste ricompense economiche né sotto altre forme, e il modello lending-based in cui i soldi vengono propriamente prestati ai richiedenti che

possono utilizzare la piattaforma di crowdfunding per realizzare il proprio progetto e restituire il denaro con gli interessi una volta completato.

Come abbiamo detto precedentemente, l'affermarsi di questi nuovi modelli di fundraising ha ispirato molteplici studi sul crowdfunding, soprattutto volti ad analizzare i fattori da cui dipendono i risultati delle campagne di crowdfunding e quali sono le strategie ottimali per la progettazione di una campagna. Tuttavia, le domande più ampie su come il crowdfunding abbia alterato le preferenze di finanziamento degli imprenditori partecipando a ridurre il funding gap e su come le piattaforme di Equity Crowdfunding che si sono inserite nel mercato possano essere utilizzate in un'ottica di riduzione del rischio d'impresa, hanno ricevuto relativamente poca attenzione. Questa tesi dunque si inserisce in questo gap della letteratura, esaminando in che modo le campagne di Equity Crowdfunding influiscono sui successivi round di finanziamento e approfondendo quindi le relazioni tra questo nuovo strumento di fundraising e gli investitori professionali quali Business Angel e Venture Capital.

Per raggiungere l'obiettivo prefissato, sono state raccolte in un database 61 startup che, tra il 2014 e il 2017, dopo aver concluso almeno una campagna di Equity Crowdfunding, hanno avuto accesso a finanziamenti da parte di investitori professionali. Nel database sono state raccolte diverse informazioni relative alle startup e alle campagne di Crowdfunding che sono state esaminate al fine di capire se possano essere considerate come potenziali segnali utilizzati da Business Angel e Venture Capital per decidere sui loro investimenti. Inoltre, è stata riportata la distribuzione temporale di tali investimenti per indagare sulla presenza o meno di un trend che evidenziasse un aumento o una diminuzione dell'integrazione tra il Crowdfunding azionario e i metodi di finanziamento più tradizionali.

Una prima analisi descrittiva sulle startup del campione ha mostrato che il paese dove c'è maggiore possibilità di ottenere finanziamenti da investitori professionali dopo aver fatto uso di Equity Crowdfunding è l'Inghilterra. Un ulteriore risultato riguarda il posizionamento di tali startup nella relativa filiera del valore, la maggior parte di queste infatti si posizionano come B2C ovvero

dialogano direttamente con i consumatori finali. L'analisi descrittiva ha mostrato inoltre che la maggior parte delle startup del campione non ha alle spalle un team di founders con esperienza imprenditoriale pregressa.

Per quanto riguarda l'analisi sulle caratteristiche delle campagne, i risultati hanno mostrato che rispetto alle medie europee, le campagne di Equity Crowdfunding delle startup che successivamente ricevono investimenti da Business Angel e/o Venture Capital sono nettamente superiori in termini di finanziamento ricevuto e sostenitori che partecipano alle campagne, mentre il finanziamento medio di ciascun *backer* è in linea con le medie europee. Inoltre, si è notato come tali campagne abbiano raggiunto mediamente un finanziamento finale pari quasi al doppio dell'obiettivo minimo previsto (in media il 91% di overfunding). Per quanto riguarda il numero di campagne che le startup campione hanno concluso, si è visto che le preferenze degli investitori professionali ricadevano su quelle che ne avevano condotte già 2 o 3. Su queste infatti l'investimento medio proveniente da Business Angel e Venture Capital è risultato essere nettamente superiore rispetto alle startup che ne avevano concluse 1 o 4. Infine, l'ultima analisi ha mostrato che gli investimenti professionali ottenuti dal campione seguono un trend crescente compreso tra gli anni 2014 e 2017. Questo è probabilmente riconducibile sia alla diffusione che durante questi anni ha vissuto il fenomeno Crowdfunding, sia ad un possibile interessamento degli investitori professionali nei segnali che le campagne danno rispetto alle potenzialità commerciali delle startup.

La struttura della tesi è la seguente: il Primo Capitolo della tesi ha lo scopo di fornire una panoramica generale sullo strumento del crowdfunding, dandone una definizione, fornendo alcuni cenni sulle origini e sulla diffusione, e descrivendone l'ecosistema. Il capitolo si chiude introducendo le quattro principali forme in cui si è sviluppato durante gli anni per poi focalizzarsi nel capitolo successivo sul modello che interesserà l'analisi della tesi ovvero l'Equity Crowdfunding. Nel Secondo Capitolo quindi si tratterà più nello specifico dell'Equity Crowdfunding: si parlerà del suo funzionamento, delle opportunità di mercato, dei regimi regolatori, delle iniziative che fanno ricorso a tale strumento, e infine si descriveranno le caratteristiche degli investitori del

crowd e la potenziale utilità che lo strumento potrebbe avere integrato ai metodi di investimento professionali. Segue il Capitolo III in cui si analizzerà la letteratura dell'Equity Crowdfunding e dei principali metodi di finanziamento delle startup (Business Angel e Venture Capital) e si farà un confronto tra i modelli. Dopo aver discusso quindi dei pro e dei contro di ciascun canale di finanziamento, nel Quarto Capitolo si riporta un'analisi descrittiva delle startup che hanno fatto ricorso a entrambi i metodi (Equity Crowdfunding e Investitori Professionali) e delle caratteristiche delle campagne concluse da tali startup con l'obiettivo di valutare se e in che modo l'Equity Crowdfunding possa influenzare le startup nell'accedere a ulteriori finanziamenti da parte di Business Angel e/o Venture Capital.

1 INTRODUZIONE AL CROWDFUNDING

In questo capitolo viene discusso in maniera sintetica il crowdfunding, provando a fornire una definizione completa del fenomeno, descrivendone le origini, e parlando brevemente delle quattro principali forme che il modello ha assunto nel corso degli anni. Questi cenni sono utili per fornire una prima panoramica del fenomeno nel suo insieme, che sia di supporto a comprenderne l'evoluzione e a spiegare le ragioni per cui ad oggi stia ricoprendo sempre più un ruolo significativo nei mercati finanziari dell'economia mondiale.

1.1 DEFINIZIONE DI CROWDFUNDING

In parole semplici, il Crowdfunding è il finanziamento di un progetto o di un'impresa da parte di un gruppo di individui "qualsiasi" anziché di investitori professionali quali, ad esempio, banche, Venture Capitalist o Business Angel. Letteralmente, il termine crowdfunding si traduce *finanziamento dalla folla*. In teoria la folla finanziava già le imprese attraverso i loro risparmi, ma lo faceva in maniera indiretta ovvero tramite le banche che fungono da intermediari tra chi possiede capitali e chi è in cerca di finanziamenti. Al contrario, il crowdfunding ha permesso di disintermediare questo processo di finanziamento: gli imprenditori "colpiscono la folla" raccogliendo capitali direttamente dagli individui, e ciò è stato possibile solo grazie a internet.

Più concettualmente, in letteratura possiamo trovare ulteriori definizioni provenienti da diversi autori, il Framework for European Crowdfunding (De Buysere et al., 2012) lo definisce così:

"Crowdfunding can be defined as a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the Internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions from a large

number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to utilise their social networks to raise capital”.

La definizione sottolinea il ruolo dei crowdfunders che fanno rete creando vere e proprie community, si evince inoltre l'importanza fondamentale del web senza il quale le piattaforme non potrebbero estendere a livello globale le campagne, accessibili a chiunque ovunque. Lambert & Schwienbacher (2010) estendendo la definizione di *crowdsourcing* (Kleeman et al., 2008), descrivono il crowdfunding come:

“an open call, essentially through the Internet, for the provision of financial resources either in form of donation or in exchange for some form of reward and/or voting rights in order to support initiatives for specific purposes”.

Dalla definizione si evince come il crowdfunding sia parte del più ampio concetto di *crowdsourcing*, dove il livello di partecipazione della folla, potenziali consumatori, può essere visto come strumento di validazione del mercato e il ruolo dei sostenitori è quello di apportare contributi in termini di idee, feedback e soluzioni che possano migliorare il progetto o l'impresa e non solo quello di apportare capitali.

Per poter dare una risposta ancora più esaustiva alla domanda “cos'è il crowdfunding?”, dopo aver esaminato una serie di altre definizioni, si riassumono e si deliniano le caratteristiche chiave del crowdfunding:

1. Possono partecipare a una campagna crowdfunding, e quindi finanziare un progetto o un'impresa, sia investitori professionali ma anche gente comune che crede nell'iniziativa. Questi non si limitano a finanziare le iniziative ma, in veste di potenziali consumatori, possono parteciparvi in maniera proattiva fornendo feedback, proponendo soluzioni e mettendo a disposizione le proprie conoscenze al fine di migliorarla.
2. Il valore finanziario di ciascun contributo dei crowdfunder è relativamente piccolo. Più finanziatori decidono di sostenere l'iniziativa, maggiore sarà

il capitale raccolto dal proprietario del progetto e maggiore sarà la probabilità di successo della campagna.

3. I crowdfunder non sempre ricevono benefici, le ricompense variano a seconda del tipo di Crowdfunding: in alcuni casi possono essere nulle, in altri sotto forma di premi, in altri ancora diritti specifici e/o somme di denaro.
4. Le campagne di Crowdfunding vengono condotte su apposite piattaforme attraverso internet, in questo modo è più facile per i finanziatori ottenere informazioni sul progetto e sul proprietario prima di decidere se investire. Un'altra caratteristica fondamentale del Crowdfunding resa possibile dall'utilizzo di internet è l'eliminazione dei vincoli geografici che tutt'oggi caratterizzano fortemente i metodi tradizionali di finanziamento.

1.2 CENNI STORICI SUL CROWDFUNDING

L'ascesa di questa forma alternativa di fundraising è relativamente recente, il fenomeno infatti non ha avuto una diffusione "disruptive" soppiantando i metodi di finanziamento tradizionali, ma è stata permessa negli ultimi anni dal progresso e dalla disponibilità di servizi e prodotti web e per dispositivi mobili. Inizialmente, il crowdfunding veniva utilizzato principalmente per finanziare gli artisti (Agrawal, Catalini, & Goldfarb, 2013; Meinshausen, Schiereck, & Stimeier, 2012), le prime piattaforme nacquero infatti nel settore musicale (ad es. ArtistShare, SellaBand) per poi diffondersi anche in altre aree artistiche e creative quali giornalismo, cinema, ecc.

Ma se è vero che negli ultimi due decenni e soprattutto dopo l'avvento e la diffusione di internet il fenomeno è uscito alla scoperta, è altrettanto interessante notare come il crowdfunding già esisteva da tempo, magari in forme differenti. Nel 1885, la Francia stava ultimando la realizzazione di una delle opere più importanti dell'epoca, la Statua della Libertà. Donata dalla Francia agli Stati

Uniti come simbolo di amicizia tra i due popoli, fu costruita in Francia e trasportata sulle coste del continente americano. Ai newyorkesi restava il compito di costruire il piedistallo per il quale serviva una cifra che si aggirava intorno ai 300.000 dollari, una cifra che il Comitato Istituito a tale scopo non riuscì a raccogliere per intero. Fu allora che il giornalista ed editore Joseph Pulitzer decise di lanciare una raccolta fondi “dal basso”, tra la gente comune, attraverso la sua rivista “The World” per ultimare la realizzazione del piedistallo, in cambio della pubblicazione dei nominativi dei donatori sulla sua rivista. La cifra fu raggiunta nel giro di pochi mesi e la campagna evidenziò un forte senso di appartenenza nel popolo americano.

La nascita del crowdfunding nella sua rappresentazione più moderna risale alla seconda metà degli anni Novanta quando nacquero i primi siti web utilizzati per raccogliere fondi per iniziative caritatevoli. Nei primi anni Duemila, con il potenziamento di internet, si sviluppano le prime piattaforme online per erogare microcrediti e alla fine del primo decennio del Duemila nacquero le piattaforme che ancora oggi sono tra le più diffuse come Kickstarter nata nel 2009 e Indiegogo nel 2008.

Tra i casi di maggior impatto di crowdfunding degli ultimi anni si ricorda l’iniziativa autonoma del Louvre che avviò la campagna “Tous Mecens” per l’acquisto del quadro “Le tre grazie”. Il museo aveva a disposizione solo 3 dei 4 milioni richiesti dal collezionista quindi a novembre 2010 decise di lanciare una campagna crowdfunding su un sito internet creato ad hoc a cui parteciparono circa 700 donatori che donarono in totale 1 milione e 200 mila euro in cambio di vedere il loro nome nella lista dei mecenati del museo. Di grande importanza, ai fini del successo della campagna intrapresa dal museo, è stata inoltre la capacità degli operatori marketing e fundraiser del museo di colpire e sensibilizzare la community del web, che come si vedrà ricopre un ruolo di fondamentale importanza in ogni campagna di crowdfunding.

Barack Obama, nel 2008, chiese agli americani attraverso il web fondi per finanziare la sua campagna elettorale. Anche questo fu un vero e proprio caso di crowdfunding che non si discosta affatto dalla forma di finanziamento della

quale tanto si parla in questi ultimi anni: un'idea innovativa, una piattaforma per presentarla e per dare la possibilità a chiunque di farne parte, una folla di "investitori". E i numeri, prima della storia, gli hanno dato ragione con la raccolta fondi solo nel mese di febbraio 2008 ha fatto registrare il record di 55 milioni di dollari, circa 1 milione e duecentomila euro al giorno.

1.3 LA DIFFUSIONE DEL CROWDFUNDING

Quello del crowdfunding è un modello che opera superando i tradizionali intermediari finanziari quali banche e istituti di credito, in questo caso infatti il capitale passa direttamente dalle mani degli investitori a quelle degli imprenditori. Questo metodo sta ottenendo in realtà un grande consenso proprio per queste caratteristiche; è un periodo in cui le banche chiudono quasi completamente le concessioni di credito, e c'è un crescente senso di sfiducia verso le istituzioni finanziarie, considerate responsabili della crisi economica che ha caratterizzato l'economia degli ultimi anni. Anche Venture Capitalist e Business Angel, che tradizionalmente hanno sempre sostenuto le iniziative delle start-up, hanno iniziato a richiedere requisiti e garanzie sempre più severe.

Il risultato di questa situazione è l'inserimento del crowdfunding come nuova disciplina di finanziamento, percepito come utile, semplice e onesto perché puoi rapportarti con persone reali, in contrasto con il mondo "freddo" e distaccato della finanza. Il paradosso è che le persone sono diventate più disposte a rinunciare alle garanzie, alla professionalità, ai guadagni e alla sicurezza che assicuravano gli investimenti tradizionali, per abbracciare una nuova politica fatta di fiducia, in molti casi assenza di premi materiali e investimenti in start-up ad alto rischio senza la garanzia di ricevere un rendimento positivo.

Tuttavia, la diffusione del crowdfunding **nel mondo** è evidente: dal 2008, che può essere considerato come l'anno di partenza, ad oggi, i volumi complessivi delle campagne di raccolta fondi sono cresciuti a ritmi sostenuti, dai \$500 milioni raccolti nel 2008 si è passato ai circa 9 miliardi del 2018. A dominare la scena del settore c'è la Cina che da sola rappresenta poco più del 50% del mercato globale e il 99% dei volumi dell'area asiatica, seguono Europa e USA che nel

2018 hanno finanziato progetti con crowdfunding per un ammontare rispettivamente di \$2 miliardi e di \$1,5 miliardi (Fintech Report 2019 – Alternative Financing, Statista Digital Market Outlook, 2019). Sempre più progetti decidono di ricorrere al crowdfunding, dal 2014 al 2016 il numero di campagne completate in Europa è incrementato di circa il 55% portandosi da 24,303 a 38,149.

Se guardiamo i trend futuri, secondo il *Fintech Report 2019* di Statista, l'espansione del fenomeno continuerà a crescere con tassi sostenuti, il valore globale delle transazioni effettuate tramite crowdfunding raggiungerà nel 2023 i \$19,655 milioni con un tasso di crescita annuale medio di 16,9%.

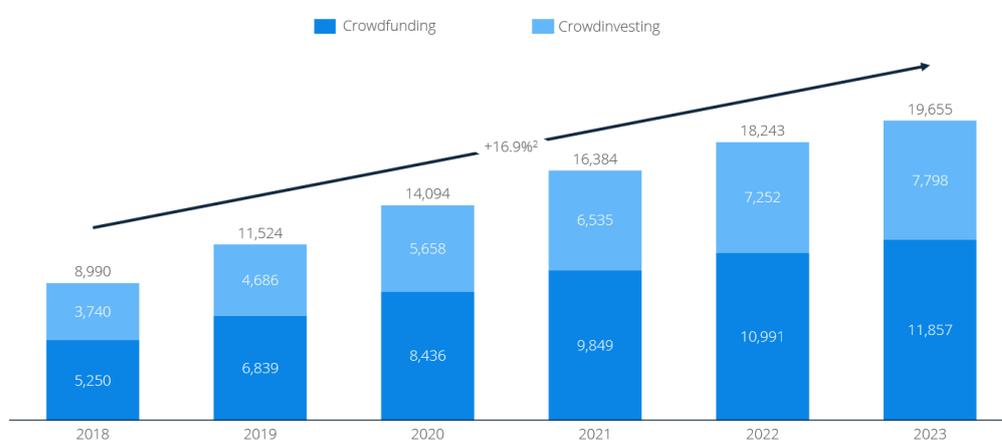


Figura 1. Proiezione sulla crescita futura del crowdfunding – (Fonte: Statista)

Se si guarda all'**Europa** in particolare, si prevede per i prossimi 5 anni un tasso di crescita annuale medio del 15.3% che porterà il valore delle transazioni da \$1.8 miliardi del 2018 ai \$3,7 miliardi del 2023. Tuttavia, lo scenario europeo dei mercati finanziari alternativi è ancora molto frammentato, basti pensare che nel 2016 l'Inghilterra occupava il 73% dell'intero mercato europeo. Dalla distribuzione delle piattaforme e dei volumi di mercato, messe a disposizione dall'Università di Cambridge nel terzo report sul mercato finanziario alternativo europeo "*Expanding Horizons*" (Ziegler et al., 2018), risulta interessante notare che i volumi generati non necessariamente sono correlati con il numero di piattaforme; ad esempio la Finlandia con solo 8 piattaforme è quarta in termini

di volumi mentre l'Italia che di piattaforme ne ha ben 26 è posizionata sesta come volumi. La ragione di tale eterogeneità nello sviluppo del crowdfunding in

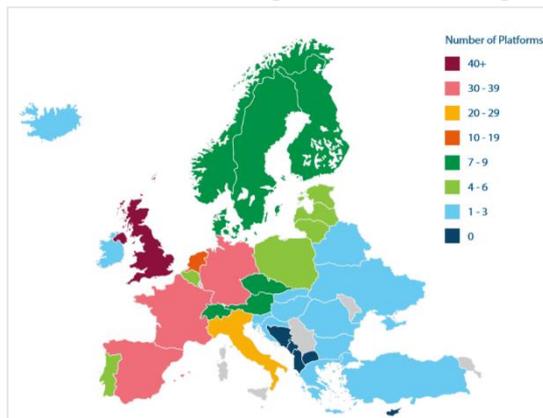


Figura 2. Numero di piattaforme in Europa per Paese - (Fonte: Cambridge Report "Expanding Horizons")

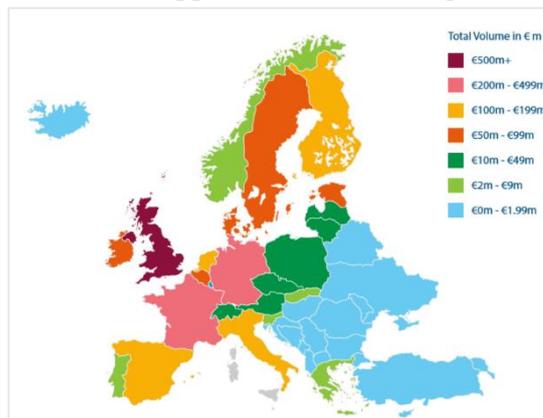


Figura 3. Volume totale di finanziamenti raccolti per Paese - (Fonte: Cambridge Report "Expanding Horizons")

Europa è da ricercare, oltre che nelle differenze socio-economiche che caratterizzano i membri del Vecchio continente, nella mancanza di un regime regolatorio unico e omogeneo di cui si parlerà in seguito.

Facendo un focus sul **mercato italiano**, da una recente ricerca realizzata da Starteed emerge che nel 2017 sono stati raccolti attraverso il crowdfunding più di 41 milioni di euro che, se sommati a quelli raccolti negli anni precedenti, portano a 133 milioni l'importo totale raccolto finora tramite crowdfunding in Italia, con il quale sono stati finanziati 16 mila progetti. Il modello di crowdfunding più diffuso in Italia è il cosiddetto *reward-based*, in cui i promotori della campagna prevedono delle ricompense per i donatori: lo adotta il 72% delle piattaforme di crowdfunding in Italia. Il 20% si basa sul modello Equity, dove i donatori diventano veri e propri investitori nella società che propone la campagna. Nonostante le piattaforme esistenti siano soprattutto dedite al *reward-based* crowdfunding la tipologia di crowdfunding che raccoglie più fondi in Italia è il lending, che ha raccolto finora più di 75 milioni di euro, più della metà dei 133 totali. Le piattaforme che la fanno da padrona qui sono Smartika, Terzo Valore e Borsa del Credito. Segue il *reward-based* *crwodfunding* che ha raccolto finora 34 milioni di euro, trainato da piattaforme come Eppela (6,4 milioni di euro), Produzioni dal Basso (5,5 milioni), Rete del Dono (5 milioni), Music Raiser (4,8 milioni), Buona Causa (2,8 milioni), DeRev

(1,9 milioni). *L'Equity Crowdfunding* ha raccolto finora 19 milioni di euro, di cui ben 12 nel 2017. È in effetti la modalità di crowdfunding più in crescita del 2017 (+150%). Le piattaforme leader qui sono MamaCrowd (5,7 milioni di euro) Starsup (2,9 milioni), Crowdfunder (2,8).

1.4 L'ECOSISTEMA

L'ecosistema del crowdfunding si è sviluppato molto rapidamente negli ultimi anni ed è caratterizzato dalla presenza di una moltitudine di stakeholders. Rispetto ai metodi tradizionali, questo nuovo modello di fundraising è maggiormente influenzato da problemi di asimmetria informativa e rischi legati alle campagne online e al problema dell'azzardo morale (Voorbraak, 2011).

I principali: stakeholders del crowdfunding possono essere così sintetizzati:

- I founders (promotori delle iniziative e dei progetti proposti sui portali online);
- I funders/backers (finanziatori, coloro che supportano i progetti attraverso finanziamenti/donazioni);
- Le piattaforme di crowdfunding che facilitano incontro tra founder e funder;
- Policy (istituzioni, organismi internazionali, regolatori e garanti come le authorities);
- Associazioni e ONG (varie organizzazioni non governative, onlus, no profit);
- Comunità finanziaria (banche, Venture Capital, Business Angel, altri investitori professionali, intermediari, ecc);
- Shareholders (gli azionisti);
- Community di utenti;
- Lavoratori/impiegati (vi rientrano varie categorie, tra cui analisti, gestori, tecnici e impiegati dei portali o di compagnie internet, o ancora di start up finanziate con crowdfunding, ecc);
- Gli sviluppatori (che creano i portali e le applicazioni);

- Produttori di tecnologie web, ICT e dispositivi mobili (device come smartphone e tablet);
- Gli operatori di rete (come ad esempio di telecomunicazioni che forniscono reti e connettività).

I principali ruoli necessari per realizzare e mettere in pratica il meccanismo di finanziamento tramite la folla sono riconducibili a tre, ovvero le piattaforme, i promotori e i finanziatori (Tomczak e Brem, 2013). In primis vi è da considerare la funzione rilevante dell'intermediario che consente l'incontro tra i founders e i funders (Burkett, 2011). Con riferimento ai founders, vi sono sia imprenditori che proponenti di progetti o iniziative di diversi generi, i quali tramite la piattaforma ottengono un accesso diretto al mercato e attuano la raccolta di fondi da parte dei sostenitori realmente interessati a sostenere finanziariamente le campagne (Ordanini et al., 2011). I funders decidono di supportare dal punto di vista finanziario le campagne, in forma di donazione oppure in attesa di un ritorno proporzionale ai rischi dell'iniziativa (Mollick, 2014; Belleflamme et al., 2014; Ordanini et al., 2011). Un framework dell'ecosistema del crowdfunding può esser fornito in base alle attività principali che si distinguono nella crowdfunding economy: lo sviluppo di progetti (appositamente realizzati dai founder), la distribuzione (attraverso portali di crowdfunding, su cui vengono lanciati e pubblicizzati, come nel caso dei pitch per descrivere l'idea o progetto, e diffusi su web e social), l'offerta di funding (attraverso i funders, utenti e investitori). Tali attività, i cui attori costituiscono il nucleo attorno al quale gira la crowdfunding economy, dipendono da un complesso ecosistema di supporto composto da: policy (come la regolamentazione sul tema, ad esempio il regolamento Consob per l'Equity Crowdfunding in Italia, e la tassazione), le prevalenti condizioni socio-economiche (come reddito, demografia, educazione), il sistema di sviluppo e gestione delle piattaforme (che possono appartenere ad un ecosistema aperto, ovvero open source), dispositivi device (come smartphone e tablet), l'infrastruttura di rete ecc. Nella figura sottostante

(Figura 4), è stata realizzata un'analisi che rappresenta network effects e value chain dell'ecosistema del crowdfunding.

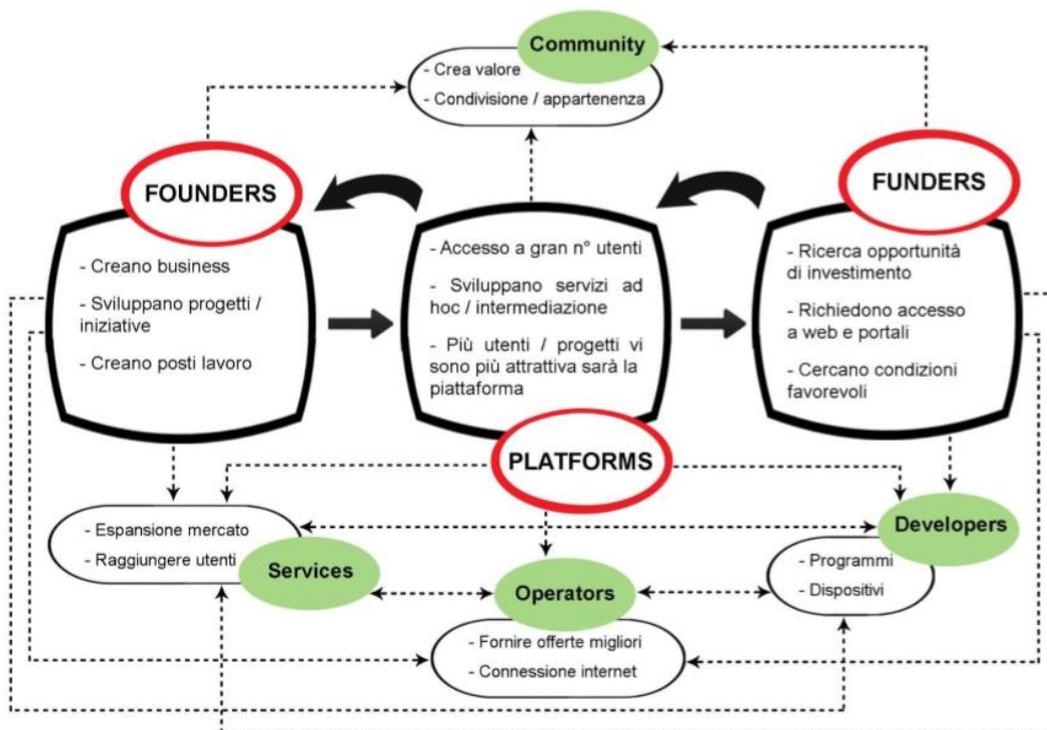


Figura 2. Ecosistema del Crowdfunding - (Fonte: Troise, C. 2017)

Le piattaforme hanno un ruolo fondamentale, assicurando l'accesso ad una moltitudine di utilizzatori, sia dal lato della domanda che dell'offerta. Esse infatti permettono l'incontro tra gli imprenditori/proponenti di progetti e gli investitori, e oltre ad esser considerate come intermediari che facilitano e regolano le transazioni e i pagamenti (Ahlers et al., 2015), sono anche considerate come luogo di connessioni sociali (Colombo et al., 2015). La piattaforma crea valore facilitando le interazioni tra i diversi gruppi (Osterwalder e Pigneur, 2010) che assumono la forma di effetti di rete. Il valore del servizio offerto all'utente deriva dal numero di persone che utilizzano lo stesso (Hendler e Golbeck, 2008). Più utenti sono presenti all'interno della piattaforma più essa avrà successo; infatti, come vale nei *two-sided market*, la presenza di molti sostenitori iscritti come membri della community portano potenziali promotori di iniziative (sia interni che esterni alla community) a lanciare le campagne su quella piattaforma,

viceversa se nella piattaforma sono presenti numerosi progetti da finanziare, ciò attirerà i funders che potranno scegliere tra numerose alternative di iniziative da sostenere. La qualità della piattaforma, però, non si misura solo sui volumi di founders e funders iscritti ma anche sulle loro capacità imprenditoriali e affidabilità. Sia i founders che i funders sono attratti e spinti a servirsi delle piattaforme e richiedono servizi sempre più smart e adatti a soddisfare ed aumentare la qualità dell' user experience. Gli utilizzatori delle piattaforme ricercano, inoltre, un accesso semplice e incentrato alla "security protection" da parte degli operatori, nonché delle community regolate. Una descrizione del fenomeno crowdfunding può risultare di supporto ai vari stakeholders nella comprensione dell'ecosistema, in primis i policy makers. I vari governi devono infatti cercare di creare le migliori condizioni per favorire lo sviluppo locale di questo strumento di finanziamento e massimizzare il suo potenziale innovativo, poiché da esso possono derivare benefici per la società e i diversi settori dell'economia. I progetti finanziati, infatti, creano nuovi posti di lavoro e i sostenitori beneficiano di ricompense di vario tipo, come pre-ordini o quote societarie (Belleflamme et al., 2014). L'importanza del ruolo dei vari attori all'interno della rete cambia a seconda della distribuzione geografica e delle condizioni del mercato. Le peculiarità e la disponibilità delle piattaforme di crowdfunding, sia dal lato della domanda che dell'offerta, sono divenute oramai una delle principali nuove fonti di creazione del valore. Con la digital disruption (Schmidt e Cohen, 2010), si assiste ad un cambiamento che avviene nel momento in cui le nuove tecnologie digitali e i modelli di business sviluppati con esse, influenzano il valore aggiunto, la value proposition di prodotti o servizi esistenti. Grazie alla diffusione dei portali online, nonché dei device, i gestori delle piattaforme sono stati in grado di migliorare notevolmente il posizionamento nella catena del valore dell'industria del crowdfunding. Dal lato dei founder è determinante la scelta della piattaforma, per attirare investitori. I gestori delle piattaforme, infatti, cercano di attrarre utenti, proponenti di progetti e sostenitori per aumentare il valore della piattaforma stessa. Tale valore dipende dal numero di progetti disponibili, utenti e varietà di opzioni disponibili. Le nuove piattaforme hanno così creato grandi possibilità per gli utenti di generare

valore, stimolando una innovazione continua e aumentando il potenziale per avvicinare sia proponenti che sostenitori.

1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI DEL CROWDFUNDING

Il Crowdfunding, indipendentemente dalla sua tipologia, presenta una serie di **vantaggi**. Innanzitutto, possiede una serie di caratteristiche principali che lo differenziano da altri tipi di finanziamento: flessibilità, coinvolgimento delle comunità, varietà delle sue forme e democratizzazione della finanza (F. PASSERI, *The European Dimension of Civic Crowdfunding*, ECN, 23/11/2017, p. 10). In aggiunta, il Crowdfunding, in ognuno dei suoi modelli, può consentire di *testare la validità* dei propri progetti, esponendoli al giudizio della folla di Internet e, dunque, ad una moltitudine di persone difficilmente raggiungibile in altri modi, garantendo, quindi, un ritorno non solo economico, ma anche inteso in termini di feedback (A. DELIVORIAS, *Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*, European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017, pp.). Inoltre, nel caso in cui l'idea sia ben accolta dal web, una campagna di crowdfunding può trasformarsi in un potente strumento di marketing in grado di costruire efficacemente una valida brand image, aumentando, così, la possibilità di ricevere altre forme di finanziamento. Per di più, il crowdfunding sembrerebbe garantire ai progettisti un maggior controllo sui loro progetti, cosa che invece tende a ridursi ricorrendo a forme di finanziamento più tradizionali. In aggiunta, sebbene il rischio nel crowdfunding sia piuttosto elevato per gli investitori, va sottolineato che esso viene diffuso e, dunque, ripartito, tra un'ampia folla di sostenitori.

Ovviamente il Crowdfunding potrebbe esporre anche ad una serie di **svantaggi**, ossia ad alcune controindicazioni che potrebbero trasformarsi in rischi o limiti. Va anzitutto sottolineato come non è detto che si raggiunga l'obiettivo fissato nella campagna e, dunque, non sempre il progetto porta al successo. Sulla base del cd. modello delle 3F (family, friends and fools), il coinvolgimento iniziale della propria famiglia e dei propri amici, soprattutto sui social network (in riferimento allo studio di E. Mollik sul rapporto diretto tra amici su Facebook e

probabilità di raggiungere il target della campagna di crowdfunding), può aumentare la possibilità di raggiungere l'obiettivo, spingendo la folla a finanziare la propria idea. Tuttavia, in caso di insuccesso non è da escludersi la possibilità di un potenziale danno alla reputazione; soprattutto in Italia dove la 'cultura' del fallimento è molto diversa dal mondo anglosassone. Va poi sottolineato che presentando un progetto creativo su un sito online ci si espone alla possibilità che qualcuno si impossessi liberamente dei diritti di proprietà intellettuale dell'idea. È vero che esistono varie tutele che garantiscono sul diritto di autore, ma chi conosce il web sa bene che online è molto difficile proteggere ciò che si diffonde in rete e questo, purtroppo, si riflette spesso in una diffusione di informazioni limitate da parte dei progettisti (A. DELIVORIAS, *Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*, European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017, pp. 4 ss). Non è da escludersi neppure la possibilità di *sottostimare i costi* o, addirittura, violare la legge senza nemmeno esserne a conoscenza. Potrebbero altresì emergere problemi con la piattaforma e/o con i finanziatori. Infine, soprattutto in quei paesi con scarsa alfabetizzazione digitale e conoscenza dei sistemi di pagamento online, spesso si ha paura che il progetto lanciato sia una truffa (Pais et al., 2014). Dal lato degli investitori/finanziatori di un progetto gli svantaggi principali sembrano connessi all'accrescersi di fenomeni di “logica del branco” con conseguente comportamenti imitativi della 'folla' che possono anche privare di importanti risorse progetti promettenti, allocandole in realtà meno scalabili ed all'incompetenza di chi propone una campagna di Crowdfunding. Non mancano altresì problematiche legate all'asimmetria informativa, all'azzardo morale ed alla selezione avversa. Pesa, infine, in entrambe le direzioni, l'assenza di una chiara regolamentazione univoca del Crowdfunding e della relativa imposizione fiscale.

1.6 I PRINCIPALI MODELLI

Nel corso degli anni il fenomeno crowdfunding si è sviluppato in diverse forme che differiscono a seconda delle modalità di raccolta e delle finalità. In tutte le tipologie di crowdfunding sono previsti un progetto e molteplici sostenitori (una folla, appunto) che offrano denaro per realizzarlo. Uno degli elementi che consente di distinguere le varie forme di crowdfunding è il concetto di ricompensa, ossia il ritorno finanziario o non finanziario, che coloro che sostengono le iniziative ottengono dagli ideatori delle stesse. Di seguito si elencano i quattro principali modelli di crowdfunding:

	Tipo di contributo	Tipo di ritorno	Motivazioni per il finanziatore
Donation Crowdfunding	Donazione	Premi intangibili	Motivazioni intrinseche e sociali
Reward Crowdfunding	Donazione/ Pre-Acquisto	Premi tangibili (reward) e intangibili	Combinazione di motivazioni intrinseche, sociali e desiderio di ottenere il premio.
Lending Crowdfunding	Prestito	Rimborso del prestito con gli interessi. Per alcune iniziative sociali non ci sono gli interessi.	Combinazione di motivazioni intrinseche, sociali e finanziarie.
Equity Crowdfunding	Investimento	Ritorno economico sull'investimento se l'iniziativa ha successo. In alcuni casi si ottiene anche un premio tangibile (reward). Anche i premi intangibili rappresentano un fattore per molti investitori.	Combinazione di motivazioni intrinseche, sociali e finanziarie.

Figura 3. I principali modelli di Crowdfunding

1.6.1 Donation Crowdfunding

La prima forma di Crowdfunding è il *Donation-based*, ossia un modello tipico di donazione, in cui si devolve altruisticamente il proprio denaro a sostegno di

una causa specifica, non ricevendo in cambio alcuna ricompensa o, al massimo, ricompense simboliche, spesso intangibili.

Il funzionamento del modello è piuttosto semplice: i donatori, che in gergo vengono chiamati *backer*, possono visualizzare le campagne di raccolta fondi all'interno di specifiche piattaforme online (i cosiddetti portali di donation crowdfunding). Chi effettua una donazione non si aspetta alcun beneficio materiale in cambio e tanto meno alcun tipo di ricompensa, se non simbolica. Piuttosto vi è una esplicita volontà per dare il proprio contributo allo scopo di partecipare alla realizzazione di progetti rivolti a finalità sociali, culturali, ambientali, assistenziali e così via. Spesso, sono infatti motivazioni filantropiche a spingere i benefattori a offrire le somme necessarie al completamento delle campagne. A tal proposito, le realtà che ricorrono principalmente al donation-based sono le organizzazioni no-profit, ma questo modello di crowdfunding si può anche declinare nella modalità del personal fundraising che consente, a chiunque sostenga una 'buona causa', di attivare una campagna personale di raccolta fondi per supportarla.

1.6.2 Reward Crowdfunding

Il *Reward-based* è un tipo di Crowdfunding in cui, sulla base della quantità di denaro investita, si riceve un premio/ricompensa che può variare in funzione dell'importo investito e che in genere coincide con il prodotto stesso che l'impresa vuole vendere. Questo tipo di crowdfunding permette alle imprese di produrre solo dopo aver ricevuto un ordine di vendita e allo stesso tempo di testare la domanda del mercato prima di commercializzare definitivamente quel prodotto. Durante una campagna di questo tipo i finanziatori giocano un ruolo fondamentale infatti partecipano alla definizione delle caratteristiche del prodotto. Oltre a copie del prodotto/servizio, in questo modello di crowdfunding è altresì possibile riconoscere altri tipi di ricompense, come collaborazioni o partecipazioni al progetto, esperienze creative o ricordi e riconoscimenti. Tra le piattaforme che adottano questo modello troviamo Kickstarter. Questo è il modello più diffuso ed utilizzato dalle principali piattaforme di crowdfunding,

tra le piattaforme che lo adottano troviamo Kickstarter che ha raccolto ad oggi più di 4 miliardi di dollari e finanziato circa 160 mila progetti.

1.6.3 Lending Crowdfunding

Il *Lending Crowdfunding* o *social lending* è assimilato a dei micro-prestiti offerti a soggetti che spesso rientrano nella categoria di soggetti “non bancabili” perché incapaci di offrire garanzie al sistema bancario. Essenzialmente si tratta di un'alternativa ad un prestito bancario, con la differenza che gli investitori vantano un credito diretto verso i soggetti finanziati, al contrario dei risparmiatori che depositano il proprio denaro in una banca che poi provvederà ad erogare credito. Per un *backer* il motivo per scegliere di finanziare un progetto con *lending crowdfunding* non è quindi legato a scopi filantropici o sociali, o perché si crede nella realizzazione di un bene e/o servizio, i finanziatori infatti partecipano alle campagne unicamente in cambio di un tasso di interesse sul capitale prestato.

1.6.4 Equity Crowdfunding

L'*Equity-based Crowdfunding* è un classico finanziamento da parte di soggetti che investono il loro denaro nel capitale proprio di una società, ovvero acquistano parte delle sue azioni o delle sue quote. Vi sono, però, due differenze sostanziali con il mercato azionario tradizionale. La prima è che il meccanismo è estremamente più semplice e immediato rispetto ai mercati regolamentati e non regolamentati. In secondo luogo, la procedura ha dei costi che sono molto più contenuti, infatti, in genere, i gestori delle piattaforme chiedono una percentuale relativamente bassa (4-7%) sul capitale raccolto. Gli individui della folla che decidono di sostenere la campagna diventano automaticamente soci e quindi condividono con il *founder* il rischio d'impresa in cambio di diritti amministrativi e patrimoniali che derivano dal titolo di partecipazione, compresi eventuali dividendi futuri o plusvalenze in caso di cessione del titolo.

2 EQUITY-BASED CROWDFUNDING

2.1 COS' È L'EQUITY-BASED CROWDFUNDING

Ahlers (et al.) definisce l'Equity-based Crowdfunding come un metodo di finanziamento in base al quale un imprenditore vende azioni di una società a un gruppo di (piccoli) investitori attraverso una *open call* su piattaforme online. Dunque, il crowdfunding azionario è un'opportunità di finanziamento in cui la folla (“persone qualsiasi”) può investire in una società non quotata. La Consob definisce così questo strumento:

“Si parla di Equity-based Crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa”.

Il modello consente quindi a chiunque di acquisire una quota in attività private, cioè quelle non quotate in borsa, consentendo a un'impresa di offrire un certo numero di azioni per un determinato ammontare di capitale che intende aumentare. Gli investitori possono quindi, attraverso la piattaforma, acquistare piccole parti di questa quota azionaria.

Molti commettono l'errore di ritenere che gli investimenti in società pubbliche sui mercati azionari siano una forma di crowdfunding, la definizione utilizzata in questo caso differisce da questa forma di investimento in diversi modi. In primo luogo, l'acquisizione di azioni attraverso il mercato azionario è già una pratica consolidata in cui le società pubbliche sono tenute a rispettare rigorosi principi di informativa finanziaria. Le aziende private che utilizzano il crowdfunding non devono rispettare questi standard. In secondo luogo, le società nel mercato azionario sono significativamente più grandi e più sviluppate di quelle in cerca di finanziamenti tramite piattaforme di crowdfunding azionario. E in terzo luogo, a differenza degli investimenti nel mercato azionario, le piattaforme di crowdfunding offrono l'opportunità di un'interazione diretta tra imprenditori e investitori,

Altri modelli che possono essere considerati forme di crowdfunding ma che sono esclusi dalla definizione qui utilizzata, sono quelli che limitano l'appartenenza alla folla. In particolare, questo include quelle piattaforme che consentono solo agli investitori accreditati di partecipare a investimenti come l'irlandese Seedups, CircleUp, o la community di startup e investitori Angellist.

2.2 COME FUNZIONA UNA CAMPAGNA DI EQUITY CROWDFUNDING

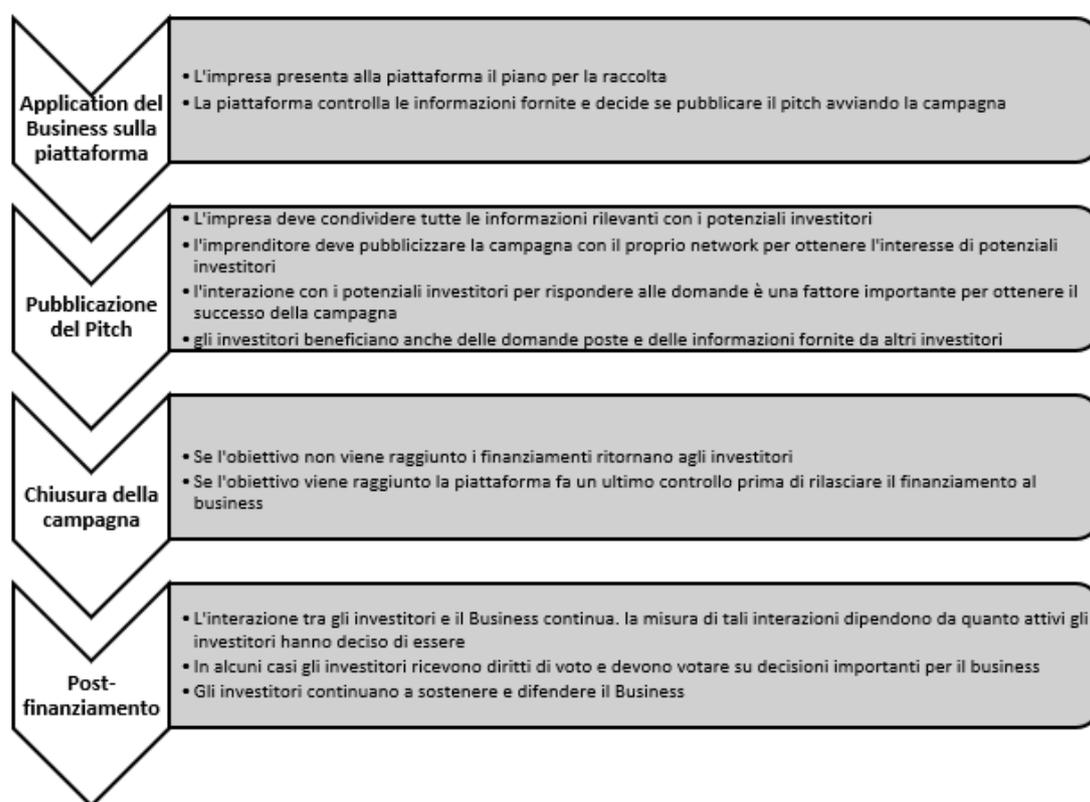


Figura 4. Processo di funzionamento di una campagna di Equity Crowdfunding

1. Iscrizione sulla piattaforma. Il primo passo del processo di crowdfunding coinvolge un'azienda che presenta la propria proposta a una piattaforma. Gli operatori della piattaforma esamineranno quindi il piano ed eseguiranno alcuni controlli sul business, esaminando fattori quali la probabilità che il business possa essere fraudolento, l'idoneità

dell'azienda al crowdfunding, la reputazione dell'imprenditore e altri fattori. Decidono poi se consentire o meno al pitch di essere pubblicato sul sito. Alcune piattaforme come *Crowdcube* eseguono in anticipo la maggior parte del loro esame con una percentuale di rifiuto del 75% delle proposte. Altri preferiscono controllare il business in un secondo momento, come la piattaforma olandese *Symbid* che esegue *due diligence* una volta che la campagna si è conclusa con successo, ma prima di rilasciare il capitale per l'azienda.

2. Fornire le informazioni agli investitori. Una volta accettati sulla piattaforma, vengono caricati i pitch per consentire ai potenziali investitori di analizzare il progetto. Questi sono solitamente sotto forma di una descrizione e/o di un video che spiega il modello di business, le sue radici tra cui alcuni retroscena sui founder, quanto capitale cerca di raccogliere e in che modo si ha intenzione di utilizzarlo. Un'altra importante informazione è la quantità di azioni che offre, con ogni sostenitore che ottiene una quota proporzionale in base alla percentuale dell'importo obiettivo che investe. Ci sono diversi modi in cui gli imprenditori possono decidere la proporzione di azioni da offrire, occasionalmente usano anche l'aiuto della piattaforma e degli investitori.
3. Collegamento con gli investitori. Sebbene alcuni investitori tendono a esplorare all'interno delle piattaforme per ricercare le opportunità di investimento da cogliere, è importante per gli imprenditori che facciano uno sforzo per pubblicizzare il *pitch* il più ampiamente possibile anche al di fuori della piattaforma. Devono sfruttare il più possibile la loro rete per attirare persone che potrebbero essere interessate al business e farle diventare investitori effettivi. Con l'avanzare della campagna, è importante che l'interazione tra l'imprenditore e i potenziali investitori continui tramite i forum messi a disposizione dalle piattaforme o via e-mail, telefonicamente o anche, ove possibile, organizzando incontri di persona per rispondere alle domande e fornire aggiornamenti sui progressi della raccolta fondi.

4. Il modello “*all or nothing*”. Ciascuna campagna è caratterizzata da un tempo specifico all’interno del quale deve completarsi la raccolta fondi. Tale “finestra di finanziamento” viene stabilita prima dell’avvio della campagna e può essere definita dalla piattaforma che utilizza finestre standard oppure dall’imprenditore che deve comunque rispettare la durata massima prevista dalla piattaforma. Mediamente tali durate sono comprese tra 1-3 mesi e vige il modello “*all or nothing*” secondo cui l’impresa ha tempo fino alla fine della finestra per raggiungere l’obiettivo prefissato, se ciò non avviene allora non riceve alcun finanziamento e il denaro viene restituito agli investitori. Anche le *fees* applicate dalle piattaforme dipendono dal raggiungimento dell’obiettivo, solitamente queste trattengono una percentuale dell’importo raccolto dall’impresa.
5. Raggiunto l’obiettivo. Il trasferimento delle quote investite solitamente passa per un conto di garanzia e lì sono conservate finché non viene raggiunto l’obiettivo prefissato, in caso contrario vengono restituite agli investitori. Anche le pratiche post-finanziamento variano a seconda della piattaforma. Alcune si interpongono tra gli investitori e gli imprenditori per rappresentare gli interessi degli investitori, altre lasciano che siano gli imprenditori a gestirsi i propri interessi autonomamente. In questo secondo caso gli investitori possono scegliere che atteggiamento assumere nei confronti del business, se essere passivi o farsi coinvolgere nelle decisioni.

2.3 LE OPPORTUNITÀ DI MERCATO DELL’EQUITY CROWDFUNDING

2.3.1 Equity-gap

In generale il crowdfunding risulta un meccanismo particolarmente adatto nella fase di start up, poiché le società neocostituite stanno facendo il proprio ingresso sul mercato e necessitano di risorse iniziali per colmare l’esistente funding gap (Ley e Weaven, 2011; Macht e Weatherson, 2014). L’Equity Crowdfunding, in particolare, secondo la stessa Consob (figura 7) sarebbe uno strumento

particolarmente adatto se utilizzato nella fase di lancio dell'iniziativa, o nel periodo immediatamente successivo, dove si realizza il primo fatturato. Tuttavia, i fondatori delle società, in alcuni casi, mostrano una tendenza a posticipare l'ingresso di nuovi soci puntando al riconoscimento di un valore più alto del progetto e alla possibilità di cedere, a parità di risorse finanziarie richieste, una quota più bassa della società.

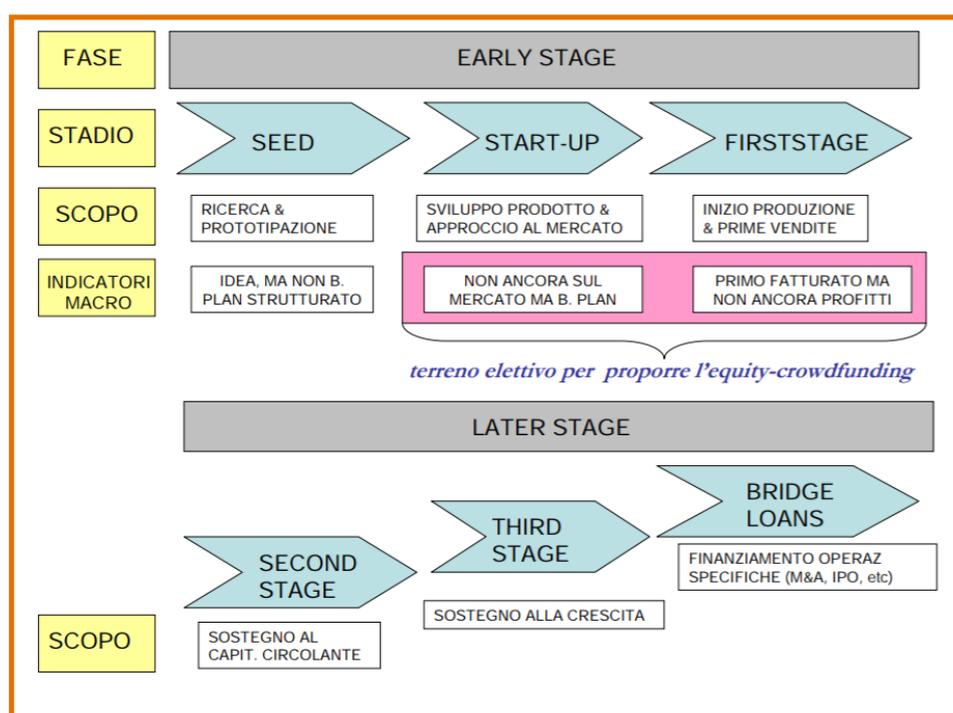


Figura 5. Ciclo di vita e finanziamenti - (Fonte: Position Paper Consob 201)

La richiesta di accesso al capitale di rischio tramite le piattaforme di Crowdfunding è potenzialmente molto ampia. Molto spesso, le start-up non sono in grado di accedere al finanziamento del debito a causa della mancanza di garanzie e della natura rischiosa della loro iniziativa. Di conseguenza, per riuscire a finanziare le prime fasi del loro sviluppo, tendono a dipendere dalla generazione di entrate, dall'aiuto finanziario di amici e familiari e da fonti esterne di finanziamento azionario. Raramente però, in queste fasi del loro ciclo di vita, le startup sono in grado di autofinanziarsi. Molte imprese in early-stage non sono in grado di generare entrate, quindi gli amici e la famiglia tendono a essere il primo punto di riferimento per ottenere finanziamenti esterni. Jeff Lynn, fondatore della piattaforma di crowdfunding Seedrs, dice che questo sistema ha

portato ad un pregiudizio di classe nell'imprenditoria: solo coloro che hanno accesso ad amici e familiari facoltosi sono in grado di procurarsi il capitale per avviare la loro attività. In ogni caso, queste fonti di finanziamento sono spesso insufficienti per superare la fase di early-stage, spesso sono richieste maggiori fonti di capitale di rischio.

Le fonti tradizionali di capitale di rischio, Business Angel e Venture Capitalist hanno sempre più spostato la loro attività di investimento a monte negli ultimi anni, facendo investimenti più ingenti in società più sviluppate (BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity, 2017). Molti Business Angel tendono sempre di più a cooperare in gruppi così da poter investire in iniziative già relativamente consolidate che cercano di raccogliere

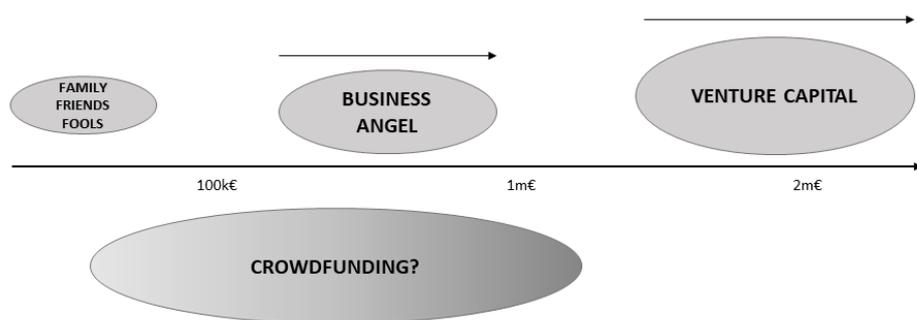


Figura 6. Posizionamento dell'Equity Crowdfunding rispetto all'equity gap - (Fonte: Collins e Pierrakis, 2012, *The Venture Crowd 2012*)

importi che si aggirano tra i \$200k - \$1 milione (EBAN, 2017). Per quanto riguarda i Venture Capitalist, invece, hanno in gran parte abbandonato le fasi di early-stage, con il rapporto tra i costi di transazione e le dimensioni dell'investimento che sono sempre meno adatte al loro modello di business. Questo scenario ha creato due spazi di mercato dove l'Equity Crowdfunding potrebbe giocare un ruolo prezioso (Collins and Pierrakis, 2012). Uno riguarda la fase di seed: in quei casi in cui i finanziamenti provenienti da amici e familiari potrebbero non essere disponibili o insufficienti, e le somme richieste sono troppo piccole per essere raccolte dai Business Angel, l'Equity Crowdfunding potrebbe rappresentare una soluzione. Un secondo spazio in cui, specialmente negli ultimi anni, tale strumento sta trovando sempre più spazio è il divario che

si crea tra il livello in cui i Business Angel sono solitamente attivi e quello in cui sono solite operare le società di Venture Capital. Finora, La maggior parte dei fondi raccolti tramite Equity Crowdfunding si posizionava nel gap più basso, ma con la diffusione che sta avendo il fenomeno negli ultimi anni e con i miglioramenti delle piattaforme che stanno ottenendo sempre più fiducia da parte degli investitori, i finanziamenti medi sono in costante crescita (Collins and Pierrakis, 2012).

2.3.2 Opportunità rischio-ricompensa

Un altro problema che spesso si trovano ad affrontare gli imprenditori alla ricerca di finanziamenti per le proprie iniziative riguarda il livello di rischio-rendimento che gli investitori tradizionali ricercano quando investono in imprese in early-stage. Business Angel e Venture Capitalist, nella speranza di ottenere elevati ritorni sugli investimenti, tendono a concentrarsi sulle iniziative caratterizzate da un alto livello di rischio, rendendo complicato l'accesso al capitale di rischio a quelle iniziative che potrebbero non avere il potenziale per offrire rendimenti così elevati ma che allo stesso tempo hanno anche un rischio associato minore. Rientrano in tale categoria quelle imprese che hanno il potenziale per raggiungere una crescita significativa, ma non abbastanza per interessare un Business Angel o un Venture Capital. Inoltre, l'Equity Crowdfunding spesso riesce a ottenere finanziamenti anche per quelle iniziative il cui rischio associato è superiore al potenziale guadagno che possono offrire. I benefici non finanziari che derivano dall'utilizzo del Crowdfunding quali le ricompense materiali (reward) e i benefici intangibili correlati al fatto di prendere parte ad un'iniziativa imprenditoriale, possono rappresentare per gli investitori un valore aggiunto sufficiente a far sì che questi siano disposti ad accettare maggiori rischi o minori profitti rispetto ai tradizionali investitori in capitale di

rischio.

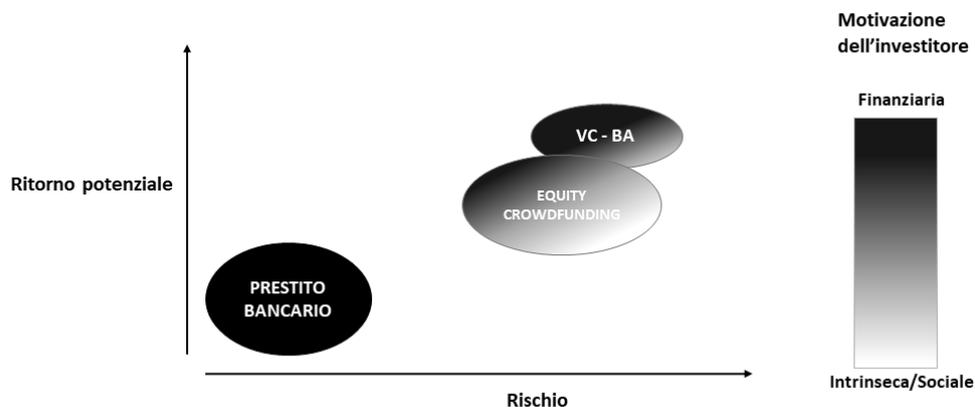


Figura 7. Posizionamento dell'equity crowdfunding rispetto al rapporto rischio/ricompensa - (Fonte: Collins e Pierrakis, 2012, *The Venture Crowd*)

In questo contesto, l'Equity Crowdfunding potrebbe rappresentare una fonte complementare di finanziamento per le imprese. Per le sue caratteristiche, infatti, questo modello è più adatto ad ottenere importi inferiori rispetto ai metodi tradizionali a causa dei fattori limitanti legati alla misura in cui i singoli investitori del crowd possono e sono disposti a contribuire visto l'elevato livello di rischio a cui vanno in contro. Ciò dipende, tuttavia, dalla partecipazione o meno di investitori professionali alle campagne di Equity Crowdfunding. Seppure ancora poco diffuso, il fenomeno del co-investimento tra gli investitori professionali e il crowdfunding è in crescita negli ultimi anni.

Un altro fattore che può rendere l'Equity Crowdfunding particolarmente adatto al finanziamento di attività in seed-stage e early-stage riguarda la possibilità per gli investitori di impegnare importi relativamente ridotti in più iniziative, consentendo loro di diversificare gli investimenti mitigando così il rischio.

2.4 I REGIMI REGOLATORI

Lo scopo di questo paragrafo è quello di fornire una chiara visione del contesto politico e delle misure regolatorie all'interno del quale il crowdfunding è nato, si è diffuso e si è espanso.

Il paragrafo può essere suddiviso principalmente in tre parti: nella prima si presenta una breve descrizione del quadro regolamentare del mercato americano che è considerato il più sviluppato, la seconda parte si concentra invece su quello Europeo caratterizzato dalla presenza di molteplici regimi regolatori spesso diversi tra loro, infine il focus si sposterà sul mercato italiano e sulle misure che il governo ha attuato nei confronti di questo nuovo modello di finanziamento.

2.4.1 Stati Uniti: JOBS Act

Il JOBS Act rappresenta un punto di svolta per la diffusione del mercato del crowdfunding negli Stati Uniti e non solo, molti paesi infatti si sono ispirati alla regolamentazione americana per la creazione di leggi che favorissero la crescita e il controllo del modello.

La legge fu approvata nel 2012 per facilitare la nascita delle imprese e facilitare le transazioni attraverso il crowdfunding e fu necessaria per aiutare la crescita economica e fornire posti di lavoro e strumenti finanziari agli imprenditori che furono duramente colpiti dalla crisi economica. Le misure contenute nell'Atto riguardano principalmente *Social Lending* e *Equity Crowdfunding*, due tipologie di finanziamento che subito dopo l'approvazione della legge hanno visto un immediato incremento. Prima del 2012, i portali e le startup che operavano attraverso il crowdfunding erano obbligati a iscriversi al SEC, tale registrazione prevedeva che l'impresa fornisse tutti gli aspetti che le riguardassero al fine di consentire ai potenziali investitori di ottenere tutte le informazioni necessarie per decidere se investire o meno. I costi elevati di questo processo rendeva la situazione insostenibile per le piccole transazioni di crowdfunding e per le società che operavano con piccole quantità di denaro. Inoltre, anche alle piattaforme di crowdfunding era richiesto di iscriversi alla Commissione come *broker-dealer* e rispettare leggi e regolamenti che riguardavano tale forma giuridica, una norma che ovviamente limitava fortemente l'attività e quindi la diffusione delle piattaforme. Grazie al JOBS Act è stato possibile sollevare dagli obblighi previsti dal *Securities Act* del 1993 alcune imprese che rispettassero le seguenti regole:

- Limite di raccolta pari ad un milione di dollari nell'arco di dodici mesi, per le società che offrono capitale proprio tramite portali di Equity Crowdfunding;
- Ogni investitore può investire non più di \$ 2.000 all'anno o non più del 5% delle sue entrate se ha redditi inferiori a \$100.000, ovvero non più del 10% se ha redditi superiori a \$100.000. In questi casi è lo stesso investitore che autocertifica la propria situazione;
- Nell'arco di 12 mesi, l'ammontare massimo di titoli sottoscrivibili da un singolo investitore attraverso tutte le offerte di crowdfunding non può eccedere il valore di \$100.000;
- i titoli acquistati tramite Equity Crowdfunding non sono rivendibili se non dopo un anno
- Le transazioni devono essere eseguite da un intermediario che è registrato alla SEC come broker o come nuova entità, denominato "portale di finanziamento".

Il JOBS Act inoltre introduce una nuova tipologia di impresa, la “*Emerging Growth Company*” (E.C.G.), all'interno della quale ricadono quasi tutte le startup poiché rientrano nella categoria delle ECG quelle imprese che nell'ultimo anno fiscale non abbiano superato il miliardo di dollari di ricavi lordi e mantengono tale stato di ECG se nei primi 5 anni non siano stati emessi più di 1 miliardo di dollari in titoli di debito (non convertibili per un periodo di 3 anni). Tale categoria di impresa gode di diverse agevolazioni in termini contabili e nei rapporti con gli investitori.

Le operazioni di Equity Crowdfunding devono essere condotte tramite un broker professionale oppure tramite un portale registrato, introdotto dal JOBS Act con il nome di “*founding portal*”. Tali portali devono condurre operazioni di due diligence per ridurre il rischio di frode controllando e verificando l'identità e la provenienza delle iniziative, e dall'altro lato devono verificare che gli investitori siano informati a dovere sui rischi che si corrono investendo in tali iniziative. Nel JOBS Act, tali portali sono definiti come “*soggetti che, attraverso il Web o con l'ausilio di strumenti elettronici, agiscono come intermediari in una*

transazione che coinvolge l'offerta o la vendita di titoli per conto di terzi" (Martin, 2013).

La necessità di emanare un regolamento dettagliato per l'Equity Crowdfunding risultava necessario vista la crescente quantità di denaro scambiata con questo metodo negli Stati Uniti. Tale necessità di regolamentazione era rivolta specialmente alla tutela degli investitori vista la natura intangibile dei titoli, il rischio di frode e la forte asimmetria informativa presente tra emittente e investitore. Con le regole introdotte dal JOBS Act che forniscono un importo massimo da investire e norme chiare sulle informazioni che le aziende devono fornire agli investitori, si è cercato di mitigare il rischio per gli investitori di essere tratti in inganno da iniziative fraudolente.

2.4.2 Europa: verso un regolamento unico

Il Crowdfunding nell'ultimo decennio ha raggiunto la maturità tecnologica e, in numerosi stati, si è dimostrato un valido strumento per raccogliere finanziamenti. Ciò nonostante lo sviluppo del settore è avvenuto in modo disomogeneo tra i membri dell'UE, portando alla creazione di molteplici regimi regolatori, (spesso) piuttosto divergenti l'uno dall'altro. Si è così creata una barriera normativa, che è andata ad accentuare i già esistenti ostacoli (ad esempio vincoli operativi, ingenti costi per le transazioni e così via) allo sviluppo di un mercato unico e transazionale del crowdfunding. Dunque, nel contesto attuale, la più grande barriera contro la quale la diffusione del crowdfunding si sta scontrando, a livello comunitario, è l'assenza di un quadro normativo unico ed omogeneo all'interno dell'intera Unione Europea. Negli ultimi anni, infatti, circa 11 paesi membri dell'UE hanno implementato norme a livello nazionale per l'Equity Crowdfunding che dovrebbero servire come capisaldi per lo sviluppo del mercato locale e porre le basi per la creazione di una serie di standard iniziali da utilizzare da benchmarking per la successiva nascita di un regolamento unificato europeo. Nonostante questi sviluppi, le revisioni normative in molti altri paesi rimangono stagnanti o inesistenti, limitando lo sviluppo di mercati finanziari alternativi. Inoltre, il regolamento esistente continua a variare considerevolmente tra i paesi, evidenziando l'esigenza critica di un'iniziativa

normativa della Commissione europea che dovrebbe cercare di armonizzare e bilanciare gli interessi e facilitare le transazioni transnazionali all'interno dell'UE e dello Spazio Economico Europeo (SEE) (Ziegler et al., 2018).

Come detto, sebbene siano numerosi i Paesi che, come l'Italia, hanno regolamentato il settore attraverso una legislazione nazionale, le normative adottate spesso risultano diverse fra loro. A tal proposito, a marzo del 2018, la Commissione Europea ha pubblicato la prima bozza del Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, “*Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*”. L'ambito di applicazione del Regolamento ECSP riguarda esclusivamente due modelli finanziari del crowdfunding, vale a dire l'Equity Crowdfunding ed il Social Lending. Con tale Regolamentazione si spera di superare l'ostacolo causato dalla frammentazione europea andando, per altro, a rafforzare la protezione degli investitori e dei risparmiatori attraverso l'implementazione della trasparenza per favorire la crescita e lo sviluppo delle piattaforme all'interno del mercato dell'UE. L'obiettivo è, sostanzialmente, quello di agevolare la raccolta di capitali, dare maggiori e migliori opportunità di investimento e incentivare la diffusione del Crowdfunding a livello transnazionale (*cross-border*).

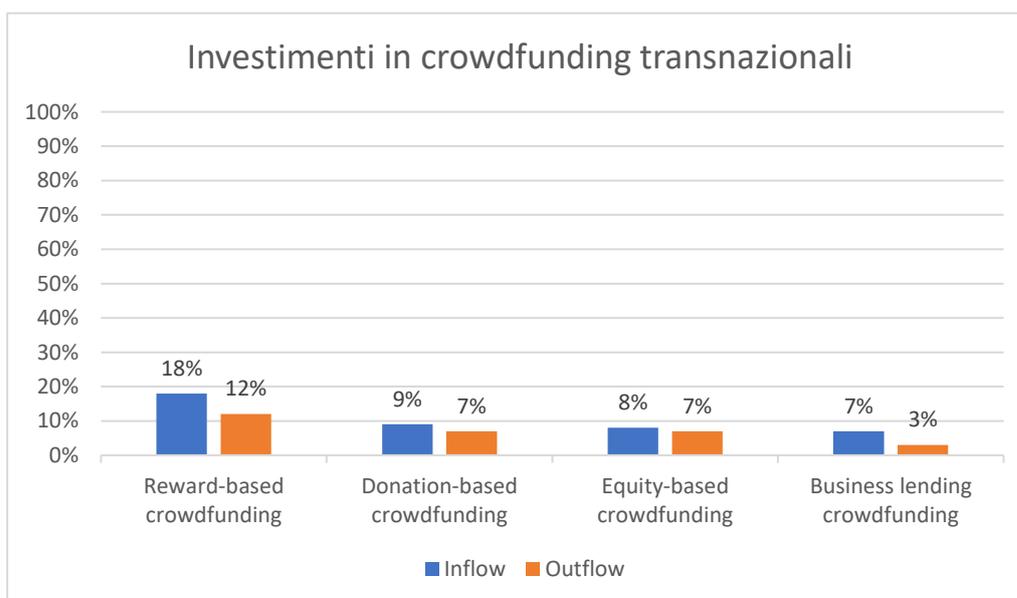


Figura 8. Investimenti transnazionali per i modelli di crowdfunding - (Fonte: Cambridge Report “Expanding Horizons”, Ziegler et al., 2018)

Il problema dell'internazionalizzazione del mercato del crowdfunding in Europa è evidenziato anche dal report fatto dall'Università di Cambridge (Ziegler et al., 2018) dal quale si evince che nel 2016 gli investimenti *cross-border* per i vari modelli di crowdfunding presentavano valori estremamente bassi (figura 10).

Il nuovo Regolamento ECSP, che si andrà ad inserire nella normativa europea sul finanziamento dal basso, parte dall'assunto che “l'Equity Crowdfunding si sta affermando sempre più nell'ambito della cosiddetta *scala dei finanziamenti* (o *funding escalator*) per le start-up e le imprese in early-stage, solitamente finanziate dalla famiglia, dagli amici e tramite fondi propri (modello delle 3F), fino ad una fase più avanzata di sviluppo quando iniziano ad interessarsi i fondi di capitale di rischio o addirittura i fondi di *private equity*” (Commissione Europea, 2018).

Essenzialmente la proposta ha l'obiettivo di creare un passaporto europeo per le piattaforme di Equity Crowdfunding che vogliono operare in uno o più paesi europei. Si tratta di un'azione regolamentare che uniforma le regole di protezione degli investitori e della gestione dei portali che ottengono la licenza rilasciata dall'autorità europea per i mercati finanziari (ESMA). In linea con i principi a cui si ispirava il JOBS Act, anche la proposta europea prevede inoltre norme stringenti sui conflitti d'interesse del portale, per assicurare che le piattaforme operino in maniera più possibile neutrale, senza favorire specifici investitori e/o emittenti.

I principali emendamenti sono così riassumibili:

- **Threshold.** La soglia per le offerte di Equity Crowdfunding, calcolata su 12 mesi, è stata portata da 1 milione di euro a 8, questo perché in alcuni Stati membri avevano una soglia già superiore, per esempio in Italia attualmente il massimo è 5 milioni di euro mentre la Germania ha portato tale soglia da 2,5 milioni a 8 per allinearsi in anticipo con la proposta europea. A ruota anche il Regno Unito ha alzato la soglia da 5 a 8 milioni di euro e in Belgio la soglia è stata portata da 500 mila euro a 5 milioni (Bosly et al., 2018).

- Marketing. Inizialmente il testo prevedeva che “le piattaforme non avrebbero mai potuto comunicare una singola campagna su nessun mezzo”. Ora invece, non solo potranno farlo, ma sono incoraggiate a consentire la comparabilità delle performance dei loro progetti chiusi.
- Vigilanza. Viene previsto un maggior coinvolgimento delle autorità di vigilanza nazionali con conseguente riduzione della responsabilità originariamente affidata alla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e contestuale implementazione dei poteri di vigilanza previsti dal Regolamento ECSP in capo alle autorità locali.
- Portali. In tema di piattaforme di Equity Crowdfunding, sono due le principali novità che sono state introdotte a fine agosto:
 - Portali UE. Le piattaforme comunitarie di Equity Crowdfunding variano in termini di complessità e la Commissione ha scelto di regolamentare in maniera diversa le piattaforme: si propone di differenziare tra piattaforme che semplicemente facilitano l'incontro tra gli investitori e i soggetti che propongono i progetti e piattaforme che invece entrano attivamente nella formazione dei prezzi e nella predisposizione delle offerte, chiedendo quindi differenti requisiti di informativa per ciascun tipo di piattaforma e per differenti livelli di rischio.
 - Portali non UE. Le piattaforme di Paesi terzi che «vogliono offrire i loro servizi all'interno della UE dovrebbero essere autorizzate a farlo, nel momento in cui siano dotate di autorizzazione nei rispettivi stati terzi e si siano prese le giuste misure perché queste garantiscano il rispetto delle stesse regole imposte alle piattaforme europee.

Qualora la proposta entri in vigore, i vari player nazionali di portali di Equity Crowdfunding dovranno valutare se estendere il proprio servizio in tutta l'Unione Europea optando per il passaporto ECSP, oppure se continuare a concentrarsi unicamente sul mercato nazionale. Al contempo, è presumibile che i principali attori europei puntino ad internazionalizzarsi attraverso il suddetto

passaporto e, quindi, il settore potrebbe diventare maggiormente competitivo e con molteplici operatori coinvolti.

2.4.3 **Regolamento italiano**

L'Italia è stato il primo Paese europeo ad aver introdotto una disciplina specifica per il crowdfunding. In particolare il legislatore ha creato una normativa dedicata unicamente all'Equity-based Crowdfunding, mentre per gli altri modelli si usa riferirsi alla regolamentazione già esistente per modalità di finanziamento simili. Unica eccezione è il Lending Crowdfunding che è stato recentemente, anche se solo in minima parte, regolamentato all'interno delle nuove disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

Tale regolamento è frutto di un processo portato avanti in maniera collaborativa (“open and collaborative legislation”), in cui chiunque fosse stato interessato ha avuto modo di fornire i propri commenti e le proprie valutazioni ai testi offerti in pubblica consultazione.

La prima versione della regolamentazione del fenomeno Equity Crowdfunding introdotta a ottobre 2012 con il “Decreto Crescita 2.0” inizialmente, apriva il ricorso al finanziamento tramite Crowdfunding solo alle imprese con la qualifica di “Start-up innovative”. Successivamente, il “Decreto Investment Impact” del 2015 ha consentito l'accesso al crowdfunding anche alle aziende qualificate come “PMI innovative”, oltre a dare la possibilità anche a organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che investono prevalentemente in Start-up/PMI innovative di collocare online, tramite, appunto, l'Equity crowdfunding, i propri capitali (De Luca, 2015). Infine, il D.L. di aprile 2017 ha, definitivamente, esteso la possibilità di ricorrere all'Equity Crowdfunding a tutte le PMI con l'obiettivo quindi di allargare notevolmente la platea di società autorizzate a finanziarsi tramite tale strumento, dal momento che buona parte del tessuto imprenditoriale italiano è costituito, per l'appunto, da piccole e medie imprese nella forma di S.r.l.

In sostanza, il legislatore italiano, nel tentativo di supportare lo sviluppo economico del Paese, ha cercato da un lato di tutelare l'investitore (soprattutto

nel caso di investitori non qualificati, come, ad esempio, i privati cittadini) e dall'altro il corretto funzionamento del mercato (Alovisi, 2014).

2.5 QUALI SONO LE INIZIATIVE PIÙ ADATTE A RACCOGLIERE FINANZIAMENTI TRAMITE EQUITY CROWDFUNDING

Con il tempo, il fattore chiave che determinerà il tipo di iniziativa maggiormente indicata per raccogliere fondi tramite Equity Crowdfunding sarà il successo del modello nel fornire rendimenti, siano essi finanziari oppure no, e i benefici (anche in questo caso non si parla unicamente di quelli finanziari) che le imprese traggono dall'ottenere finanziamenti attingendo al crowd. Altri importanti determinanti includono:

In primis, la capacità del meccanismo di fornire alle imprese accesso ad ulteriori investimenti successivi. Molti imprenditori infatti potrebbero preferire attingere a fonti di capitale di rischio più convenzionali nella speranza che si possa instaurare una relazione che possa fruttare all'impresa ulteriori finanziamenti da parte del network di tali investitori. Le relazioni che l'imprenditore crea con gli investitori professionali può anche diventare un fattore quando si pensa alla sua qualità ed esperienza. La ricerca ha dimostrato che gli imprenditori cosiddetti "seriali", quelli che posseggono una naturale predisposizione verso l'iniziativa autonoma, tendono ad avere molto più successo nella crescita di nuove imprese (Gompers et al., 2010). Questi avranno spesso risorse personali e relazioni con investitori professionali che potrebbero ritenere preferibili alternative all'Equity Crowdfunding.

In secondo luogo, alcuni modelli di business e settori potrebbero essere più adatti di altri ad ottenere finanziamenti attraverso il Crowdfunding. Un chiaro esempio di ciò sono i "*Business to Consumer*" (le imprese B2C) ovvero quelle posizionate a valle dei loro mercati di appartenenza e che interagiscono direttamente con il consumatore finale. Per le start-up di questo tipo, verificare la trazione della potenziale base di clienti è parte integrante della capacità di dimostrare agli investitori la fattibilità della proposta. Secondo il fondatore di Symbid, piattaforma belga di Crowdfunding, testare la trazione del mercato sfruttando gli

investimenti ottenuti durante una campagna Crowdfunding da parte di investitori che sono allo stesso tempo consumatori, sarà un vantaggio significativo per le aziende che cercano ulteriori finanziamenti successivi. Modelli di business meno adatti all'utilizzo del Crowdfunding sono quelli che propongono innovazioni in aree tecnologicamente avanzate e all'avanguardia. Senza una conoscenza approfondita dell'area specifica, gli investitori "dilettanti" del crowd potrebbero essere riluttanti a investire il proprio denaro in un'iniziativa di cui non hanno una percezione immediata del valore.

Altri tipi di iniziative che potrebbero voler evitare l'utilizzo del Crowdfunding per cercare finanziamenti sono quelle che si sentono sensibili nel rendere pubbliche sulle piattaforme idee e dettagli finanziari. Anche quelle imprese che sono particolarmente ad alta intensità di capitale nelle prime fasi o quelle che necessitano di un supporto post-investimento che può essere offerto solo da investitori istituzionali potrebbero non trovare nel modello di Crowdfunding uno strumento adatto.

Infine, le iniziative incentrate sulla creazione di benefici sociali e sul profitto sono una categoria che potrebbe essere particolarmente buona per l'Equity Crowdfunding. Le motivazioni non finanziarie che spingono gli individui ad investire saranno più forti in questi casi, il che significa che le imprese potrebbero non aver bisogno di generare rendimenti elevati per attrarre investimenti. Queste motivazioni e il coinvolgimento che ne genererebbe potrebbero anche trasformare gli investitori in uno strumento di marketing più efficace per il business, soprattutto per coinvolgere gli altri nella campagna di Crowdfunding.

Con il tempo, questi fattori potranno indicare se e quanto le iniziative che utilizzeranno Equity Crowdfunding saranno simili a quelle che ad oggi cercano capitale di rischio sfruttando i canali tradizionali. A seconda dei tipi di iniziative che saranno più adatte all'utilizzo di tale strumento, e quindi del posizionamento dell'Equity Crowdfunding nel mercato dei finanziamenti per le imprese in early-stage, si potranno anche valutare le differenze tra i rendimenti offerti dalle campagne rispetto a quelli ottenuti dagli altri fornitori di capitale di rischio.

2.6 LA TRASPARENZA DEGLI INVESTITORI

La possibilità di poter osservare le informazioni sugli investitori che fino a quel momento hanno sostenuto una campagna è un fattore molto importante del modello Crowdfunding, soprattutto per quanto riguarda i segnali che vengono ricevuti dalla folla. Solitamente, gli individui che partecipano al finanziamento di un'iniziativa utilizzando tale strumento si dividono principalmente in due gruppi: uno composto da persone che hanno un rapporto personale con l'imprenditore, l'altro da individui qualsiasi che per qualche motivo hanno deciso di investire nell'iniziativa. Per tutti e due i gruppi, le motivazioni che li spingono a sostenere l'impresa utilizzando l'Equity Crowdfunding possono essere di carattere finanziario o non (quest'aspetto verrà approfondito nel capitolo successivo) (Collins and Pierrakis, 2012). Esempi di motivi non finanziari potrebbero essere l'aspirazione a sostenere un'impresa o un imprenditore locale, essere coinvolti in un'entusiasmante start-up tecnologica, o fattori sociali come il prestigio e la soddisfazione derivante dall'investire in giovani imprese. Questo insieme di motivazioni diventa importante quando i segnali vengono ricevuti dalla folla. Da un lato, gli investimenti da parte di amici e familiari, se non identificati come tali, potrebbero essere interpretati da altri investitori come investimenti basati principalmente sulle prospettive finanziarie dell'impresa. Ciò indurrebbe coloro che ricevono i segnali ad avere un pregiudizio positivo sulla percezione che la folla ha riguardo i potenziali ritorni economici dell'investimento.

Dall'altro lato, tuttavia, la presenza di finanziamenti da parte di amici e familiari può inviare un segnale positivo in merito all'affidabilità e alla capacità dell'imprenditore e alla sua determinazione nel tentare di ottenere un rendimento per gli investitori. Questi segnali possono offrire rassicurazioni agli investitori "estranei" i quali, viste le forti asimmetrie informative caratterizzanti l'Equity Crowdfunding, sono preoccupati riguardo l'impegno messo in campo dall'imprenditore per far sì che l'impresa abbia successo. Per entrambi i motivi, è vantaggioso garantire che tali investimenti siano trasparenti, in modo che tutti

gli investitori possano giudicare, analizzare e interpretare con precisione i segnali che ricevono.

Alcune analisi condotte dalle piattaforme stesse, dimostrano che anche investitori professionali investono tramite Equity Crowdfunding. Symbid, piattaforma belga, dice che circa il 30% del loro investimento proviene da investitori accreditati. La loro presenza può avere un impatto significativo sulla capacità della folla di selezionare le migliori imprese. Gli investimenti ricevuti da investitori professionali, se identificati come tali, costituirebbero un segnale forte delle potenzialità dell'impresa.

Riconoscere e poter identificare la presenza di diversi tipi di investitori può rendere più efficiente il Crowdfunding. Collins e Pierrakis (2012) propongono a riguardo una versione futura del modello secondo la quale si potrebbe avere un meccanismo che applica dei pesi al giudizio di ogni investitore a seconda della loro esperienza, dei risultati degli investimenti pregressi, ecc., consentendo nel contempo agli investitori di rimanere anonimi. In questo modo i segnali degli investitori diventerebbero molto più accurati e gli investimenti avrebbero meno probabilità di essere influenzati dagli investitori che prendono decisioni sbagliate. La folla stessa può essere utilizzata per raffinare i pesi assegnati agli investitori, catturando i feedback della folla rispetto alla partecipazione degli investitori nei forum in cui si discute delle potenzialità delle iniziative.

2.7 IL POTENZIALE DEL CO-INVESTIMENTO CON INVESTITORI PROFESSIONALI

Si ritiene che la partecipazione di investitori esperti dovrebbe essere un elemento necessario del Crowdfunding affinché possa rappresentare una protezione per gli investitori della folla. Questo modello di co-investimento tra investitori professionisti e dilettanti è un elemento che va senza dubbio esplorato per comprendere appieno il posizionamento dell'Equity Crowdfunding nel mercato dei finanziamenti per le startup. Gli investitori professionali apportano esperienza su una serie di fattori che contribuiscono al processo decisionale che porta all'investimento, favorendo quindi che non vi siano lacune nelle

conoscenze e nella comprensione delle iniziative da parte della folla (Brown et al., 2018). Tuttavia, la sfida principale per le piattaforme è quella di incentivarli a partecipare al modello, senza perdere però le caratteristiche innovative che lo contraddistinguono e che gli hanno fatto guadagnare l'appellativo di "democratizzazione della finanza".

Business Angel e Venture Capitalist, nello scegliere se e dove investire, valutano soprattutto gli aspetti relativi alla qualità dell'imprenditore. La maggior parte degli accordi infatti vengono raggiunti con iniziative segnalate da persone che fanno parte del loro network, ciò evidenzia che conoscere gli imprenditori è di fondamentale importanza e che investire in persone che sono (almeno inizialmente) estranee attraverso una piattaforma può essere poco attraente secondo il loro *modus operandi* (Ahlers et al., 2015). Tuttavia, si ritiene che l'Equity Crowdfunding possa avere una potenziale utilità per gli investitori professionali nel completamento di un round. La piattaforma belga MyMicroInvest offre un modello simile a questo, in cui gli investitori professionali investono prima con il pubblico e poi hanno l'opportunità di reinvestire un ulteriore 20-50% del totale dei fondi raccolti. La selezione delle iniziative che possono sfruttare l'integrazione tra folla e investitori professionali avviene così: la folla vota le iniziative per fare una prima selezione delle imprese, queste successivamente devono essere valutate dagli investitori professionali che decidono quelle su cui investire consentendo anche alla folla di contribuire alle stesse condizioni. Solo l'ultima parte dell'obiettivo da raccogliere è offerto in opzione agli investitori professionali così possono controllare la quantità di partecipazione della folla ed evitare situazioni in cui il loro investimento potrebbe essere seguito da un ammontare troppo elevato di denaro dal crowd.

Qualsiasi attività di co-investimento deve affrontare ulteriori sfide. La prima riguarda i "termini di investimento" poiché gli investitori professionali vorranno probabilmente essere ricompensati per il tempo che dedicano alla valutazione e al sostegno di un'impresa e potrebbero non essere disposti a investire alle stesse condizioni della folla. Un'altra sfida è la capacità dei partner professionali di fornire successivi finanziamenti. Il Crowdfunding non può essere considerato attraente a questo riguardo se non è in grado di fornire ulteriore capitale alle

aziende che ne hanno bisogno dopo aver concluso una campagna (Itenbert and Smith, 2017).

D'altro canto, ottenere finanziamenti da Business Angel e Venture Capital può essere molto dispendioso in termini di tempo e richiedere elevati costi amministrativi e legali. L'Equity Crowdfunding, in questo senso, offre un'alternativa semplificata, e l'opzione di un processo di investimento che riduce i costi di transazione potrebbe essere interessante. Ulteriori benefici, in questo caso non finanziari, che gli investitori professionali possono trarre dall'utilizzo del Crowdfunding per le imprese da loro finanziate, riguardano le potenzialità dello strumento per ottenere trazione e feedback per il business. Va tuttavia specificato che la polarizzazione degli investitori tra professionali e dilettanti utilizzata per delineare le questioni di cui sopra non rispecchia accuratamente la composizione della folla. La distribuzione degli investitori sarà probabilmente più a spettro (Block et al., 2018b). Jeff Lynn, co-founder della piattaforma inglese Seedrs, afferma che con l'Equity Crowdfunding si spera di attingere al cosiddetto "afflusso di massa", coloro che hanno una ricchezza significativa senza essere Business Angel. Si riferisce a persone come proprietari di piccole imprese o middle manager di grandi aziende che, sebbene non siano investitori professionali, sono lontani dall'essere dilettanti riguardo alle valutazioni di ciò che rende un business buono o cattivo. Queste persone non solo avrebbero maggiori possibilità di conoscere la differenza tra le iniziative promettenti e quelle che non lo sono, ma potrebbero anche essere più capaci a collaborare da un lato con le imprese e dall'altro con gli investitori professionali.

3 EQUITY CROWDFUNDING vs VENTURE CAPITAL E BUSINESS ANGEL: ANALISI DELLA LETTERATURA E CONFRONTO TRA I MODELLI

Le iniziative imprenditoriali spesso hanno bisogno di risorse monetarie per sopravvivere e crescere (Block et al., 2018a). Allo stesso modo, nuove attività in fase *seed*, *early* e *growth* spesso si prefiggono come obiettivo quello di assicurarsi finanziamenti in equity da fonti esterne (Drover et al., 2017; Kleinert et al., 2018). Le principali risorse esterne a cui attingono tali imprese includono Business Angel, finanziamenti da parte di società di Venture Capital e, più recentemente, l'impiego dell'Equity Crowdfunding (Bapna, 2017; Brown et al., 2018; Drover et al., 2017).

Nonostante questa tesi si concentri sull'Equity Crowdfunding, in questo capitolo verranno delineate ed utilizzate anche le scoperte empiriche relative alle forme di finanziamento in equity più tradizionali utilizzate in fase di early-stage. I motivi di questa scelta sono principalmente tre: in primis, nonostante il rinnovato interesse per la letteratura riguardo l'Equity Crowdfunding, il campo di ricerca è ancora ai primi sviluppi e può quindi trarre beneficio da conclusioni relative ad aree di ricerca adiacenti. Infatti, molta ricerca sull'Equity Crowdfunding si è costruita tramite risultati inerenti alla letteratura che riguarda Business Angel e Venture Capital (Bretschneider et al., 2014; Cholakova and Clarysse, 2015; Piva and Rossi-Lamastra, 2018; Venturelli et al., 2018). Allo stesso modo, diverse ipotesi su cui l'analisi condotta durante la tesi si basa sono costruite utilizzando risultati tratti da queste fonti adiacenti di finanziamento equity early-stage.

Il secondo motivo ha a che fare con il recente aumento delle attività di Equity Crowdfunding e della relativa ricerca: la letteratura che incorpora e paragona diverse forme di finanziamento early-stage è rilevante per la comprensione delle

dinamiche di evoluzione del mercato dei finanziamenti ed il ruolo di diversi provider finanziari all'interno di tale settore (Hornuf and Schwienbacher, 2016; Tuomi and Harrison, 2017). Business Angel e Venture Capital sono sempre più attivi sulle piattaforme di Equity Crowdfunding (Baeck et al., 2014; Brown et al., 2018; Wright et al., 2015) e risulta che l'ottenimento di un finanziamento da parte di investitori esperti è positivamente correlato ad iniziative di successo nell'Equity Crowdfunding (Kleinert et al., 2018; Mamonov and Malaga, 2018). Mentre alcuni studiosi hanno espresso preoccupazioni su questa nuova forma di fundraising sostenendo che essa rappresenti una minaccia considerevole per le forme più tradizionali di finanziamenti in equity (Vulkan et al., 2016), altri lo accolgono come un valido strumento complementare (Tuomi and Harrison, 2017). Allo stesso tempo preoccupazioni sono state sollevate riguardo il fatto che l'utilizzo dell'Equity Crowdfunding possa essere letto come un segnale di debolezza per una startup: le iniziative imprenditoriali più promettenti riescono ad attrarre finanziamenti di Venture Capital o Business Angel, mentre laddove i progetti sono meno allettanti, potrebbero avere bisogno di appellarsi all'Equity Crowdfunding vista la mancanza di alternative (Walthoff-Borm et al., 2018).

In terzo luogo, estendere la letteratura relativa all'Equity Crowdfunding all'intero contesto del mercato dei finanziamenti delle imprese in early-stage e confrontarla quindi con quella delle altre forme di finanziamento, aiuta a comprendere il posizionamento e la legittimazione del campo di ricerca di questo nuovo fenomeno nella più ampia letteratura dei finanziamenti per startup (Mochkabadi and Volkmann, 2018).

La prima parte di questo capitolo è dedicata all'analisi della letteratura sull'Equity Crowdfunding, con un focus specifico sulle motivazioni che spingono gli investitori ad utilizzare tale strumento. Prima di tutto, viene inserito l'Equity Crowdfunding nel più ampio contesto del mercato di finanziamento in early-stage, dopodiché seguirà una disamina delle forme più tradizionali quali Venture Capital e Business Angel. La sezione si conclude con un confronto tra queste differenti forme di finanziamento in equity e con una sintesi riguardante la peculiare posizione dell'Equity Crowdfunding in tale mercato.

3.1 EQUITY CROWDFUNDING

L'Equity Crowdfunding è emerso all'inizio del 2010 come un nuovo strumento di finanziamento utilizzato prevalentemente da quelle attività imprenditoriali che si trovavano nella fase iniziale del loro ciclo di vita. Durante questi anni, in linea con una forte crescita del mercato, è accresciuto anche il numero di studi che si sono occupati dell'argomento (Martínez-Climent et al., 2018).

Questa sezione presenta una panoramica sulla letteratura dell'Equity Crowdfunding coprendo gli aspetti relativi l'imprenditorialità, il management e la finanza, mentre restano fuori dall'analisi le parti riguardanti le leggi e regimi regolatori

3.1.1 Panoramica sulla letteratura dell'Equity Crowdfunding

L'Equity Crowdfunding offre alle imprese un'opportunità per ricercare e assicurarsi investimenti tramite l'utilizzo di piattaforme digitali (Estrin et al., 2018; Horvát et al., 2018). Oltre ad offrire uno strumento online utile agli imprenditori per presentare il proprio business ("*pitching*") e di supporto agli investitori per le loro attività di investimento, tali piattaforme consentono alti livelli di visibilità digitale, concedendo a tutti i potenziali investitori la possibilità di vedere in tempo reale l'importo totale già investito e il numero di investitori già impegnato in una campagna (Kim e Viswanathan, 2018). È stato osservato, infatti, che gli investitori sfruttano la trasparenza di tale strumento, ad esempio, per raggrupparsi e investire in quei progetti già finanziati da investitori esperti, e mantenendosi lontani da quelli finanziati dai "dilettanti" del crowd (Wick e Ihl, 2018).

Mentre si è visto che i contributi provenienti da familiari e amici hanno un ruolo importante nelle forme di Crowdfunding diverse dall'Equity-based (Agrawal et al., 2013), è stato notato che nell'Equity Crowdfunding le persone che hanno legami con l'impresa hanno un ruolo più limitato (Ahlers et al, 2015; Vismara, 2018a). Infatti, secondo un sondaggio condotto da Guenther et al. (2014), solo il 4% di investitori di Equity Crowfundng sono familiari o amici degli imprenditori. Allo stesso modo, il set di dati proveniente dal database di una

piattaforma Equity Crowdfunding indica che il 3% del capitale investito proviene da persone che in qualche modo sono connesse con l'impresa (Guenther et al., 2018). Piuttosto che sfruttare le reti esistenti, gli imprenditori che gestiscono campagne di Equity Crowdfunding tendono a fare uno sforzo e sfruttarlo il più possibile per creare nuovi legami ed espandere le loro reti attraendo nuovi investitori tramite la piattaforma (Brown et al., 2018). Tuttavia, alcune ricerche hanno anche suggerito che i social network dei team delle startup svolgono un ruolo significativo nell'influenzare il successo finanziario di una campagna di Equity Crowdfunding (Vismara, 2016).

Gli investitori in Equity Crowdfunding sono un gruppo molto eterogeneo di individui con diversi livelli di background professionale ed educativo e differenti esperienze di investimento (Guenther et al., 2018). Finora, la maggior parte degli investimenti in Equity Crowdfunding sono stati fatti da soggetti provenienti dalla stessa nazione di provenienza della startup e da persone che non sono investitori professionali. Ad esempio, nel campione australiano di Guenther et al. (2018), solo il 10% degli investitori di Equity Crowdfunding è qualificato come accreditato o professionista, e una percentuale ancora inferiore (9%) era composto da investitori transfrontalieri.

Sebbene in termini di mercato l'espansione dell'Equity Crowdfunding sta diventando sempre più rilevante e potrebbe avere implicazioni significative nei finanziamenti di nuove iniziative (White e Dumay, 2017), dal punto di vista degli investitori tale strumento ha ancora una considerazione marginale, la maggior parte di essi, infatti, descrive le somme che investono tramite Equity Crowdfunding come "piccole" e dichiara che rappresentano una parte ridotta del loro portafogli di investimento totale (Estrin et al., 2018).

L'esistenza di piattaforme che mettono in comunicazione diretta iniziative imprenditoriali e potenziali investitori riducono i costi di transazione per entrambe le parti (Lissowska, 2018). Le piattaforme di Equity Crowdfunding utilizzano processi di investimento standardizzati, forniscono prontamente agli investitori ed alle startup in cerca di finanziamenti l'infrastruttura legale e tecnica necessaria per fare e ricevere investimenti, contribuendo così a ridurre

significativamente i costi di transazione (Hornuf e Schmitt, 2017; Löher, 2017). Un altro aspetto che contribuisce a ridurre i costi di transazione è legato al fatto che le imprese hanno raramente bisogno di creare un prospetto costoso viste le dimensioni relativamente ridotte dei finanziamenti richiesti tramite Equity Crowdfunding (Hornuf e Schwienbacher, 2018). In effetti, i costi di transazione a basso costo per l'investitore sono determinanti per giustificare la realizzazione dei piccoli investimenti spesso prevalenti nell'Equity Crowdfunding (Hornuf e Schwienbacher, 2015).

Gli imprenditori che cercano finanziamenti tramite l'Equity Crowdfunding generalmente definiscono i dettagli dell'offerta azionaria in anticipo con il supporto della piattaforma di crowdfunding. Quindi questo implica che gli investitori non hanno la possibilità di negoziare sui termini delle transazioni ma possono decidere solamente se, quando e quanto investire (Hornuf e Schmitt, 2017).

Le iniziative imprenditoriali possono condurre campagne di Equity Crowdfunding in fasi molto anticipate del loro ciclo di vita ma non solo (Cumming e Vismara, 2017; Horvatinović e Orsag, 2018), infatti, anche se più raramente, possono condurre tali campagne anche in una fase di crescita in cui hanno già raggiunto la penetrazione del mercato e sono diventate finanziariamente stabili (Paschen, 2017). Di conseguenza, gli investimenti in Equity Crowdfunding sono caratterizzati tipicamente da un livello di incertezza e di rischio molto alto, poiché le iniziative finanziate potrebbero fallire anche subito dopo la campagna (Signori e Vismara, 2016; Walthoff-Borm et al., 2018).

Il processo di valutazione del target di investimento da parte del crowd tende ad essere molto limitato. In linea con la razionalità limitata (Simon, 1991), ciò ha senso dal punto di vista economico considerando gli investimenti relativamente piccoli (Ahlers et al., 2015). Un sondaggio riguardante investitori in Equity Crowdfunding condotto da Guenther et al. (2014) ha rilevato che, in media, gli investitori spendono meno di un'ora per studiare il piano aziendale, meno di un'ora sulla pagina della campagna, e meno di un'ora per studiare la home page dell'impresa. Tuttavia, mentre le attività di due diligence da parte di investitori

di Equity Crowdfunding individuali sono molto limitate, le piattaforme dedicano tempo e sforzi significativi per valutare ciascuna impresa prima di decidere in merito alla sua applicabilità, offrendo così agli investitori un certo livello di garanzia della qualità delle iniziative (Cumming et al., 2018; Guenther et al., 2018).

Così come si è visto con il limitato processo di due diligence, allo stesso modo, investire tempo e sforzi in comunicazioni ad personam durante una campagna di Equity Crowdfunding ha poco senso sia per il crowd che mediamente investe importi di piccole dimensioni sia per imprenditori alla ricerca di finanziamenti (Moritz et al., 2015). Infatti, la stragrande maggioranza degli investitori di Equity Crowdfunding non comunica direttamente con l'imprenditore sfruttando tutti i mezzi che ha a disposizione (sia esso online, telefonico o faccia a faccia) (Guenther et al., 2014; Moritz et al., 2015). Piuttosto, gli imprenditori e gli investitori utilizzano comunicazioni digitali pseudo-personali, come video, canali di relazioni con gli investitori online e social media, che permettono agli investitori di formarsi un'opinione sull'impresa e sulla sua gestione (Moritz et al., 2015). Inoltre, gli imprenditori utilizzano strategicamente la sezione messa a disposizione dalle piattaforme dedicate agli aggiornamenti della campagna rivolti a comunicare “a senso unico” con il crowd e con i potenziali investitori (Dorfleitner et al., 2018).

Le analisi relative alla geografia degli investimenti in Equity Crowdfunding ha rilevato che questi sono influenzati dalla distanza (Hornuf e Schmitt, 2017), gli investitori tendono a investire in startup a loro vicine quando si tratta di investimenti nazionali, viceversa, se investono oltre confine la distanza geografica non ha più alcuna influenza (Guenther et al., 2018). Inoltre, si è visto che gli investitori evitano le transazioni in valuta estera (Niemand et al., 2018) e che quelli transfrontalieri favoriscono i team con cui condividono la nazionalità (Maula e Lukkarinen, 2018).

I sostenitori di Equity Crowdfunding, solitamente, non hanno interesse nel ricoprire cariche formali o ruoli consultivi nelle attività, e in genere, al di fuori dell'investimento sostenuto, hanno un'influenza molto limitata su di esse. Alcuni

investitori, tuttavia, diventano informalmente coinvolti, offrendo alle imprese i benefici di reti ampliate e nuove competenze (Brown et al., 2018). I diritti generali degli azionisti variano in base al paese e alla piattaforma. Mentre alcune piattaforme richiedono l'uso della stessa classe di azioni per gli investitori di Equity Crowdfunding e per gli altri investitori azionari (Vismara, 2018a), altri ancora offrono patti parasociali in cui le azioni offerte tramite il crowdfunding formano una classe separata di azioni senza diritto di voto (Frydrych et al., 2014; Hornuf e Neuenkirch, 2017; Ivanov e Knyazeva, 2017; Tuomi e Harrison, 2017, Walthoff-Borm et al., 2018).

3.1.2 Le motivazioni che spingono ad utilizzare l'Equity Crowdfunding

L'attività di Equity Crowdfunding è guidata dalle azioni di quattro stakeholder chiave. In linea con lo scopo della tesi, questa sezione presenta la letteratura sulle motivazioni d'investimento, in particolare, sulle ragioni che spingono da un lato il crowd ad utilizzare le piattaforme per investire e dall'altro gli imprenditori ad affidarsi al Crowdfunding per raccogliere fondi. Le prospettive adottate sono dunque quella dell'attività di fundraising e quella di investimento del crowd.

Le asimmetrie informative nell'Equity Crowdfunding sono rilevanti, dal momento che i potenziali investitori hanno molta meno conoscenza delle iniziative di raccolta fondi di quanto non ne abbiano gli imprenditori (Piva e Rossi-Lamastra, 2018). Le elevate asimmetrie informative tra imprenditori e investitori rappresentano una dei fattori principali che possono ostacolare fortemente lo sviluppo di tali mercati di finanziamento alternativo delle startup (Leland e Pyle, 1977). Tuttavia, queste asimmetrie possono essere parzialmente mitigate attraverso una varietà di segnali osservabili dai potenziali investitori che riguardano l'attrattività dell'opportunità di investimento e la correlata qualità dell'impresa (Ahlers et al., 2015). In effetti, oltre a quelli classici riguardanti i metodi di finanziamento tradizionali, nel determinare le attività di investimento tramite Equity Crowdfunding sussistono una moltitudine di motivazioni e meccanismi di grande importanza per comprendere a pieno il fenomeno.

3.1.2.1 Le caratteristiche delle campagne

Sono molteplici gli aspetti facilmente osservabili di una campagna, che possono essere influenzati però dal tipo di iniziativa e dal tipo di piattaforma prima o durante la campagna stessa, che è stato verificato possano influenzare l'interesse degli investitori e i volumi d'investimento.

La visualizzazione di un video introduttivo sulla pagina principale della campagna è stata giudicata positivamente sul successo del finanziamento, probabilmente perché rappresenta uno strumento complementare a disposizione delle imprese per fornire informazioni e perché può trasmettere più facilmente un messaggio positivo ai potenziali investitori circa l'attività degli imprenditori (Li et al., 2016). Inoltre, la lunghezza dei video è correlata positivamente alla probabilità di successo, in quanto può essere letto come un ulteriore sforzo di trasparenza da parte del team che vuole trasmettere informazioni sulla qualità dell'impresa e sull'impegno imprenditoriale (Vismara et al., 2017).

Gli imprenditori, solitamente insieme alle piattaforme, definiscono l'investimento minimo necessario ad ogni investitore per partecipare al finanziamento. È stato dimostrato che una quota minima di partecipazione più inferiore è collegata ad un numero maggiore di investitori e di capitale totale raccolto, dal momento che riesce a coinvolgere una parte di investitori che non sono disposti o non sono in grado di investire somme maggiori; inoltre, un minore livello di investimento minimo richiesto si traduce in minori rischi di perdita dell'investimento qualora la startup dovesse fallire (Hornuf e Schwienbacher, 2017). In effetti, un requisito minimo d'investimento sufficientemente ridotto è stato dichiarato dagli investitori come uno dei criteri decisionali più importanti.

Alcune ricerche sull'Equity Crowdfunding hanno suggerito che la durata della campagna potrebbe essere negativamente associata al successo della campagna, poiché una durata più breve può spingere gli investitori ad agire rapidamente, e perché una durata più limitata può anche essere interpretata come un segno di determinazione degli imprenditori. Tuttavia, i risultati relativi ad una possibile correlazione positiva tra durata e successo della campagna non hanno raggiunto

un consenso finale. Piva e Rossi-Lamastra (2018) e Vismara (2018) hanno riscontrato infatti che la durata della campagna non è un fattore predittivo significativo del successo della stessa. Vale la pena notare però che alcune piattaforme consentono la chiusura anticipata delle campagne se queste non ottengono lo slancio iniziale desiderato (Vismara et al., 2017) o se raggiungono l'obiettivo di finanziamento in anticipo (Vismara, 2018); in tal senso tali piattaforme possono presentare rispettivamente una sottostima o sovrastima degli investimenti per le campagne di minor durata.

I risultati riguardanti la relazione tra l'obiettivo target della campagna che gli imprenditori prefissano prima del suo avvio e il risultato della stessa non sono unanimi. Alcuni articoli hanno rilevato che gli obiettivi di finanziamento sono fattori negativi del successo della campagna (Piva e Rossi-Lamastra, 2018; Vismara et al., 2017; Vulkan et al., 2016). Risulta evidente che un obiettivo più alto implica che la campagna debba ricevere una maggiore quantità di denaro affinché sia di successo. Questi risultati possono anche essere correlati ai segnali di ritenzione azionaria (Ahlers et al., 2015, Vismara, 2016), in quanto gli obiettivi target più bassi sono connessi con la volontà degli imprenditori a mantenere più equity per loro stessi (Vismara et al., 2017). Infatti, mentre l'analisi univariata di Ahlers et al. (2015) indica che le campagne di successo hanno obiettivi di finanziamento significativamente più bassi rispetto alle campagne fallite, i modelli di regressione che includono anche una misura della ritenzione del capitale, non trovano relazioni significative tra obiettivo di finanziamento e il numero di investitori o l'importo del finanziamento. Anzi, il ragionamento di Hakenes e Schlegel (2014) è giunto a trovare una relazione debole e positiva tra i finanziamenti, l'importo obiettivo e il numero di investitori. Obiettivi di finanziamento più elevati possono offrire una maggiore sicurezza agli investitori, dal momento che il loro investimento sarà realizzato solo se un importo sufficiente è investito anche da altri soggetti. Signori e Vismara (2016) mostrano che obiettivi più ampi consentono agli imprenditori di intraprendere azioni più concrete verso la crescita delle imprese. Infatti, mostrano che le imprese con obiettivi di finanziamento più elevati di Equity

Crowdfunding sono più propensi a compiere offerte successive pur di raggiungere l'obiettivo.

Poiché gli investimenti azionari di crowdfunding vengono generalmente effettuati da società in early-stage, l'incertezza e i rischi legati ai risultati dell'investimento sono elevati (Kleinert et al., 2018). Gli investitori preferiscono prendere questi rischi quando sono a conoscenza dei possibili scenari e delle loro probabilità, piuttosto che possedere solo informazioni di rischio ambigue (Ahlers et al., 2015). Infatti, fornire informazioni sui rischi ha dimostrato di avere un impatto positivo sull'attività di investimento (Ahlers et al., 2015).

I risultati delle analisi riguardanti l'influenza degli aggiornamenti pubblicati dagli imprenditori sul sito della campagna dimostrano l'utilità di tale sezione messa a disposizione dalle piattaforme. Gli aggiornamenti hanno un impatto positivo sulla raccolta di fondi, in quanto possono trasmettere messaggi sul valore di rischio ai potenziali investitori in modo affidabile e facilmente osservabile, riducendo così i costi di ricerca per gli investitori (Angerer et al., 2017; Block et al., 2018b; Hornuf e Schwienbacher, 2018; Li et al., 2016). Tuttavia, Block et al. (2018) evidenziano anche che l'impatto positivo di ciascun aggiornamento aggiuntivo non tende all'infinito, poiché un numero eccessivo di aggiornamenti può comportare la perdita di credibilità. Gli stessi hanno notato anche che il contenuto dell'aggiornamento è importante: in tal senso, gli aggiornamenti sugli sviluppi e sulle azioni fatte dagli imprenditori durante la campagna sono considerati più rilevanti dagli investitori.

In presenza di asimmetrie informative, gli imprenditori possono segnalare la qualità dell'impresa a potenziali investitori offrendo di vendere solo una parte relativamente piccola della loro impresa nella campagna di EC e quindi mantenendo una porzione più ampia di equity (Ahlers et al., 2015). I risultati relativi agli effetti del mantenimento di equity da parte degli imprenditori sono non uniformi (Block et al., 2018b), la letteratura infatti sembra indicare tale fenomeno sia legato positivamente al successo (Ahlers et al., 2015; Vismara, 2016) o in modo debolmente positivo o insignificante (Ralcheva e Roosenboom, 2016). Rappresenta invece un segnale sicuramente positivo rispetto al successo

del finanziamento l'importo dell'impegno finanziario che gli imprenditori hanno investito nell'impresa prima della campagna (Löher et al., 2018).

Quelle viste finora erano le motivazioni su cui principalmente si è concentrata la letteratura fino ad oggi, ovvero quelle che legano le attività di investimento alle caratteristiche di una campagna. Alcuni ricercatori però hanno condotto tale indagine rivolgendosi direttamente ai potenziali investitori e chiedendogli quali sono i fattori che influenzano le loro decisioni e la loro volontà di investire (Mochkabadi e Volkmann, 2018). I criteri di decisione che i rispondenti hanno evidenziato come importanti comprendono il livello di informazione e di trasparenza percepita della pagina della campagna, la chiarezza e l'unicità dell'idea di business e dei prodotti, le caratteristiche dell'imprenditore e del team, una spiegazione riguardante il previsto utilizzo dei fondi richiesti nella campagna, la percezione di apertura e affidabilità, e la presenza di un investitore primario credibile (Bapna, 2017; Kang et al., 2016; Moritz et al., 2015; Ordanini et al., 2011).

3.1.2.2 Le caratteristiche delle iniziative

Oltre alle caratteristiche della campagna, influiscono nelle decisioni degli investitori anche le caratteristiche delle iniziative che richiedono il finanziamento. In questa sezione infatti andremo ad analizzare la letteratura che ha indagato sulle relazioni esistenti tra le attività di investimento in Equity Crowdfunding e i tipi di iniziative che lanciano la campagna.

Il capitale umano rappresentato dagli imprenditori, inteso come misura dalle capacità aziendali e dell'esperienza imprenditoriale, può guidare il successo della campagna, in quanto può rappresentare un segnale abbastanza affidabile sulla qualità dell'iniziativa (Piva e Rossi-Lamastra, 2018). Un esperimento condotto su un campione casuale da Bernstein et al. (2017) indica che i potenziali investitori sono fortemente influenzati dalle informazioni sul team. Sostengono che ciò è causato dalla stretta dipendenza che c'è tra il successo di un business e le capacità operative e decisionali degli imprenditori.

Allo stesso modo, il capitale sociale degli imprenditori è positivamente correlato al successo della campagna, poiché favorisce gli investimenti delle persone che fanno parte del network degli imprenditori stessi e permette il diffondersi delle informazioni sull'opportunità d'investimento (Vismara, 2016). Per quanto riguarda il capitale intellettuale, i diritti di proprietà intellettuale relativi all'iniziativa possono inviare un segnale ai potenziali investitori sulle capacità di innovazione dell'impresa, sulle capacità manageriali e sulla qualità del business (Ralcheva e Roosenboom, 2016). Inoltre, creano barriere all'ingresso dei concorrenti e quindi potrebbero essere fonte di vantaggio competitivo nel lungo termine (Piva e Rossi-Lamastra, 2018). Allo stato attuale, i risultati della ricerca non sono unanimi sul fatto che promuovere il possesso dei diritti di proprietà intellettuale durante una campagna di Equity Crowdfunding sia positivo (Piva e Rossi-Lamastra, 2018; Ralcheva e Roosenboom, 2016) o no (Ahlers et al., 2015; Kleinert et al. 2018) rispetto al successo della stessa.

I Business Angel e le società di Venture Capital in genere conducono un'ampia due diligence sui loro potenziali obiettivi di investimento (Fried e Hisrich, 1994; Van Osnabrugge, 2000). Di conseguenza, le imprese che hanno già ottenuto finanziamenti da tali investitori professionali hanno maggiori probabilità di raccogliere fondi con successo in campagne di Equity Crowdfunding, dal momento che la presenza di questi investitori più esperti contribuisce a diminuire l'effetto negativo di asimmetrie informative tra gli imprenditori e i potenziali investitori (Kleinert et al., 2018; Mamonov e Malaga, 2018).

Vismara (2018) offre uno studio empirico sul fatto che imprese orientate al business facendo attenzione agli aspetti ecologici e di sostenibilità ambientale attirano un numero maggiore di investitori durante le campagne di Equity Crowdfunding rispetto ad altre imprese, forse perché queste si appellano alla comunità e ai valori di cooperazione dominanti tra i piccoli investitori. D'altro canto, però, si è visto che gli investitori più grandi e quelli professionali tendono a preferire altre iniziative, per cui, non si può affermare che l'orientamento alla sostenibilità faccia aumentare la probabilità di successo della campagna (Vismara, 2018).

È stato dimostrato che gli investitori di Equity Crowdfunding provano a ridurre il rischio di fallimento dell'investimento evitando di finanziare imprenditori che sono stati precedentemente protagonisti di un fallimento aziendale, a meno che non vi siano evidenze che il fallimento è stato dovuto alla sfortuna e che l'imprenditore è esperto (Zunino et al., 2017). In questo senso, il successo imprenditoriale passato degli imprenditori può favorire il successo nella ricerca di finanziamenti tramite Equity Crowdfunding.

Infine, Mahmood et al. (2019) suggeriscono che loghi più complessi possono essere interpretati dai potenziali investitori come indicatore di innovatività delle startup e che rappresentano quindi un fattore positivo per attirare investimenti in una campagna di Equity Crowdfunding.

3.1.2.3 I comportamenti degli investitori

Nel contesto dei mercati azionari pubblici, il processo di investimento tramite Equity Crowdfunding presenta un livello piuttosto unico di trasparenza e visibilità dei progressi. Ad esempio, quando si parla di Offerta Pubblica Iniziale, gli investitori non sanno prima della fine dell'offerta quanti soldi sono già stati sottoscritti e da quanti altri investitori (Vismara, 2016). Sulla maggior parte delle piattaforme di crowdfunding, invece, gli utenti possono seguire i progressi della campagna in tempo reale e vedere il numero di investimenti e di investitori, l'importo totale già investito nella campagna e i commenti relativi agli investimenti sottoscritti da altri utenti (Ahlers et al., 2015; Hornuf e Schwienbacher, 2018). Di conseguenza, quando prendono le loro decisioni di investimento con informazioni inevitabilmente imperfette, gli investitori osservano non solo le caratteristiche preesistenti della campagna e della startup, ma anche le dinamiche di finanziamento che hanno caratterizzato la campagna fino a quel momento, potendo fare affidamento, almeno parzialmente, sul comportamento di altri per migliorare i loro criteri decisionali (Vismara, 2018).

Le campagne con un numero maggiore di investitori iniziali hanno maggiori probabilità di avere successo, probabilmente perché i primi investimenti inviano un segnale di fiducia a potenziali investitori futuri e perché questi ultimi possono

contribuire al passaparola intorno alla campagna (Vismara, 2018; Vulkan et al., 2016). Inoltre, la dimensione dei primi investimenti è un fattore positivo che influisce sulla successiva attività di investimento, in quanto grandi investimenti possono inviare un segnale che l'investitore possiede una conoscenza della campagna che gli altri non hanno (Hornuf e Schwienbacher, 2018; Vulkan et al., 2016; Åstebro et al., 2018). Allo stesso modo, la quantità di tempo trascorso dall'ultimo investimento ha un effetto negativo sulla probabilità e la dimensione degli investimenti, dal momento che un'assenza di investimenti può essere indicativa di una mancanza di investitori che sarebbero in possesso di buone informazioni private sulla campagna (Åstebro et al., 2018). Gli investitori tendono in particolare a rivolgersi a investitori esperti (Wick e Ihl, 2018). Tale comportamento è stato anche evidenziato nel contesto dell'Equity Crowdfunding di tipo "asta", dove l'importo che è già stato investito nello stesso giorno è positivamente correlato alla disponibilità degli investitori a finanziare il progetto (Hornuf e Neuenkirch, 2017).

Anche i commenti positivi fatti da precedenti investitori hanno un effetto positivo sull'attività di investimento, poiché possono contenere informazioni positive sull'attrattiva del prodotto, del mercato, o dell'impresa in generale (Hornuf e Schwienbacher, 2018).

3.1.2.4 Le ricompense

Infine, ciò che spinge il crowd a investire tramite Equity Crowdfunding sono le ricompense che questi possono ottenere dall'investimento. Le motivazioni possono essere intrinseche, nel qual caso l'azione è intrapresa perché è intrinsecamente gratificante, o estrinseca, in cui l'azione è intrapresa con l'obiettivo di ottenere un risultato finanziario (Ryan e Deci, 2000).

La letteratura sulle motivazioni degli investitori nell'Equity Crowdfunding ha suggerito che gli investimenti sarebbero motivati principalmente dall'obiettivo di ottenere rendimenti finanziari (Cholakova e Clarysse, 2015), per ragioni intrinseche come ottenere soddisfazione personale (Schwienbacher e Larralde, 2012), o da una combinazione di entrambi i fattori (Collins e Pierrakis, 2012;

Daskalakis e Yue, 2017). Ulteriori ricerche hanno evidenziato che, mentre gli investitori di Equity Crowdfunding possono essere motivati da diversi fattori come la possibilità di ricevere riconoscimenti, di influenzare positivamente la propria reputazione creandosi un'immagine online, e per ricevere ritorni o premi, le loro motivazioni non includeranno motivi altruistici (Bretschneider e Leimeister, 2017). In effetti, le motivazioni alla base degli investimenti in Equity Crowdfunding sono molto eterogenee (Niemand et al., 2018). Mentre alcuni investitori di Equity Crowdfunding finanziano i progetti per ragioni finanziarie, altri sono mossi dalla volontà di aiutare l'imprenditore o di essere parte del progetto dell'impresa. Le motivazioni variano fortemente a seconda dell'investitore e della campagna (Niemand et al., 2018).

3.2 BUSINESS ANGEL

Sebbene la definizione di Business Angel vari in base al contesto (Avdeitchikova et al., 2008), un modo comune per definirli è come individui facoltosi, in genere con background imprenditoriali, che investono i propri soldi in iniziative con cui non hanno nessuna connessione familiare (Mason e Harrison, 2008). Oltre all'esperienza imprenditoriale, i Business Angel hanno spesso esperienza in ruoli aziendali e di consulenza (Politis e Landström, 2002).

Tradizionalmente, questi investitori professionali hanno offerto un mezzo importante alle imprese per ottenere investimenti in equity una volta che l'impresa aveva esaurito i fondi disponibili degli imprenditori, amici, e famiglia (Scarborough, 2011).

Nonostante il rendimento finanziario sia la motivazione di base che spinge i Business Angel ad investire, non è l'unica ragione per cui queste figure investono. Anche i Business Angel, come abbiamo visto per gli investitori in Equity Crowdfunding, sono motivati dalla possibilità di entrare a far parte nei processi di crescita di nuove imprese, dalla volontà di aiutare e proporsi come mentori agli imprenditori, e da un sentimento di divertimento (Harrison and Mason, 2007; Morrissette, 2007; Sudek, 2006; Van Osnabrugge, 2000; Wilson e Testoni, 2014). In effetti, mentre gli affari dei Business Angel differiscono

enormemente nel loro livello di coinvolgimento nelle aziende in cui hanno investito, molti assumono ruoli relativamente attivi come membri del consiglio di amministrazione, consulenti o mentori (Fili e Grünberg, 2016; Sørheim e Landström, 2001).

Sebbene i Business Angel siano tipicamente considerati come una categoria di investitori, essi posseggono diverse caratteristiche. Sullivan e Miller (1996) hanno diviso i Business Angel in tre gruppi che differiscono tra loro per le motivazioni che li spingono ad investire. Quelli del primo gruppo sono esclusivamente motivati da benefici economici, il secondo gruppo è composto dagli Angel che enfatizzano l'aspetto del divertimento degli investimenti; infine gli Angel del terzo gruppo investono per ragioni altruistiche. Evidenziando la natura eterogenea degli investitori informali, Sørheim e Landström (2001) li hanno divisi in quattro categorie basate sui loro livelli di competenza e attività di investimento. Queste categorie differiscono tra loro in termini di esperienza imprenditoriale degli investitori, capitale disponibile da investire, orizzonti di investimento, e reti di investitori. Oltre alle differenze a livello di investimenti, i singoli Business Angel possono agire in modi diversi a seconda dei contesti in cui operano (Avdeitchikova et al., 2008).

A livello aggregato, i principali criteri decisionali utilizzati per le scelte di investimento riguardano sostanzialmente le qualità dell'imprenditore e del team management. I fattori di cui i Business Angel tengono conto includono la passione dell'imprenditore, l'impegno e l'affidabilità, così come la qualità del team completo. Ulteriori criteri riguardano l'affidabilità del piano aziendale, il potenziale guadagno dell'impresa, l'attrattività del mercato, la valutazione e l'opportunità di exit (Prowse, 1998; Sudek, 2006).

Molti Business Angel si raggruppano in vere e proprie reti di investitori, che condividono e scambiano tra loro capacità di selezione, monitoraggio delle imprese target e opportunità di co-investimento (Bonini et al., 2018). Per esempio, le linee guida d'investimento della European Business Angel Network (EBAN) propongono i seguenti requisiti per gli obiettivi di investimento: convalida della domanda, un prodotto in fase di sviluppo, una strategia di exit

sufficientemente chiara, realistica e con un adeguato ritorno sull'investimento (EBAN, 2014). Il network incoraggia i Business Angel a confrontarsi tra loro sui potenziali obiettivi di investimento in termini di prodotti, mercati, team, proiezioni finanziarie e piani aziendali (Sophia Business Angels, 2011).

3.3 VENTURE CAPITAL

Le società di Venture Capital sono un aggregato di investitori professionali che raccolgono denaro da individui e investitori di terze parti per investire in iniziative imprenditoriali ad alto potenziale (Sahlman, 1990). La motivazione sottostante l'attività di investimento dei Venture Capitalist è finanziaria, in quanto i guadagni sui loro investimenti e il soddisfacimento dei requisiti di rendimento interno ed esterno sono generalmente la ragione fondamentale dell'esistenza di fondi di Venture Capital (Sudek, 2006). Il loro team è composto in genere da professionisti degli investimenti con esperienza nel settore bancario, della consulenza o dell'industria (Wilson e Testoni, 2014).

L'origine delle opportunità di investimento ha tre fonti principali. I potenziali obiettivi di finanziamento possono contattare direttamente le società di Venture Capital, le società di Venture Capital possono cercare attivamente obiettivi, i potenziali target sono raccomandati ai Venture Capitalist da terze parti, come ad esempio altre società di Venture Capital o conoscenti personali (Tyebjee e Bruno, 1984). Le imprese target vengono solitamente presentate ai Venture Capital in relazione all'opportunità e alle potenzialità dell'affare specifico, sebbene alcuni studi evidenziano come la probabilità di investimento sia maggiore in presenza di legami personali diretti o indiretti (Fried e Hisrich, 1994; Shane and Cable, 2002).

Poiché i Venture Capitalist investono somme relativamente ingenti con l'obiettivo di ottenere elevati rendimenti finanziari, dedicano tempo e risorse significativi per valutare l'obiettivo e il suo potenziale rendimento (Van Osnabrugge, 2000). Tra i criteri decisionali che caratterizzano le scelte dei

Venture Capitalist, di solito, troviamo al primo posto la qualità e l'affiatamento del team dell'impresa target, ritenuto il fattore di primaria importanza (Streletzki e Schulte, 2013). Inoltre, per quanto riguarda le caratteristiche dei prodotti su cui preferiscono investire, di solito sono interessati a quelli che offrono vantaggi competitivi, innovatività, protezione proprietaria, convalida da parte del mercato, uno stato di sviluppo sufficientemente avanzato, e dimensioni e livello di scalabilità del mercato interessanti. In termini di criteri finanziari, guardano al rendimento atteso e alle opportunità di exit. Altro aspetto importante per le decisioni di investimento dei Venture Capitalist è la fase del ciclo di vita in cui l'impresa si trova, questi spesso non preferiscono investire in società che ritengono trovarsi in fasi troppo iniziali (MacMillan et al., 1985; Streletzki and Schulte, 2013).

Tyebjee e Bruno (1984) hanno condotto un sondaggio tra i Venture Capitalist per identificare i cinque fattori rappresentativi le dimensioni chiave lungo le quali i Venture Capitalist valutano gli obiettivi di investimento: attrattività del mercato, differenziazione dei prodotti, capacità manageriali, resistenza alle minacce esterne, e potenziale rendimento. Allo stesso modo, MacMillan et al. (1985) hanno rilevato che il criterio chiave di investimento utilizzato dai Venture Capitalist riguarda le caratteristiche e l'esperienza personale dell'imprenditore. Altri fattori di scelta riguardano il prodotto, il mercato e il potenziale finanziario. Hanno anche identificato tre diversi tipi di Venture Capitalist che si differenziano in base ai loro criteri di valutazione. Il primo gruppo, denominati "*gestori mirati del rischio*", cerca di trovare obiettivi di investimento a seguito di una selezione che soddisfi le loro esigenze lungo un ampio spettro di criteri di valutazione. Il secondo gruppo, "*eclettici*", è disposto a valutare la maggior parte dei tipi di obiettivi senza aderire rigorosamente a criteri predeterminati. Il terzo cluster, "*paracadutisti*", è pronto a finanziare la maggior parte delle aziende per le quali vedono un'opportunità di uscita potenzialmente vantaggiosa (Tyebjee e Bruno, 1984).

La fase di valutazione degli investimenti è caratterizzata da una stretta comunicazione tra la società di Venture Capital e l'impresa. Solitamente si susseguono diversi incontri tra i Venture Capitalist e il team dell'impresa

finalizzati a migliorare la comprensione da parte della società di investimento della qualità del business e delle competenze commerciali e gestionali degli imprenditori (Dimov e Milanov, 2010; e Hisrich, 1994; Van Osnabrugge, 2000). Sebbene il processo di valutazione dei Venture Capitalist sia sistematico, è stato dimostrato che soffrono di *bias cognitivi* di similarità, ovvero nutrono una preferenza verso le imprese i cui team sono caratterizzati da un background educativo, professionale o etnico simile al loro (Bengtsson e Hsu, 2015; Franke et al., 2006).

L'accordo tra le due parti si raggiunge se entrambi sono reciprocamente soddisfatti delle condizioni definite a contratto, che di solito includono patti di protezione dell'investimento dei Venture Capitalist e accordi sulla spartizione del potere e del controllo sull'impresa. In effetti, dopo l'investimento, gli investitori diventano veri e propri proprietari attivi che mirano a mantenere il controllo sulle operazioni dell'impresa attraverso posizioni formali nel consiglio, potere decisionale sugli incarichi manageriali, o sfruttando canali più informali (Tyebjee e Bruno, 1984).

3.4 CONFRONTO TRA LE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE IN EARLY STAGE

Questa sezione è dedicata ad un riepilogo e confronto tra le forme di finanziamento in equity viste pocanzi che riguardano le imprese in early-stage. Nello specifico, il confronto è diviso in diverse sezioni che analizzano somiglianze e differenze relative a una serie di caratteristiche. Tali sezioni riguardano i finanziatori, le imprese, il processo decisionale dell'investimento, e le relazioni tra imprenditore e investitore.

Caratteristiche	Investitori Equity Crowdfunding	Business Angel	Venture Capitalist
Caratteristiche dell'investitore			
Background	Spesso alto livello di educazione, molti senza background imprenditoriale (Lukkarinen et al., 2017)	Spesso alto livello di educazione, molti con background imprenditoriale (Avdeitchikova, 2008)	Esperienza acquisita nel settore finanziario, della consulenza, dell'industria (Wilson e Testoni, 2014)
Eterogeneità del tipo di investitore	Molto alta (Block et al., 2018b; Moritz et al., 2015)	Relativamente alta (Sørheim e Landström, 2001; Sullivan and Miller, 1996)	Bassa nonostante esistano differenti categorie (MacMillan et al.; 1985)
Provenienza dei fondi	Soldi propri (Wilson e Testoni, 2014)	Soldi propri (Mason e Harrison, 2008)	Soldi di altri raggruppati in fondi di capitale di rischio (Sahlman, 1990)
Centralità dell'attività di investimento per gli investitori	Non centrale; contributo di tempo e soldi limitato (Estrin et al., 2018)	Spesso centrale (Mason e Harrison, 2008; Politis and Landström, 2002)	Molto centrale, attività principale delle società di Venture Capital (Tyebjee and Bruno, 1984)
Caratteristiche delle iniziative			
Livello di rischio	Rischio molto alto (Signori e Vismara, 2016; Walthoff-Born et al., 2018)	Rischio alto (Avdeitchikova, 2008; Landström, 1993)	Rischio piuttosto alto (De Clercq et al., 2012; Van Osnabrugge, 2000)
Fase del ciclo di vita	Molto early-stage; early-stage; early-stage avanzata (Cumming and Vismara, 2017; Rossi, 2014)	Early-stage; solitamente prima dei Venture Capitalist (Mason and Harrison, 2008)	Early-stage avanzata; solitamente dopo i Business Angel (Mason and Harrison, 2008)

Caratteristiche	Investitori Equity Crowdfunding	Business Angel	Venture Capitalist
Processo decisionale degli investimenti			
Motivazioni	Varie, intrinseche e estrinseche (Collins and Pierrakis, 2012; Lukkarinen et al., 2017)	Importante il ritorno finanziario, ma anche intrinseche motivazioni (Van Osnabrugge, 2000)	Molto importante il ritorno finanziario (Sudek, 2006; Wilson and Testoni, 2014)
Profondità dell'analisi sul target	Limitata (individui); media (piattaforme) (Ahlers et al., 2015; Guenther et al., 2018)	Media; condotta dagli individui, possibilmente con l'aiuto del network di Angel (EBAN, 2014)	Approfondita; include l'intero organico e spesso consulenti esterni (Fried and Hisrich, 1994; Wilson and Testoni, 2014)
Criteri chiave di investimento	Osservazione rapida sulle caratteristiche dell'iniziativa e della campagna (Block et al., 2018b; Lukkarinen et al., 2017; Ordanini et al., 2011)	Imprenditore, team, prodotto, mercato, business plan, opportunità di exit (Prowse, 1998; Sudek, 2006; Van Osnabrugge, 2000)	Prodotto, mercato, imprenditore, team, ritorni attesi, opportunità di exit (MacMillan et al., 1985; Streletzki and Schulte, 2013)
Caratteristiche del meccanismo di raccolta fondi			
Ruolo della digitalizzazione	Centrale; tutti gli investimenti utilizzano una piattaforma che permette alti volumi e visibilità (Horvát et al., 2018; Kim and Viswanathan, 2018)	Limitato ma in crescita; importante la contrattazione faccia a faccia; alcuni stanno iniziando a raggrupparsi in piattaforme (Brown et al., 2018; Van Osnabrugge, 2000)	Limitato; network sociali, contatti diretti, e importante la divulgazione proattiva (Tyebee and Bruno, 1984)
Costi di transazione	Molto bassi (Hornuf and Schmitt, 2017; Löher, 2017)	Relativamente bassi (Avdeitchikova, 2008; Landström, 1993)	Alti (Van Osnabrugge, 2000)

Caratteristiche	Investitori Equity Crowdfunding	Business Angel	Venture Capitalist
Potere contrattuale dei singoli investitori	Molto basso; i termini dell'investimento sono prestabiliti dalla startup e dalla piattaforma (Hornuf and Schmitt, 2017)	Relativamente alto (Van Osnabrugge, 2000)	Molto alto (Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000)
Conessioni tra gli investitori e gli imprenditori			
Relazioni pre-investimento	Spesso nessuna relazione (Guenther et al., 2018; Vismara, 2018a)	Spesso una relazione o una precedente conoscenza dell'imprenditore (Avdeitchikova, 2008)	Occasionalmente una conoscenza preliminare dell'imprenditore (Fried and Hisrich, 1994; Tyebjee and Bruno, 1984)
Relazioni durante il processo di investimento	Solitamente nessuna relazione personale (Guenther et al., 2014; Moritz et al., 2015)	Attiva, inclusi incontri faccia a faccia (Van Osnabrugge, 2000)	Molto attiva, molti incontri faccia a faccia (Fried and Hisrich, 1994; Van Osnabrugge, 2000)
Relazioni post-investimento	Molto limitata, passiva (Brown et al., 2018; Walthoff-Borm et al., 2018; Wilson and Testoni, 2014)	Spesso attiva tramite ruoli nel board o come consulenti (Mason and Harrison, 2008; Sørheim e Landström, 2001)	Attiva tramite ruoli nel board o come consulenti; molte attività di controllo (Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000)

Figura 9. Confronto tra Equity Crowdfunding, Business Angel, Venture Capitalist

3.4.1 Le caratteristiche dell'investitore

Background

Gli investitori professionali, nello specifico Business Angel e Venture Capitalist, vantano spesso esperienze pregresse nel mondo della consulenza o dell'industria (Politis e Landström, 2002, Wilson e Testoni, 2014), i Business Angel inoltre

sono caratterizzanti anche da un forte componente imprenditoriale (Mason e Harrison, 2008). In effetti, questo è il fattore che distingue i Business Angel dalle altre figure degli investitori. Una ricerca condotta in Svezia da Avdeitchikova (2008) ha evidenziato come il 78% dei Business Angel hanno avuto esperienze pregresse nel mondo dell'imprenditorialità, circa il 50% in più degli investitori che utilizzano l'Equity Crowdfunding. In termini di istruzione, il 90% dei Business Angels hanno ottenuto un diploma universitario, contro il 60% degli investitori in Equity Crowdfunding hanno ottenuto un diploma universitario (Avdeitchikova, 2008; Lukkarinen et al., 2017).

Eterogeneità del tipo di investitore

Gli investitori azionari di Crowdfunding formano un gruppo altamente eterogeneo di individui reso possibile dal fatto che tale strumento di finanziamento rende accessibile a chiunque la possibilità di investire (Block et al., 2018b, Moritz et al., 2015). Nonostante Business Angel e Venture Capital abbiano caratteristiche unificanti in termini di background e ricchezze, anche tra di loro esistono delle diversità in termini di competenze, motivazioni e attività di investimento (Sørheim e Landström, 2001; Sullivan and Miller, 1996). Le categorie sviluppate in letteratura per i Business Angel (Sullivan e Miller, 1996) e per gli investitori di Equity Crowdfunding (Lukkarinen et al., 2017) presentano notevoli somiglianze: in entrambi i casi ritroviamo sottogruppi di individui fortemente motivati dagli aspetti finanziari e altruistici degli investimenti. Quella dei Venture Capitalist invece rappresenta la tipologia di investitore più omogenea. Sebbene possano essere osservate diverse categorie anche tra i Venture Capitalist (MacMillan et al., 1985), tali società sono prevalentemente costituite da personale con un background in linea con determinati prerequisiti e il cui obiettivo condiviso è quello di ottenere profitti.

Provenienza dei fondi

Gli investitori di Equity Crowdfunding e i Business Angel utilizzano la loro ricchezza personale per investire nelle iniziative imprenditoriali (De Clercq et al., 2012; Mason e Harrison, 2008; Wilson and Testoni, 2014). Ciò è in contrasto

con i Venture Capitalist, che invece raccolgono fondi da investitori terzi (Sahlman, 1990).

Centralità dell'attività di investimento per gli investitori

L'Equity Crowdfunding solitamente assume un ruolo non centrale nel contesto delle attività professionali e di investimento di quelli che scelgono di utilizzare tale strumento. Questo solitamente accade poiché un investitore azionario in Crowdfunding non è un ruolo professionale e le somme investite tendono ad essere relativamente piccole (Estrin et al., 2018; Szerb et al., 2007). Al contrario, investire ed essere attivamente coinvolti nelle iniziative imprenditoriali può essere un'attività professionale vera e propria per i Business Angel (Politis e Landström, 2002), il che implica che il ruolo può essere significativo per un investitore in termini di tempo e risorse richieste (Mason e Harrison, 2008). Inoltre, poiché realizzare investimenti redditizi è lo scopo chiave dei fondi di Venture Capital, e poiché i ruoli lavorativi dei professionisti degli investimenti sono posti di lavoro a tempo pieno, l'attività di investimento ha una centralità assoluta per i Venture Capitalist (Tyebjee e Bruno, 1984).

3.4.2 Caratteristiche delle iniziative

Livello di rischio

In generale, tutti i tipi di investimenti azionari in iniziative imprenditoriali sono rischiosi, in quanto è difficile valutare in modo attendibile il potenziale commerciale e le prestazioni future di iniziative che si trovano in early-stage (Signori e Vismara, 2016). Tuttavia, è possibile osservare chiare differenze tra le forme di investimento. Gli investimenti in Equity Crowdfunding comportano sia un rischio di agenzia sia un rischio di mercato molto alto (De Clercq et al., 2012; Signori and Vismara, 2016; WalthoffBorm et al., 2018). Il rischio può essere considerato leggermente inferiore per i Business Angel che, tuttavia, tendono a investire in obiettivi a più alto rischio rispetto alle società di Venture Capital (Avdeitchikova, 2008). I Business Angel sono solo in parte motivati dai rendimenti finanziari e destinano solo una minima parte della loro ricchezza a società non quotate, il che rende possibile la loro capacità di effettuare

investimenti a rischio più elevato rispetto alle società di Venture Capital (Avdeitchikova, 2008; Landström, 1993). Inoltre, nonostante sia i Business Angel che i Venture Capitalist mirino a ridurre i rischi di agenzia (Van Osnabrugge, 2000), i Venture Capitalist riescono a farlo in maniera più efficace e lasciando le loro preoccupazioni principalmente al rischio di mercato (De Clercq et al., 2012).

Fase del ciclo di vita

Gli investimenti azionari di Crowdfunding e i Business Angel, di solito, rappresentano per le iniziative imprenditoriali un'opportunità per raccogliere finanziamenti in equity prima ancora che queste abbiano ottenuto dimensioni sufficienti a ridurre l'incertezza di mercato suscitando l'interesse di eventuali Venture Capitalist (Avdeitchikova, 2008; Cumming and Vismara, 2017). L'Equity Crowdfunding ottiene in media somme più piccole, e di conseguenza in genere viene utilizzato in fasi precedenti del ciclo di vita aziendale rispetto ai Business Angel (Avdeitchikova, 2008). Questi ultimi, a loro volta, effettuano investimenti inferiori e in fasi aziendali precedenti rispetto agli investimenti dei Venture Capitalist (Mason e Harrison, 2008). Tuttavia, queste fasi sono solo indicative ovvero sono prive di confini chiari. Il Crowdfunding azionario, ad esempio, può essere utilizzato in una primissima fase di seed, in una fase in cui Business Angel o Venture Capital sono già soluzioni possibili, o ancora in una fase di finanziamento finale prima di un'offerta pubblica iniziale (Rossi, 2014). Infatti, un numero crescente di campagne di Crowdfunding azionario vedono Business Angel e società di Venture Capital investire insieme alla folla come investitori principali (Itenbert e Smith, 2017).

3.4.3 Processo decisionale degli investimenti

Motivazioni

Gli investitori di Equity Crowdfunding sono spinti da un ampio spettro di motivazioni nelle loro attività di investimenti, che vanno dal puro altruismo al desiderio di ottenere alti rendimenti (Collins e Pierrakis, 2012; De Clercq et al., 2012; Lukkarinen et al., 2017; Maula et al., 2005). Al contrario, gli investimenti

di Venture Capitalist e Business Angel sono motivati quasi unicamente dal raggiungimento di rendimenti finanziari, sebbene questi siano meno importanti per i Business Angel che investono anche per ragioni intrinseche (Van Osnabrugge, 2000).

Profondità dell'analisi sul target

Mentre la due diligence condotta dagli investitori di Equity Crowdfunding è molto limitata (Ahlers et al., 2015), l'analisi che precede l'avvio delle campagne di crowdfunding azionario condotte dalle rispettive piattaforme è tipicamente relativamente ampia (Guenther et al., 2018). I processi decisionali di Business Angel e Venture Capitalist sono, a loro volta, più lunghi e complessi (Fried e Hisrich, 1994; Van Osnabrugge, 2000). Inevitabilmente, l'entità della valutazione obiettivo è correlata agli importi investiti. Poiché chi utilizza l'Equity Crowdfunding investe solitamente somme relativamente piccole rispetto al loro livello di reddito o ricchezza, non sarebbe economicamente razionale per loro trascorrere periodi di tempo altrettanto lunghi valutando ogni opportunità di investimento come fanno invece Business Angel o Venture Capitalist (Ahlers et al., 2015). I processi di due diligence delle società di Venture Capital sono più approfonditi e più lunghi di quelli dei Business Angel, con differenze nella portata dell'analisi del settore, nella raccolta di informazioni sull'imprenditore, nell'analisi dei *financials* e nell'utilizzo di consulenti esterni (Van Osnabrugge, 2000). Ad esempio, un'indagine sugli investitori nel Regno Unito ha rilevato che mentre il 90% dei Venture Capitalist calcola i tassi di rendimento attesi, solo il 32% dei Business Angel lo fa (Van Osnabrugge, 2000). Inoltre, mentre gli investitori di Equity Crowdfunding svolgono tipicamente attività di valutazione in maniera autonoma, i Business Angel possono contare sul supporto di reti di Business Angel (EBAN, 2014), e i Venture Capitalist usano spesso servizi di consulenza esterni (Wilson e Testoni, 2014).

Criteri chiave di investimento

Quando prendono le loro decisioni di investimento, gli investitori di Equity Crowdfunding tendono a concentrarsi su quelle caratteristiche dell'impresa e della campagna che sono facilmente osservabili e rapidamente comprensibili

(Block et al., 2018b; Ordanini et al., 2011). Le decisioni dei Business Angel e delle società di Venture Capital, invece, vengono fortemente influenzate dalla valutazione che questi fanno dell'imprenditore, del management team, sul prodotto, sul mercato, sui rendimenti attesi e sulle opportunità di exit (MacMillan et al., 1985; Streletzki and Schulte, 2013; Prowse, 1998; Sudek, 2006). I Business Angel preferiscono, tuttavia, porre maggiore enfasi sulle caratteristiche dell'imprenditore, mentre i Venture Capitalist si concentrano maggiormente sulle caratteristiche del prodotto e del mercato oltre a quelle del team (Van Osnabrugge, 2000).

3.4.4 Caratteristiche del meccanismo di raccolta fondi

Ruolo della digitalizzazione

Un elemento chiave di differenziazione tra l'Equity Crowdfunding e le forme più tradizionali di finanziamento azionario utilizzate nelle fasi di early-stage è la componente digitale. Questa, nell'Equity Crowdfunding, oltre a dare grande visibilità alle iniziative, consente di raccogliere investimenti da un gran numero di persone senza che vi sia obbligatoriamente un'interazione personale tra investitori e imprenditori (Horvát et al., 2018; Kim e Viswanathan, 2018). Business Angel e Venture Capitalist, tipicamente, identificano gli obiettivi di investimento attraverso reti sociali, connessioni personali o referenze, e le transazioni avvengono tramite interazioni personali (Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000). Tuttavia, i Business Angel, in particolare, hanno iniziato a utilizzare sempre più frequentemente le piattaforme di Crowdfunding azionario durante la fase di ricerca di iniziative promettenti su cui investire (Brown et al., 2018).

Costi di transazione

A causa dei processi standardizzati e automatizzati e della natura online di qualsiasi comunicazione, i costi di transazione sono molto bassi per gli investitori di Equity Crowdfunding (Hornuf e Schmitt, 2017; Löher, 2017). Sebbene più elevati rispetto ai tipi di investitori sopra menzionati, i Business Angel sostengono costi amministrativi e di transazione inferiori rispetto ai fondi

di Venture Capital (Van Osnabrugge, 2000). Questo fa sì che i Business Angel siano in grado di investire importi minori e in iniziative a rischio più elevato (Avdeitchikova, 2008; Landström, 1993; Mason e Harrison, 2008).

Potere contrattuale dei singoli investitori

Poiché le condizioni dell'offerta di Equity Crowdfunding sono determinate in anticipo da chi richiede il finanziamento, gli investitori che utilizzano tale strumento hanno un potere contrattuale molto più basso rispetto agli investitori professionali che operano in fase di early-stage (Hornuf e Schmitt, 2017; Itenbert e Smith, 2017; Wroldsen, 2013). Le società di Venture Capital e i Business Angel gestiscono le negoziazioni con potenziali obiettivi di investimento prima di ottenere l'accordo. Tuttavia, i Venture Capitalist, in genere, esercitano un potere di negoziazione maggiore di quello dei Business Angel. Hanno processi di stipulazione dei contratti più formali, tendono a investire somme maggiori, optano per quote azionarie più elevate e impiegano più tempo per il processo di negoziazione rispetto ai Business Angel (Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000).

3.4.5 Connessioni tra gli investitori e gli imprenditori

Relazioni pre-investimento

Gli imprenditori che conducono campagne di crowdfunding azionario spesso non hanno legami personali pregressi con la maggior parte degli investitori che decidono di sostenere la campagna (Guenther et al., 2018; Vismara, 2018a). Per quanto riguarda i Business Angel, dall'analisi di un dataset condotta da Avdeitchikova (2008), si evince che la maggioranza (76%) dei Business Angel aveva una relazione con l'imprenditore o conosceva l'iniziativa imprenditoriale già prima dell'investimento. Ciò è in netto contrasto con quelli che decidono di investire tramite l'Equity Crowdfunding, in questo caso infatti la proporzione di investitori che, secondo quanto riferito, erano collegati alle iniziative prima ancora di finanziarle è nettamente inferiore (3%) (Guenther et al., 2018). Sebbene i legami sociali diretti e indiretti con gli imprenditori abbiano un'influenza positiva sulle decisioni di investimento dei Venture Capitalist

(Shane e Cable, 2002), questi hanno una conoscenza diretta pregressa con gli imprenditori solo in pochi casi. Le loro attività di selezione delle iniziative si basano su processi ben definiti, più strutturati ed efficienti di quelli dei Business Angel (Fried e Hisrich, 1994; Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000).

Relazioni durante il processo di investimento

A differenza degli investitori professionali, gli investitori in Equity Crowdfunding di solito non comunicano direttamente con gli imprenditori quando valutano l'opportunità di investimento o fanno l'investimento. Le loro interazioni avvengono prevalentemente mediante apposite sezioni messe a disposizione dalle piattaforme per far sì che gli imprenditori possano tenere aggiornati gli investitori circa l'andamento della campagna e del progetto (Guenther et al., 2014; Moritz et al., 2015). I Business Angel e i Venture Capitalist, invece, si confrontano costantemente con gli imprenditori. In particolare, i Venture Capitalist preferiscono avere incontri più frequenti e strutturati con gli imprenditori rispetto a quanto fanno i Business Angel (Fried e Hisrich, 1994; Van Osnabrugge, 2000).

Relazioni post-investimento

Poiché gli investitori che utilizzano Equity Crowdfunding, solitamente, non ricoprono ruoli ufficiali nel board delle imprese su cui investono e in alcuni casi non hanno neanche diritto di voto, il loro coinvolgimento è più passivo rispetto alle altre forme di investimento (Brown et al., 2018; Walthoff-Borm et al., 2018; Wilson e Testoni, 2014). Business Angel e Venture Capitalist invece, una volta fatto l'investimento, tendono ad essere coinvolti attivamente nelle decisioni dell'impresa attraverso la presenza nel board o con ruoli di consulenza. I Venture Capitalist, in particolare, tendono a stipulare accordi che prevedono la possibilità di esercitare il controllo tramite, ad esempio, l'autorità per le nomine manageriali (Mason e Harrison, 2008; Sørheim e Landström, 2001; Tyebjee e Bruno, 1984; Van Osnabrugge, 2000).

3.4.6 Sintesi

Sebbene esistano molte somiglianze tra le diverse forme di finanziamento azionario utilizzate dalle imprese in early-stage, le varie differenze evidenziano la natura unica di ciascun metodo e in particolare dell'Equity Crowdfunding. Gli investitori in crowdfunding azionario sono stati descritti in letteratura come piccoli Business Angel o micro-finanziatori (White e Dumay, 2017). Gli aspetti che distinguono principalmente gli investitori che utilizzano l'Equity Crowdfunding sono legati alle dimensioni degli investimenti (questi infatti fanno investimenti relativamente piccoli), l'alto livello di rischio che si assumono usando il proprio denaro, e il fatto che l'attività di investimento non è la loro principale occupazione. Mentre alcuni dei loro investimenti sono motivati dai rendimenti, spesso investono anche per la volontà di sostenere l'impresa. Solitamente compiono sforzi molto limitati per valutare le potenzialità dell'obiettivo, anche se spesso si affidano molto all'analisi preliminare condotta dalla piattaforma. Un altro aspetto di differenziazione fondamentale è la natura digitale del Crowdfunding azionario, questo dà luogo a molte importanti differenze con gli altri metodi, in particolare in relazione alle caratteristiche dei meccanismi di finanziamento e alle relazioni tra investitori e imprenditori. La componente digitale delle piattaforme di Equity Crowdfunding rende questa forma di finanziamento unica in termini di volumi di investitori, costi di transazione e interazioni personali limitate.

Vale la pena notare, in questo contesto, che dal punto di vista di un'attività imprenditoriale, le diverse forme di finanziamento non devono necessariamente escludersi a vicenda, né il loro ordine sequenziale è invariabile. Le iniziative che hanno ricevuto con successo finanziamenti attraverso l'Equity Crowdfunding hanno dimostrato di essere più inclini ad attirare investimenti da parte di Business Angel o Venture Capitalist in round di finanziamento successivi (Hornuf et al., 2018). Oltre alla possibilità di utilizzare diverse fonti di finanziamento in diversi momenti del loro ciclo di vita, le imprese possono anche utilizzare diverse forme contemporaneamente. Complementarità tra fondi di Venture Capital e Business Angel, come la possibilità di co-investimenti tra i

due metodi, sono state precedentemente esplorate in letteratura (Harrison and Mason, 2000). Allo stesso modo, le campagne di crowdfunding azionario hanno iniziato ad attrarre investimenti non solo dalla folla ma anche dai fondi di Venture Capital e dai Business Angel, con questi ultimi che sfruttano lo screening digitale e le opportunità di investimento offerte dalle piattaforme di Crowdfunding azionario, e con i Venture Capitalist che si inseriscono come investitori principali nei finanziamenti che richiedono alti volumi (Brown et al., 2018; Itenbert and Smith, 2017).

3.5 IL GAP DELLA LETTERATURA E IL CONTRIBUTO DELLA TESI

Come si evince dai paragrafi precedenti, la letteratura riguardante i metodi di finanziamento delle imprese in early stage tratta i tre modelli in maniera separata. Analizzando infatti le ricerche effettuate sull'Equity Crowdfunding, non è stato possibile trovare alcuna indagine empirica che riguardasse il modo in cui tale strumento innovativo di fundraising influenzi i modelli tradizionali di investimento quali Business Angel e Venture Capital. Uno dei pochi studi presenti in letteratura che trattano l'argomento è quello di Mollick e Kuppuswamy (2014) che hanno discusso della possibilità del crowdfunding di influenzare le opportunità future delle startup, ma senza fornire evidenze empiriche.

Lo scopo della seguente tesi è proprio quello di ricercare dati empirici che evidenzino la presenza o meno di relazioni che leghino il Crowdfunding azionario con gli investitori tradizionali. Per raggiungere tale obiettivo è stato costruito un database che raccoglie 61 startup che dopo aver concluso con successo almeno una campagna di Equity Crowdfunding, sono riuscite ad ottenere ulteriori finanziamenti da Business Angel e/o Venture Capitalist. In questo modo è stato possibile valutare la presenza o meno di preferenze da parte degli investitori professionali nell'impegnare le loro risorse finanziarie in startup che già hanno ottenuto finanziamenti dal crowd. Viene quindi condotta un'analisi descrittiva su due differenti livelli.

1. la prima riguarda le caratteristiche delle iniziative, in particolare vengono analizzati tre aspetti delle startup del campione:
 - Geografia: si analizzano i Paesi di provenienza delle startup campione per capire se il livello di integrazione dell'Equity Crowdfunding con i modelli di finanziamento tradizionali è maggiormente sviluppato in un Paese piuttosto che in un altro.
 - Prodotto: valutando quante startup offrono i loro beni/servizi su mercati *business-to-business* (B2B) e quante invece su quelli *business-to-consumer* (B2C).
 - Team: si riportano i risultati relativi al livello di esperienza imprenditoriale dei team delle startup, analizzando quante di queste hanno alle loro spalle imprenditori con esperienze pregresse nel settore.
2. La seconda riguarda le caratteristiche delle campagne: mediante un'analisi descrittiva e poi comparativa con i valori medi europei, si è indagato sui segnali che le campagne di Equity Crowdfunding possano inviare agli investitori professionali e in che modo questi ultimi possano essere influenzati da tali segnali. Sono state prese in considerazione in quest'analisi informazioni riguardanti il finanziamento totale ricevuto durante una campagna, il numero di sostenitori, l'investimento medio di ciascun sostenitore, il livello di overfunding ottenuto dalle campagne, il numero di campagne sostenute da ciascuna startup.

4 EQUITY CROWDFUNDING COME STRUMENTO DI ACCESSO AL CAPITALE DI RISCHIO: ANALISI DELLE CAMPAGNE EUROPEE E I LEGAMI CON GLI INVESTORI PROFESSIONALI

4.1 OBIETTIVO DELL'ANALISI

Dopo aver analizzato la letteratura sul tema dei rapporti tra l'Equity Crowdfunding e gli investitori professionali, in particolare Business Angel e Venture Capital, ed aver quindi fornito un'ampia spiegazione sulle differenti motivazioni che possono spingere una startup a puntare su un metodo piuttosto che su un altro, in questo capitolo, si vuole indagare sullo stato attuale delle relazioni che sussistono tra il Crowdfunding azionario e i canali di finanziamento più tradizionali per le imprese in early-stage. Abbiamo già parlato, infatti, di come in letteratura la maggior parte degli studi si concentrino sull'identificare i fattori più importanti che determinano il successo delle campagne e di quanto poco si sa invece su come il crowdfunding possa influenzare l'intera struttura del mercato di finanziamento delle startup.

Per questo motivo, le domande a cui questa tesi vuole rispondere sono: si è parlato tanto della capacità del crowdfunding di attirare nuovi investimenti, ma esiste qualche tipo di relazione tra una campagna di equity crowdfunding conclusasi con successo e un investimento da parte di un investitore professionale nella stessa startup? Quali caratteristiche devono avere le startup e le campagne da loro condotte per suscitare l'interesse degli investitori professionali? Come stanno rispondendo negli ultimi anni Business Angel e Venture Capital al progressivo affermarsi dell'Equity Crowdfunding?

L'obiettivo dunque sarà quello di analizzare le relazioni che sussistono tra l'Equity Crowdfunding e gli investitori professionali, metodi di finanziamenti apparentemente in contrasto tra loro ma che pian piano

sembrerebbe stiano trovando il modo di funzionare insieme. In particolare, si vuole capire se c'è una tendenza da parte degli investitori professionali ad investire in particolari startup le cui campagne di Equity Crowdfunding presentino caratteristiche peculiari.

4.2 RACCOLTA DATI E DESCRIZIONE DEL CAMPIONE ANALIZZATO

Per questo tipo di lavoro è stato costruito un database che raccoglie informazioni sulle campagne di Equity Crowdfunding concluse da quelle startup che successivamente hanno ricevuto finanziamenti da investitori professionali. Sono state identificate 62 startup che soddisfacevano tale condizione, i cui investimenti sono compresi tra l'anno 2014 e il 2017. Le piattaforme coinvolte durante tale ricerca sono state 11: 200Crowd, Companisto, CrowdCube, CrowdFundMe, FundedByMe, Invesdor, MamaCrowd, SeedMatch, Seedrs, StarsUp, The Crowd Angel. Queste rappresentano le principali piattaforme del panorama europeo in termini di numero di progetti finanziati, ammontare di finanziamenti raccolti e numero di utenti iscritti.

Per ciascuna delle startup presenti nel database sono stati raccolti due gruppi di informazioni, uno riguardante le caratteristiche della startup e un altro riguardante quelle delle campagne di Equity Crowdfunding che queste hanno condotto.

Dal punto di vista delle startup è stata presa in considerazione la provenienza geografica, il tipo di bene/servizio che questa offre (*business-to-consumer* oppure *business-to-business*), e il livello di esperienza pregressa del team. Per quanto riguarda la provenienza e il tipo di mercato che la startup serve è stato possibile ottenere tali informazioni dalla piattaforma di Equity Crowdfunding dove la startup ha condotto la campagna. Relativamente all'esperienza del team, sono stati individuati i nomi degli imprenditori utilizzando le informazioni messe a disposizione nella pagina della campagna Crowdfunding e poi sono stati analizzati i profili LinkedIn per vedere se questi avessero avuto esperienze pregresse nella gestione di altre attività.

Le informazioni raccolte sulle campagne di Equity Crowdfunding di ciascuna delle startup del campione sono: numero di campagne crowdfunding concluse, finanziamento complessivo ottenuto con crowdfunding, obiettivo complessivo prefissato nelle campagne, numero di sostenitori, finanziamento complessivo ottenuto da investitori professionali, exit (si/no). Per quanto riguarda le exit, sono stati considerati i casi di acquisizione e IPO.

Per ottenere tali informazioni sono stati utilizzati gli strumenti di ricerca messi a disposizione dalle singole piattaforme, blog e descrizioni dei casi di successo che le stesse forniscono ai visitatori e la piattaforma Crunchbase contenente informazioni commerciali su aziende private e pubbliche incluse quelle relative ai round di finanziamento e alle operazioni di acquisizione e fusione. Crunchbase è un database pubblico consolidato i cui dati sono già stati utilizzati in altri studi accademici (Homburg et al 2014; Kerr et al. 2014). Precedenti studi hanno dimostrato che il set di dati è ragionevolmente rappresentativo delle attività di finanziamento delle startup. Il database è stato poi completato con informazioni ottenute attingendo a diverse altre fonti quali AngelList (<https://angel.co/>), Startupxplore (<https://startupxplore.com>), e tramite ricerche su Internet è stato possibile aumentare la precisione dei dati ottenuti e ridurre quelli mancanti.

La valuta utilizzata è stata l'euro, pertanto gli importi dei progetti finanziati tramite piattaforme che utilizzano valute diverse sono stati convertiti in base al tasso di cambio al momento della conclusione della campagna.

In figura 12 si riporta il database. Per chiarezza si riscrive il significato di ogni colonna poiché, per ragioni di spazio, è stato necessario utilizzare alcune abbreviazioni; da sinistra verso destra: Settore, nome della Startup, Paese di origine della startup, Quantità di campagne concluse con successo, Finanziamento complessivo ottenuto tramite Crowdfunding, Obiettivo complessivo prefissato della/e campagna/e, numero di Sostenitori che hanno aderito alla/e campagna/e, Finanziamento complessivo ottenuto da Investitori Professionali, Exit.

SETTORE	STARTUP	PAESE	Q.TA' CF	FINANZIAMENTO CF	OBIETTIVO CF	SOSTENITORI	FINANZIAMENTO IP
AI	Den	UK	4	5.082.862 €	2.258.849 €	831	564.712 €

AI	Cloud & Heat	Germania	2	4.386.250 €	3.000.000 €	1868	10.000.000 €
AI	Protonet	Germania	2	3.200.000 €	1.200.000 €	2040	3.000.000 €
AI	Cocoon	UK	2	2.916.229 €	2.337.000 €	1920	3.878.200 €
AI	Secucload	Germania	3	1.492.750 €	1.500.000 €	1275	14.500.000 €
AI	Nanusens	Spagna	1	1.112.721 €	400.000 €	785	1.400.061 €
AI	Transfluent	Finlandia	1	769.529 €	600.000 €	224	3.000.000 €
AI	Cynny	Italia	4	726.946 €	454.288 €	504	9.212.614 €
AI	Hutama	UK	1	602.512 €	602.512 €	223	1.380.938 €
AI	Twid	Finlandia	1	234.440 €	200.000 €	69	500.000 €
AI	IAMIP Sverige AB	Svezia	1	229.791 €	200.000 €	122	972.975 €
Beauty	MyShowcase	UK	1	1.121.512 €	841.093 €	376	4.710.122 €
Design	Plantui	Finlandia	1	601.620 €	500.000 €	137	2.123.010 €
DIY	Sugru	UK	2	5.932.466 €	2.806.678 €	4889	4.490.687 €
E-commerce	Poq	UK	3	10.483.270 €	10.308.064 €	8008	2.032.266 €
E-commerce	Martha's Cottage	Italia	1	400.000 €	200.000 €	90	850.000 €
E-commerce	PackBud	Svezia	1	158.241 €	158.241 €	62	711.968 €
E-commerce	Brainville	Svezia	1	117.080 €	100.000 €	99	85.000 €
Energy	Pavegen	UK	1	2.149.252 €	846.873 €	1473	1.529.616 €
Energy	Wello	Finlandia	1	1.955.464 €	1.000.000 €	755	3.000.000 €
Energy	En3	Germania	1	800.000 €	800.000 €	1219	1.550.000 €
Fashion	Wool and the Gang	UK	1	1.138.983 €	842.510 €	492	2.461.662 €
Fashion	Eligo	Italia	1	152.535 €	80.000 €	74	425.000 €
Fintech	Revolut	UK	2	5.559.616 €	5.559.616 €	4532	247.864.774 €
Fintech	Monzo	UK	3	4.804.079 €	4.804.079 €	11778	98.039.710 €
Fintech	WeSwap.com	UK	2	4.021.900 €	1.806.459 €	3708	17.500.076 €
Fintech	Wealthify	UK	2	2.011.435 €	1.581.195 €	670	5.500.000 €
Fintech	FreeAgent	UK	1	1.371.673 €	1.129.037 €	1072	5.500.000 €
Fintech	Zank	Spagna	2	725.450 €	550.000 €	252	180.000 €
Fintech	Heeros	Finlandia	1	666.149 €	300.000 €	198	3.004.859 €
Fintech	Cashboard	Germania	2	450.000 €	450.000 €	480	9.000.000 €
Fintech	Lendstar	Germania	1	200.000 €	200.000 €	212	1.898.000 €
Food&Bev	Chilango	UK	1	3.781.076 €	2.804.237 €	1432	1.233.864 €
Food&Bev	Camden Town Brewery	UK	1	3.087.347 €	1.684.007 €	2172	4.398.644 €
Food&Bev	Paradiset	Svezia	1	2.051.931 €	1.500.000 €	5045	9.531.064 €
Food&Bev	Foodist	Germania	3	1.470.200 €	1.475.000 €	2399	3.487.543,00€
Food&Bev	Farmdrop	UK	1	839.837 €	448.583 €	451	22.429.154 €
Healthcare	SuperCarers	UK	1	1.218.917 €	564.577 €	303	4.290.788 €
Healthcare	Woom	Spagna	1	509.792 €	336.437 €	145	1.140.000 €
Healthcare	EBS Technologies	Germania	1	300.000 €	300.000 €	683	10.100.000 €
Healthcare	Doxter	Germania	1	100.000 €	100.000 €	421	2.500.000 €

Immobiliare	Movem	UK	2	667.946 €	667.946 €	513	3.750.000 €
Marketing	Perkbox	UK	1	4.912.944 €	1.692.661 €	370	10.754.343 €
Marketing	Ameria	Germania	2	2.500.000 €	1.200.000 €	2140	584.000 €
Marketing	Adludio	UK	4	1.836.284 €	1.140.717 €	702	1.129.425 €
Marketing	TUBECON	Germania	1	402.925 €	375.000 €	158	560.000 €
Marketing	Bidstack	UK	1	154.334 €	112.169 €	66	560.847 €
Marketing	Mettrr	UK	1	112.169 €	112.169 €	25	9.422.237 €
Media and Entertainment	Tellybean	Finlandia	1	519.000 €	375.000 €	89	2.908.686 €
Mobility	Justpark	UK	2	6.998.073 €	2.800.000 €	4764	3.199.615 €
Mobility	Etergo	Olanda	1	3.225.527 €	1.500.000 €	2000	5.500.000 €
Mobility	Ahola Transport	Finlandia	1	2.017.858 €	1.500.000 €	443	6.119.593 €
Mobility	e-volo	Germania	1	1.200.000 €	100.000 €	749	30.000.000 €
Mobility	E-Car Club	UK	1	1.122.671 €	1.122.671 €	263	802.000 €
Mobility	Kumpan	Germania	1	1.002.515 €	500.000 €	1291	3.000.000 €
Social Network	Wave	Spagna	2	1.722.648 €	112.000 €	1146	1.682.186 €
Social Network	The Clubhouse	UK	1	1.073.704 €	846.846 €	251	3.951.511 €
Social Network	Mush	UK	1	1.038.671 €	728.947 €	618	2.242.915 €
Sport	Tossed	UK	1	1.434.178 €	847.079 €	661	1.694.138 €
Sport	Xletix(Krassfit)	Germania	1	350.000 €	350.000 €	338	1.125.000 €
Teleco	Parlem	Spagna	1	210.000 €	200.000 €	106	600.000 €

Figura 10. Database startup che hanno utilizzato Equity crowdfunding e Business Angel e/o Venture Capitalist

4.3 ANALISI DESCRITTIVA SULLE CARATTERISTICHE DELLE STARTUP

4.3.1 Metodo di analisi e descrizione delle variabili

In questa sezione si riporta un'analisi descrittiva delle startup del campione. È divisa in tre parti: la prima riguarda il paese in cui ciascuna startup è stata fondata. In questo modo si vuole valutare se ci sono probabilità maggiori di raccogliere ulteriori finanziamenti da investitori professionali in determinati paesi piuttosto che in altri. Successivamente, è stata condotta un'analisi riguardo il tipo di mercato servito dalla startup, valutando quali di queste fossero *business-to-business* e quali *business-to-consumer*. L'utilità di tale indagine risiede nel fatto che l'Equity Crowdfunding rappresenta un segnale forte in termini di trazione di mercato del business soprattutto per quelle iniziative che creano

valore direttamente al consumatore finale. Ottenere un'alta percentuale di B2C potrebbe essere visto come una legittimazione dell'Equity Crowdfunding da parte degli investitori professionali che decidono di utilizzare tale segnale proveniente dal crowd. Infine, l'ultima indagine è servita per capire quante startup del campione avessero team all'interno del quale almeno un componente già aveva avuto un'esperienza pregressa nel mondo delle startup. Abbiamo infatti visto dall'analisi della letteratura che gli investitori professionali pongono molta attenzione su questo aspetto, per questo motivo, analizzando il campione si può capire se questo è in linea con i fattori chiave di investimento di Business Angel e Venture Capital oppure se l'Equity Crowdfunding gioca un ruolo nelle decisioni di investimento di tali investitori

4.3.2 Risultati

Paese di provenienza delle startup

I risultati emersi analizzando i Paesi di fondazione delle startup del campione evidenziano come in Inghilterra sia più semplice ottenere finanziamenti da investitori professionali dopo aver concluso una o più campagne di Equity Crowdfunding, da sola infatti rappresenta quasi la metà dell'intero campione

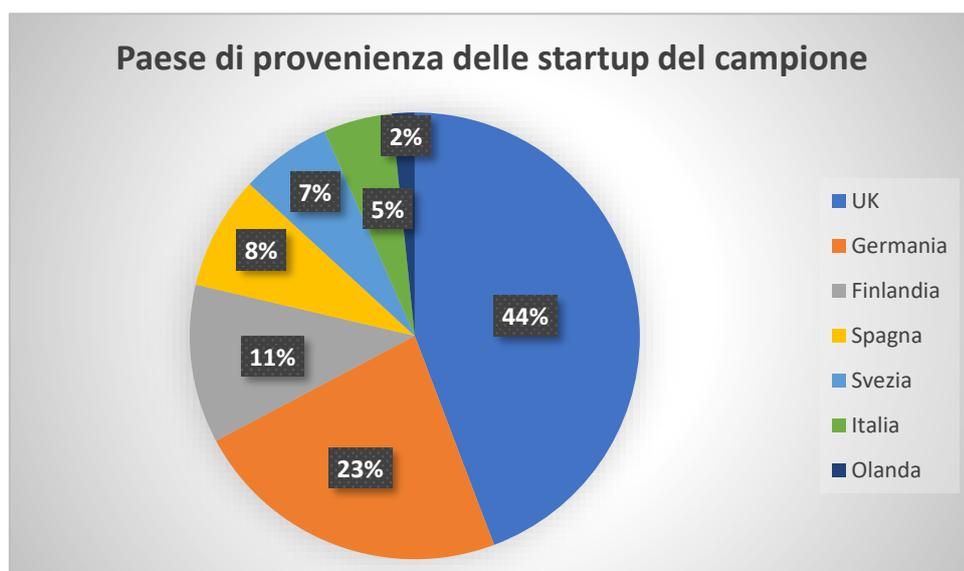


Figura 11. Risultati: paesi di provenienza delle startup del campione

osservato. Questo evidenzia come in Inghilterra il Crowdfunding azionario sia non solo più diffuso ma anche maggiormente integrato nel mercato dei

finanziamenti per le imprese in early stage. Il 44% delle startup analizzate provengono infatti dall'Inghilterra, seguita dalla Germania che ne conta 14 su 61 (23%), Finaldia (11%), Spagna (8%), Italia (5%), Olanda (2%). Non è stato possibile estendere tale analisi alle imprese francesi, che sono infatti assenti dal database, a causa della difficoltà di reperire informazioni sulle piattaforme di Equity Crowdfunding di tale provenienza. Queste infatti, per accedere allo storico delle campagne concluse, richiedevano che l'utente fosse accreditato o avesse già avviato in passato una campagna o effettuato un investimento tramite la piattaforma.

Prodotto: B2B vs B2C

Un'ulteriore indagine condotta sul campione ha messo in evidenza il posizionamento delle startup nelle proprie filiere di appartenenza. Abbiamo ampiamente discusso infatti dell'importanza ricoperta dall'Equity Crowdfunding, e dal Crowdfunding in generale, nel mercato dei finanziamenti delle startup, riguardo la sua capacità di dare dimostrazione pratica che quello che l'impresa fa è di interesse per un pubblico ampio. L'interesse nei risultati di una campagna di Equity Crowdfunding è ancora superiore se la startup promotrice offre un prodotto rivolto direttamente al crowd, il cui valore è quindi direttamente testabile dai suoi potenziali consumatori che si trasformano in questo caso in investitori. Per questa ragione risulta interessante estendere l'analisi descrittiva condotta sul campione al tipo di prodotto offerto dalle startup. Dai risultati emerge la tendenza degli investitori professionali ad investire in quelle startup che hanno condotto con successo almeno una campagna di Equity Crowdfunding e che offrono un prodotto rivolto direttamente ai consumatori finali (B2C). In particolare, risulta che, delle 61

startup del campione, 38 (61%) dialogano direttamente con i consumatori finali (B2C), mentre 23 (39%) sono iniziative commerciali interaziendali (B2B).

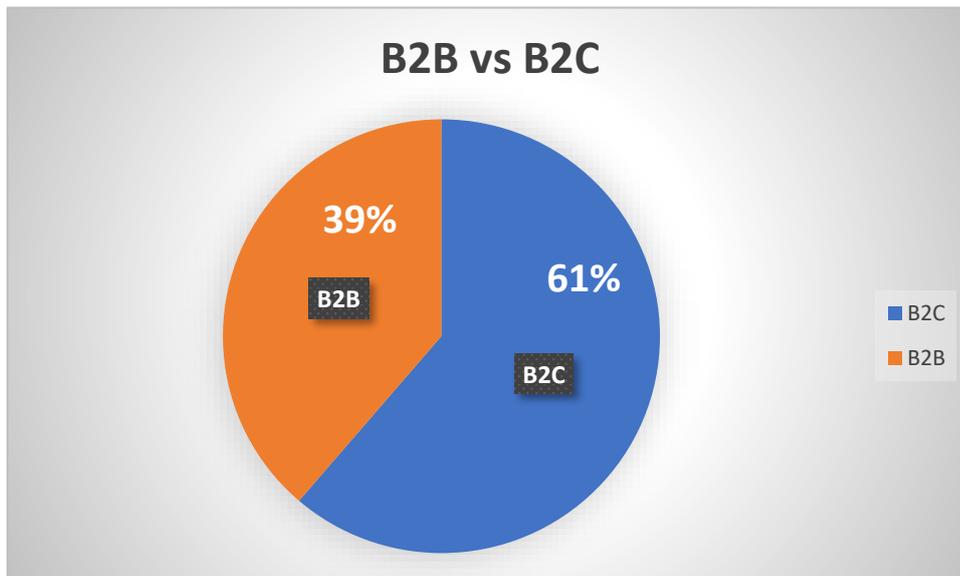


Figura 12. Risultati: startup business-to-business VS startup business-to-consumer

Esperienza dei founders

L'analisi descrittiva effettuata sulle startup del campione ha approfondito il livello di esperienza imprenditoriale dei team fondatori. Sappiamo infatti dall'analisi della letteratura come questo sia un discriminante importante nelle decisioni di investimento, soprattutto per le società di Venture Capital e per i Business Angel. Tra le principali motivazioni che spingono gli investitori professionali ad investire troviamo al primo posto la qualità e l'affidabilità del team (Sudek, 2006; Streletzki e Schulte, 2013), fattori che in quest'analisi vengono ricondotti all'esperienza pregressa degli imprenditori in altre startup.

Diversamente da quanto ci si poteva aspettare, i risultati emersi sulle imprese del database dicono che la maggior parte di queste hanno ricevuto finanziamenti da investitori professionali nonostante la scarsa esperienza imprenditoriale dei team. Sono solo 26 infatti le startup con alle spalle imprenditori che già avevano

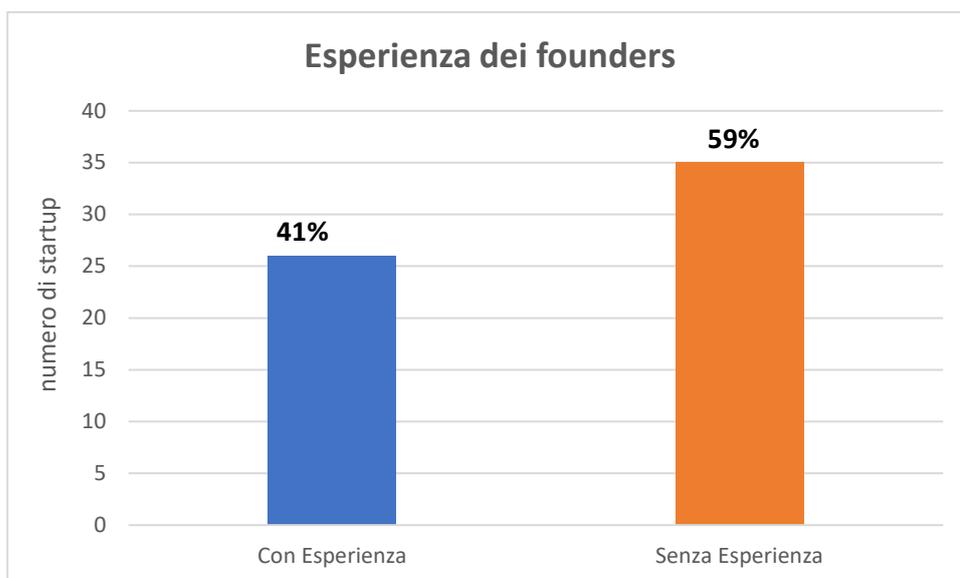


Figura 13. Risultati: percentuale di startup del campione che hanno founders con esperienza pregressa

fatto parte di altre iniziative imprenditoriali in passato. Il restante 59% del campione è costituito da startup che i cui team sono alla loro prima esperienza.

4.4 ANALISI SULLE CARATTERISTICHE DELLE CAMPAGNE

4.4.1 Metodo di analisi e descrizione delle variabili

Per comprendere quali relazioni esistono tra l'Equity Crowdfunding e i metodi più tradizionali di finanziamento delle startup, gli approcci utilizzati sono tre.

- In primis è stata condotta un'analisi comparativa tra le caratteristiche delle campagne del campione e le medie europee. Si è scelto di tracciare il profilo della “campagna tipo” che ha suscitato l'interesse degli investitori professionali, ovvero, a partire dalle startup del campione (cioè quelle che hanno fatto ricorso a entrambi i metodi di finanziamento), sono state delineate le caratteristiche della campagna rappresentativa (che abbiamo chiamato “campagna tipo”). Parallelamente, per avere un termine di paragone con cui confrontare le caratteristiche di tale campagna, sono stati raccolti i dati relativi alle medie delle campagne europee conclusesi con successo nello stesso arco di tempo.

Di seguito sono elencate e descritte le variabili utilizzate in quest'analisi:

- *Finanziamento medio*: la quantità di denaro mediamente raccolta durante una campagna di Equity Crowdfunding.
- *Media sostenitori*: il numero medio di *backer* (gli investitori del crowd) che hanno partecipato al finanziamento della startup tramite la campagna di Equity Crowdfunding.
- *Finanziamento individuale medio*: l'ammontare medio che un *backer* investe durante una campagna di Equity Crowdfunding.

Confrontando i valori ottenuti di queste variabili per il campione in analisi (la “*campagna tipo*”) e la campagna *Benchmark* (ottenuta dai valori medi europei), ovvero a seconda che ci siano evidenti scostamenti tra questi valori oppure se questi non risultino rilevanti, si vuole capire se c'è qualche evidenza che dimostri che gli investitori professionali, nel loro processo decisionale di investimento in una startup, utilizzino o meno i segnali forniti dai risultati delle campagne di crowdfunding.

- La seconda analisi invece sfrutterà le *table pivot* per mettere in relazione gli investimenti sostenuti dagli investitori professionali nelle 61 startup che compongono il campione, con le relative campagne crowdfunding. Pertanto, non si tratterà più di un'analisi comparativa ma si farà un ulteriore approfondimento delle caratteristiche delle campagne di Equity Crowdfunding sostenute dalle startup del campione per comprendere meglio le preferenze di investimento degli investitori professionali. Non si parlerà più di “*campagna tipo*” e di *Benchmark* ma si analizzeranno i valori discreti delle campagne per indagare sull'eventuale presenza di correlazioni con gli investimenti professionali. Nello specifico si introdurranno due nuovi fattori caratterizzanti lo strumento Crowdfunding che sono: la percentuale di *overfunding* delle campagne e il numero di campagne sostenute da ciascuna delle startup del campione.

Le variabili utilizzate in quest'analisi saranno dunque:

- *Percentuale di overfunding*: la percentuale di denaro raccolto in eccedenza rispetto all'obiettivo prefissato.
- *Numero di campagne concluse da una startup*: quante campagne di Equity Crowdfunding erano state concluse con successo da ciascuna startup prima di ricevere ulteriori finanziamenti dagli investitori professionali.
- *Finanziamento medio degli investitori professionali*: il contributo medio di Venture Capital e/o Business Angel nelle startup campione.
- Infine, l'ultima analisi verrà eseguita valutando l'andamento temporale dei finanziamenti fatti dagli investitori professionali nelle startup del campione, per indagare sull'eventuale presenza di un trend che possa dare suggerimenti su quelli che possono essere gli sviluppi futuri del ruolo dell'Equity Crowdfunding nel mercato dei finanziamenti delle startup. Si cercherà di capire, quindi, se tra il 2014 e il 2017 il numero di investitori professionali che hanno deciso di finanziare startup che già avevano ricevuto finanziamenti in equity dal crowd sia cresciuto o meno.

4.4.2 Campione Benchmark

I risultati estrapolati dal precedente database sono stati poi confrontati con metriche di riferimento relative alle dimensioni medie delle campagne Equity Crowdfunding europee conclusesi con successo nell'arco temporale considerato dall'analisi (figura 16). Tali dati sono elaborati utilizzando informazioni ricavate da tre fonti differenti: dal report pubblicato dalla Commissione Europea nel 2016 dal titolo "*Crowdfunding in the EU Capital Market Union*", da Statista, e dal quarto report pubblicato nel 2018 dall'Università di Cambridge sul mercato europeo della finanza alternativa (Ziegler et al., 2018). A partire da questi, inoltre, sono stati calcolati i valori della campagna media che abbraccia l'intero arco di tempo, facendo una media ponderata del finanziamento medio, del numero medio degli investitori e dell'investimento individuale medio utilizzando come peso il numero di campagne conclusesi in ciascun anno

(campagna che sarà il nostro *Benchmark* per l'analisi comparativa con i risultati del database).

In tabella si riportano i parametri di riferimento delle campagne europee:

Anno	Finanziamento medio (EUR)	Media sostenitori	Finanziamento individuale medio (EUR)	<i>Campagne concluse</i>
2014	260.000 €	298	872 €	432
2015	504.832 €	399	1.263 €	548
2016	570.332 €	412	1.381 €	836
2017	623.815 €	439	1.420 €	1211

Figura 14. Dimensioni medie delle campagne europee di Equity Crowdfunding (Commissione Europea "Crowdfunding in the EU Capital Market Union")

4.4.3 Risultati

L'obiettivo della prima analisi è duplice: innanzitutto si vogliono delineare le caratteristiche che caratterizzano una campagna di Equity Crowdfunding che successivamente ha attirato ulteriori investimenti da parte di investitori professionali. In seguito, si vuole fare un confronto tra questa e le metriche di riferimento relative alle campagne europee al fine di analizzare le preferenze degli investitori professionali rispetto a quelle startup che hanno fatto ricorso al crowdfunding.

Utilizzando le informazioni raccolte nel database è stato ottenuto il profilo della "Campagna Tipo" come segue:

- *Campagna Tipo*
 - Finanziamento medio CF =
- $$= \sum (\text{FINANZIAMENTO CF}) / \sum (\text{Q.TA' CF})$$

$$111.221.322 \text{ €} / 91 = 1.221.212 \text{ €}$$

- Media Sostenitori = $\sum (\text{SOSTENITORI CF}) / \sum (\text{Q.TA' CF})$

$$86.951 / 91 = \mathbf{956}$$

- Investimento individuale medio =
= $\sum (\text{FINANZIAMENTO CF}) / \sum (\text{SOSTENITORI CF})$

$$111.221.322 \text{ €} / 86.951 = \mathbf{1.279 \text{ €}}$$

- Target medio CF = $\sum (\text{TARGET CF}) / \sum (\text{Q.TA' CF})$

$$73.112.540 \text{ €} / 91 = \mathbf{803.434 \text{ €}}$$

- Overfunding medio: calcolato come la media tra gli overfunding e gli underfunding di ciascuna startup:

$$\sum [(\text{FINANZIAMENTO CF}_i) - (\text{TARGET CF}_i) / (\text{TARGET CF}_i)] / 61$$

$$(11.221.322 - 73.112.540) / 73.112.540 = \mathbf{52,2\%}$$

Con riferimento alla figura 17, si riporta infine il Benchmark aggregato ovvero il calcolo della media delle medie dei valori europei che caratterizzano gli anni di osservazione. Per ciascun dato (Finanziamento medio, Media sostenitori, Finanziamento individuale medio) viene calcolata una media pesata, dove i pesi sono il numero di campagne concluse per ciascun anno (per semplicità si riportano i calcoli una sola volta, il pedice “(B)” indica che si tratta del Benchmark):

- *Benchmark*

- Finanziamento medio_(B) =

$$(260.000*432+504.823*548+570.332*836+623.815*1211) / (423+548+836+1211) = \mathbf{535.581 \text{ €}}$$

- Media sostenitori_(B) = **404**

- Finanziamento individuale medio_(B) = **1.302 €**

Per mancanza di dati relativi al campione Benchmark non è stato possibile calcolare l'overfunding medio delle campagne europee. Pertanto, il confronto tra i due campioni riguarderà i tre aspetti principali caratterizzanti una campagna di crowdfunding, ovvero: il finanziamento raccolto, il numero di sostenitori e l'investimento medio che ciascuno di questi ha sostenuto.

Si riporta di seguito la tabella riepilogativa al fine di confrontare i risultati ottenuti:

	Finanziamento medio (EUR)	Media sostenitori	Finanziamento individuale medio (EUR)
<i>Campagna tipo</i>	1.221.212 €	956	1.279 €
<i>Benchmark</i>	535.581 €	404	1.302

Figura 15. Analisi comparativa tra le startup del database e le medie europee

Si nota fin da subito che per quanto riguarda il finanziamento medio, c'è un sostanziale divario tra quelle che successivamente hanno ricevuto ulteriori finanziamenti da investitori professionali e i valori medi europei. Si vede infatti che, in media, le campagne del database ottengono 685.631 € in più rispetto al Benchmark europeo (più del doppio, +128%). Stesso discorso vale per il numero medio di sostenitori: le startup che sono riuscite ad attirare l'attenzione di Business Angel e Venture Capital hanno concluso campagne di Equity Crowdfunding a cui hanno partecipato in media 956 backer, risultato rilevante se confrontato ai 404 sostenitori che mediamente hanno finanziato le campagne europee tra il 2014 e il 2017. Anche in questo caso, infatti, gli investitori professionali preferiscono investire in startup le cui campagne sono state sostenute da una quantità di investitori del crowd estremamente superiore rispetto alla media, il 136% di più per la precisione. Andando ad analizzare la distribuzione delle startup si vede che ben il 69% delle startup del database hanno

superato il valore benchmark del finanziamento medio, mentre sono il 61% quelle ad aver superato il valore medio di 404 sostenitori delle campagne europee. In controtendenza invece il finanziamento individuale medio che rimane circa uguale nei due casi (-1,7%). Risultato quest'ultimo scontato da un punto di vista matematico vista la proporzionalità dei due fattori precedenti e il loro incremento pressoché equivalente, ma che può essere significativo per comprendere le preferenze degli investitori professionali.

Questi risultati possono essere spiegati dal fatto che, come già abbiamo detto nel capitolo precedente e come è stato già dichiarato dagli esperti del settore e dagli stessi investitori professionali in alcune interviste, il ruolo che ad oggi ricopre l'Equity Crowdfunding (e il Crowdfunding in generale) nel settore dei finanziamenti delle startup, riguarda la sua capacità di dare dimostrazione pratica che quello che l'impresa fa è di interesse per un pubblico ampio. I numeri risultano essere in linea con quanto detto: gli investitori professionali decidono di investire in quelle startup che hanno riscosso un successo ben superiore rispetto alla media (in termini di sostenitori e finanziamento), e che allo stesso tempo abbiano ricevuto un livello di investimento medio contenuto. Quindi, da un lato ricevono un segnale positivo per quanto riguarda la trazione di mercato, dall'altro sono attenti ad investire in startup che gli permettano di possedere una partecipazione più grande e quindi maggior potere decisionale nel business.

Affinché per gli investitori professionali valga veramente la pena investire in startup che già hanno ricevuto finanziamenti in equity, dunque, le campagne devono aver riscosso un particolare successo. Successo che, oltre a servire alle startup per farsi conoscere anche grazie alla copertura mediatica che le piattaforme offrono, deve mandare segnali agli investitori sulla potenziale profittabilità che queste possono dargli. Un altro indicatore di successo di una campagna crowdfunding è l'*overfunding*. Questo si verifica quando una campagna raggiunge una somma di denaro che è al di sopra dell'importo minimo indicato per la realizzazione campagna stessa. Nell'Equity Crowdfunding, quando una campagna va in *overfunding* i capitali raccolti superano l'obiettivo minimo prestabilito e la società protagonista della campagna decide di continuare a raccogliere ulteriori fondi. In tal caso la società si appresta a cedere

maggiore equity; pertanto l'investitore riceverà una quota di equity in percentuale ridotta ma sarà al contempo titolare di quote di un business con valore più alto. Nel caso del campione analizzato, si vede come le startup che successivamente ricevono ulteriori investimenti avevano concluso campagne di Equity Crowdfunding con un overfunding medio del 91%. Vale a dire che gli investitori professionali preferiscono investire in quelle startup le cui campagne di Equity Crowdfunding abbiano raccolto quasi il doppio dell'obiettivo minimo prefissato.

Un'altra relazione interessante ricavata analizzando in maniera più approfondita il database riguarda l'ammontare dei finanziamenti professionali investiti in funzione del numero di campagne compiute dalle startup, in particolare in quelle che ne hanno effettuate due o tre. Si nota infatti che, nonostante solo il 28% del campione abbia compiuto due o tre campagne di Equity Crowdfunding, su di esse si concentra più del 53% del totale degli investimenti di Venture Capital e Business Angel. Se andiamo a calcolare il finanziamento medio degli investitori professionali in quelle startup che hanno concluso con

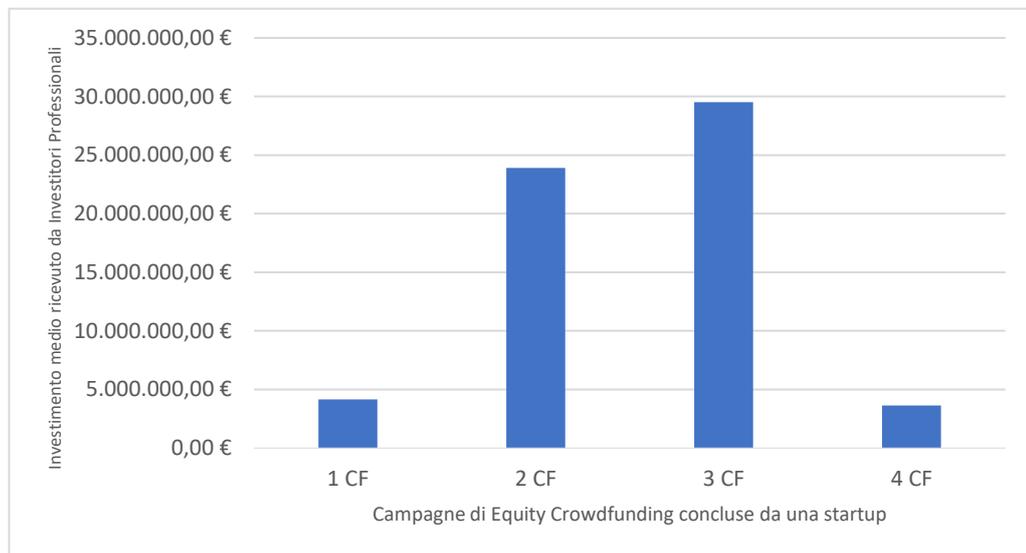


Figura 16. Ammontare degli investimenti professionali rispetto al numero di campagne crowdfunding

successo rispettivamente una, due, tre o quattro campagne di crowdfunding, si ottiene nel primo caso un investimento medio di 4.145.560 €, nel secondo e nel terzo caso importi decisamente maggiori pari a 23.984.579 € e 29.514.879 €, e per le startup che hanno concluso quattro campagne di successo si ha 3.635.583

€. I motivi per cui gli investitori professionali investano somme superiori in questi tipi di startup possono essere principalmente due: prima di tutto, più campagne concluse si traducono in una quantità maggiore di capitale immesso nella società quindi un valore post-money maggiore e quindi investimenti maggiori per gli investitori che vogliono acquistare una quota importante della startup. Si vede infatti che, sempre analizzando il campione raccolto, le startup che ricorrono ad almeno due campagne crowdfunding raccolgono dal crowd mediamente il triplo di quelle che ricorrono alla folla una sola volta. Il secondo motivo può essere legato ai segnali che due o più campagne di successo possono rappresentare per un Venture Capital in termini di risposta del mercato. Ottenere successo in più di una campagna è evidenza del fatto che tante persone condividono la fiducia in quel progetto e ne apprezzano il valore, indice di approvazione da parte del mercato. Questo è estremamente utile quando si cercano finanziamenti addizionali da altri tipi di finanziatori quali fondi di Venture Capital o Business Angel, poiché l'investimento in quella startup potrebbe sembrare loro meno rischioso. Se il numero di sostenitori fosse un indice di gradimento di mercato, dal campione analizzato si evince che, mediamente, chi conclude due campagne di Equity Crowdfunding riceve il triplo di conferme rispetto a chi ne conclude solamente una (2225 sostenitori totali contro 629), mentre chi ne fa 3 addirittura avrebbe un indice di gradimento 9 volte superiore (5865 sostenitori totali). È ovvio che andrebbero considerati tutti quei sostenitori che ripetono l'investimento in ciascuna campagna, ipotizzando che di ciascuna campagna conclusa il 70% dei backer ripete l'investimento nella campagna successiva, si avrebbero comunque risultati nettamente superiori (1784 e 4616) rispetto ai 629 sostenitori medi di chi si affida ad una singola campagna.

Infine, si riporta la distribuzione temporale dei finanziamenti degli investitori professionali nelle startup campione per valutare la crescita che si è avuta negli ultimi anni. Crescita che può essere imputata ad una combinazione tra la crescente diffusione che sta vivendo l'Equity Crowdfunding in questi anni e una

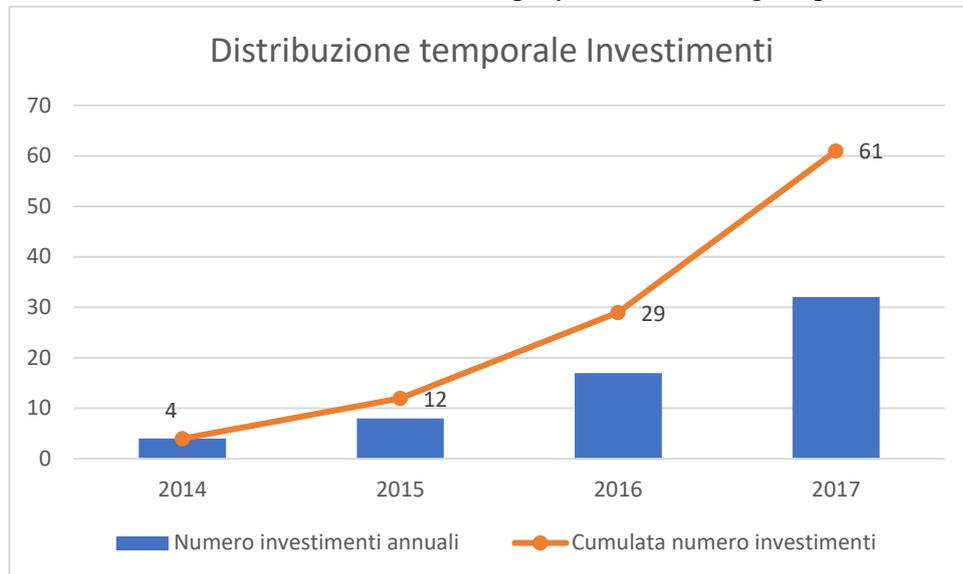


Figura 17. Distribuzione temporale degli investimenti professionali in startup che hanno utilizzato l'Equity Crowdfunding

maggior integrazione di tale strumento nel mercato del finanziamento delle startup.

CONCLUSIONI

Limiti del lavoro e passi futuri

Il fenomeno dell'Equity Crowdfunding è in continua evoluzione e le dinamiche di questo meccanismo possono mutare rapidamente. Le principali piattaforme sono relativamente giovani e di conseguenza non è stato semplice creare un database più ampio sia in termini di startup sia rispetto alle informazioni disponibili su di esse. Inoltre, la frammentazione del fenomeno nel contesto europeo ha reso ancora più difficile la creazione di un database che fosse omogeneo.

Vista la nascita recente dell'Equity Crowdfunding, le iniziative lanciate tramite tal campagne una storia ancora breve, potrebbe risultare pertanto interessante prendere in considerazione la futura evoluzione delle imprese facendo riferimento ad un arco temporale più ampio. Inoltre, quando saranno disponibili maggiori dati si può pensare di fare un'analisi comparativa tra la velocità di crescita delle imprese che riescono ad attingere sequenzialmente alle differenti forme di finanziamento e quelle che seguono un percorso di finanziamento differente, nonché valutare la percentuale di sopravvivenza di tali imprese.

Possibile scenario futuro per le piattaforme di Equity Crowdfunding

Il crowdfunding, e quello azionario in particolare che ne è l'espressione più recente, risulta ancora un fenomeno particolarmente complesso e di difficile interpretazione per gli studiosi. Le ricerche empiriche presenti in letteratura sull'argomento infatti si sono concentrate prevalentemente nell'evidenziare quelli che sono i fattori che determinano il successo o il fallimento delle iniziative lanciate tramite le piattaforme di crowdfunding. Questo lavoro di tesi invece vuole posizionarsi in un contesto più ampio, cercando di approfondire il legame che questo nuovo strumento di accesso al capitale di rischio ha con gli strumenti di finanziamento più tradizionali quali i Business Angel e le società di Venture Capital. Dopo aver trattato, nei primi due capitoli, il fenomeno del Crowdfunding da un punto di vista teorico, si è voluto riportare, con l'aiuto della letteratura già esistente, un confronto tra questo e i modelli adoperati dagli investitori professionali al fine di evidenziare somiglianze e differenze tra i modelli. Quindi, nel quarto capitolo, sono stati riportati e analizzati dati empirici che legassero in qualche modo questi differenti strumenti di fundraising. I risultati infatti hanno messo in evidenza le caratteristiche delle startup, e delle campagne di Equity Crowdfunding condotte da quest'ultime, che successivamente hanno avuto accesso a finanziamenti da Business Angel e/o Venture Capitalist. In questo senso, la tesi costituisce un nuovo contributo alla letteratura preesistente, estendendo il tema del *signaling theory* al rapporto tra l'Equity Crowdfunding e gli investitori professionali.

Alla luce dei risultati ottenuti si evince che, nonostante inizialmente il fenomeno del Crowdfunding sia stato sottovalutato dai Business Angel e dalle società di Venture Capital, una progressiva integrazione tra i modelli stia avvenendo negli ultimi anni. Dal punto di vista degli imprenditori, se si guardassero i tre modelli di finanziamento come semplici combinazioni tra la probabilità di ricevere denaro e la quantità di denaro ricevuta allora è probabile che nel giro di qualche anno l'Equity Crowdfunding prenderebbe il sopravvento sugli altri due modelli. Per quanto riguarda la probabilità di successo di una campagna, già sappiamo che grazie alla natura digitale di tale strumento che svincola l'imprenditore dall'averne un rapporto diretto con l'investitore, e grazie alla ripartizione del rischio tra tanti piccoli investitori, l'Equity Crowdfunding rende molto più semplice l'accesso al capitale di rischio per le imprese. Anche in termini di ammontare raccolto, la costante diffusione del fenomeno e il significativo impulso che darà il regolamento unico europeo potrebbe far sì che il Crowdfunding azionario superi i canali di finanziamento classici. Considerando però le caratteristiche di unicità che contraddistinguono i vari modelli, ci si rende conto che in realtà che i benefici e l'utilità che questi apportano alle iniziative che ne fanno uso non sono intercambiabili. In particolare, l'esperienza, la competenza e le risorse addizionali messe a disposizione dai Business Angel e dalle società di Venture Capital sono difficilmente replicabile da un modello che vede la folla indistinta sostituirsi ad investitori professionali. D'altro canto, il mantenimento del controllo e una minore diluizione della proprietà sono benefici ottenibili solamente utilizzando il Crowdfunding azionario, così come l'impiego di tale strumento per testare l'idea e la trazione del mercato del prodotto che la startup offre. Si vede dunque come da un'analisi più attenta l'Equity Crowdfunding risulti uno strumento differente da quelli tradizionali, anzi, per certi versi, complementare agli altri. A dimostrazione di ciò, negli ultimi anni si vede che le piattaforme di Equity Crowdfunding da un lato e gli investitori professionali dall'altro stanno apportando cambiamenti al proprio modello e al proprio modus operandi per sfruttare i vantaggi derivanti da una collaborazione. Sempre più piattaforme infatti stanno apportando modifiche al proprio modello operativo per permettere e facilitare gli investimenti provenienti da investitori

informali e istituzionali. Allo stesso tempo, alcuni Business Angel e Venture Capitalist hanno iniziato ad integrare il Crowdfunding azionario nelle loro strategie di investimento utilizzando le piattaforme per ricercare idee interessanti su cui investire.

Si prevede dunque che nei prossimi anni, anche grazie all'impulso che darà il regolamento unico europeo sul tema dell'Equity Crowdfunding, tale strumento possa trovare il suo spazio nel mercato dei finanziamenti e co-esistere con i metodi tradizionali in un ecosistema in cui ogni modello possa beneficiare dei vantaggi dell'altro. Gli investitori professionali sfrutterebbero le piattaforme per ampliare i loro confini di scelta e per utilizzare il marketing e i segnali in termini di apprezzamento del mercato provenienti da una campagna di successo di Equity Crowdfunding. Le piattaforme, invece, incentivando e favorendo gli investimenti da parte degli investitori professionali, risolverebbero le inefficienze del modello legate all'inesperienza del crowd rappresentando una protezione per gli investitori della folla. Apporterebbero esperienza su una serie di fattori che contribuiscono al processo decisionale che porta all'investimento, favorendo quindi che non vi siano lacune nelle conoscenze e nella comprensione delle iniziative da parte della folla (Brown et al., 2018).

BIBLIOGRAFIA

- Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., (2011). The geography of crowdfunding. NBER Working Paper, No. 16820.
- Agrawal, A.K., Catalini, C. Goldfarb, A. (2013). Some simple economics of crowdfunding. NBER Working Paper No. 19133, National Bureau of Economic Research: Cambridge, MA.
- Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Günther, C., Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015 - Wiley Online Library.
- Allison, T. H., Davis, B. C., Short, J. C., Webb, J. W. (2015). Crowdfunding in a prosocial microlending environment: Examining the role of intrinsic versus extrinsic cues. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 53–73.
- Alovisi, P. (2014). Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico. *Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commentata*.
- An, J., Quercia, D., Crowcroft, J. (2014). Recommending investors for crowdfunding projects. *Proceedings of the 23rd International Conference on World Wide Web*, 261-270.
- Avdeitchikova, S. (2008). On the structure of the informal venture capital market in Sweden: Developing investment roles. *Venture Capital* 10(1), 55–85.
- Avdeitchikova, S., Landström, H., Månsson, N. (2008). What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling. *Venture Capital* 10(4), 371–394.
- Babich, V., Tsoukalas, G., Marinesi, S. (2017). Does crowdfunding benefit entrepreneurs and venture capital investors? Working paper.

- Baeck, P., Collins, L., Zhang, B. (2014). Understanding alternative finance: The UK alternative finance industry report 2014. National Endowment for Science Technology & Arts, NESTA.
- Bapna, S. (2017). Complementarity of signals in early-stage equity investment decisions: Evidence from a randomized field experiment. *Management Science*, forthcoming.
- Belleflamme, P., Lambert, T., Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd - *Journal of Business Venturing*, 2014 – Elsevier
- Bechter, C., Jentzsch, S. and Frey, M. (2011). From Wisdom of the Crowd to Crowdfunding. *Journal of Communication and Computer*, 8, 951-957.
- Berger, A. N., Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance* 22 (6), 613–673
- Bretschneider, U., Knaub, K., Wieck, E. (2014). Motivations for crowdfunding: What drives the crowd to invest in start-ups? In *Proceedings of the European Conference on Information Systems (ECIS) 2014*, Tel Aviv, Israel.
- Bretschneider, U., Leimeister, J. M. (2017). Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding. *Journal of Strategic Information Systems* 26, 246–260.
- Block, J. H., Colombo, M. G., Cumming, D. J., Vismara, S. (2018a). New players in entrepreneurial finance and why they are there. *Small Business Economics* 50, 239–250.
- Block, J., Hornuf, L., Moritz, A. (2018b). Which updates during an equity crowdfunding campaign increase crowd participation? *Small Business Economics* 50, 3–27.
- Brown, R., Mawson, S., Rowe, A. (2018). Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management*, forthcoming.

- Burkett, E. (2011). A Crowdfunding Exemption? Online Investment Crowdfunding and U.S. Securities Regulation. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law* 13: 63 – 106.
- Burtch, G., A. Ghose, S. Wattal. (2013). An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets. *Information Systems Research* 24(3) 499-519.
- Burtch, G., A. Ghose, S. Wattal. (2014). Cultural differences and geography as determinants of online prosocial lending. *MIS Quarterly* 38(3) 773-794.
- Cavalieri, C., Esposito, R. (2013). Crowdfunding world 2013: report, analisi e trend. *DeRev*, p. 32.
- Chan, C.S.R., A. Parhankangas. (2017). Crowdfunding innovative ideas: How incremental and radical innovativeness influence funding outcomes. *Entrepreneurship Theory and Practice* 41(2) 237-263.
- Cholakova, M., Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out rewards-based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 145–172.
- Collins, L., Pierrakis, Y. (2012). *The venture crowd: Crowdfunding equity investment into business*. Nesta: London, UK.
- Colombo, M.G., C. Franzoni, C. Rossi-Lamastra. (2015). Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1) 75-100.
- Colombo, M.G., K. Shafi. (2016). *When Does Reward-Based Crowdfunding Help Firms Obtain External Financing?* Social Science Research Network.
- COMMISSIONE EUROPEA (2018). *Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*. UE, 08/03/2018, cit., p. 1
- Cumming, D. J., Vismara, S. (2017). De-segmenting research in entrepreneurial finance. *Venture Capital* 19(1–2), 17– 27.

- De Buysere, K; Gajda, O; Kleverlaan, R, Marom, D. (2012). A Framework for European Crowdfunding.
- De Clercq, D., Meuleman, M., Wright, M. (2012). A cross-country investigation of micro-angel investment activity: The roles of new business opportunities and institutions. *International Business Review* 21, 117–129.
- De Luca, R. (2015). Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità. *Fondazione Nazionale dei Commercialisti*, pp. 12 ss.
- Dorfleitner, G., Hornuf, L., Weber, M. (2018). Dynamics of investor communication in equity crowdfunding. *Electronic Markets* 28, 523–540.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., Dushnitsky, G. (2017a). A review and road map of entrepreneurial equity financing research: Venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. *Journal of Management* 43(6), 1820–1853.
- Drover, W., Wood, M., Zacharakis, A. (2017b). Attributes of angel and crowdfunded investments as determinants of VC screening decisions. *Entrepreneurship Theory Practice* 41(3), 323–347.
- EBAN (2014). Investment principles and guidelines. *European Business Angel Network*.
- EBAN (2017). *Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics*.
- Estrin, S., Daniel Gozman, D., Khavul, S. (2018). The evolution and adoption of equity crowdfunding: Entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Business Economics* 51, 425–439.
- European Crowdfunding Network. *A Framework for European Crowdfunding*, 2012.
- Fried, V. H., Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management* 23(3), 28–37.

- Gerber, E. M., Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction* 20(6), article 34.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J. and Scharfstein, D. (2010). Performance Persistence in Entrepreneurship. 'Journal of Financial Economics.' 96 pp: 18–32.
- Guenther, C., Hienert, C., Riar, F. (2014). The due diligence of crowdinvestors: Thorough evaluation or gut feeling only? Presented at the 12th International Open and User Innovation Conference.
- Guenther, C., Johan, S., Schweizer, D. (2018). Is the crowd sensitive to distance? How investment decisions differ by investor type. *Small Business Economics* 50
- Harrison, R. T., Mason, C. M. (2000). Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital* 2(3), 223–242.
- Harrison, R. T., Mason, C. M. (2007). Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. *Entrepreneurship Theory and Practice* 31(3): 445–472.
- Hendler, J., and J. Golbeck. (2008). Metcalfe's Law, Web 2.0, and the Semantic Web. *Journal of Web Semantics* 6 (1): 14 – 20.
- Hornuf, L., Neuenkirch, M. (2017). Pricing shares in equity crowdfunding. *Small Business Economics* 48, 795–811.
- Hornuf, L., Schmitt, M. (2017). Does a local bias exist in equity crowdfunding? The impact of investor types and portal design.
- Hornuf, L., Schmitt, M., Stenzhorn, E. (2018). Equity crowdfunding in Germany and the UK: Follow-up funding and firm failure. Max Planck Institute for Innovation and Competition Research Paper No. 17-09.

- Hornuf, L., Schwienbacher, A. (2015). Funding dynamics in crowdfunding. Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik 2015.
- Hornuf, L., Schwienbacher, A. (2016). Crowdfunding: Angel investing for the masses? In H. Landström & C. Mason (Eds.), *Handbook of Research on Business Angels* (pp. 381–397). Cheltenham: Edward Elgar.
- Hornuf, L., Schwienbacher, A. (2017). Internet-based entrepreneurial finance: Lessons from Germany.
- Hornuf, L., Schwienbacher, A. (2018). Market mechanisms and funding dynamics in equity crowdfunding. *Journal of Corporate Finance* 50, 556–574.
- Horvát, E.-Á., Wachs, J., Wang, R., Hannák, A. (2018). The role of novelty in securing investors for equity crowdfunding campaigns.
- Itenbert, O., Smith, E. E. (2017). Syndicated equity crowdfunding: The trade-off between deal access and conflicts of interest.
- Kim, K., Viswanathan, S. (2018). The “experts” in the crowd: The role of experienced investors in a crowdfunding market.
- Kleemann, Frank, G. Gunter Voss e Kerstin Rieder. (2008). Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies* 4:1, 5-26.
- Kleinert, S., Volkmann, C., Grünhagen, M. (2018). Third-party signals in equity crowdfunding: The role of prior financing. *Small Business Economics*, forthcoming.
- Kuppuswamy, V., & Bayus, B. L. (2017). Does my contribution to your crowdfunding project matter? *Journal of Business Venturing* 32(1), 72–89.
- Lambert, T., Schwienbacher, A. (2010). *An Empirical Analysis of Crowdfunding*. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1578175>
- Landström, H. (1993). Informal risk capital in Sweden and some international comparisons. *Journal of Business Venturing* 8, 525–540.

- Leland, H. E., Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance* 32(2), 371–387.
- Ley, A., Weaven, S. (2011). Exploring agency dynamics of crowdfunding in start-up capital financing - *Academy of Entrepreneurship Journal*, 2011
- Lukkarinen, A., Seppälä, T., Wallenius, J. (2017). Investor motivations and decision criteria in equity crowdfunding.
- Macht S. A., Weatherstone J. (2014). The Benefits of Online Crowdfunding for FundSeeking Business Ventures.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., Narasimha, P. N. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing* 1, 119–128.
- Martin, T. (2013). The Jobs Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd. p. 11.
- Mason, C. M., Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: A review of potential data sources. *Venture Capital* 10(4), 309–330.
- Massolution crowdfunding industry statistics 2015-2016.
- Maula, M., Autio, E., Arenius, P. (2005). What drives micro-angel investments? *Small Business Economics* 25, 459–475.
- Maula, M., Lukkarinen, A. (2018). Cross-border equity crowdfunding: The roles of national distances, co-ethnicity, and attention. Presented at the Strategic Management Society Annual Conference, Paris, France.
- Meinshausen, S., Schiereck, D., & Stimeier, S. (2012). Crowdfunding als Finanzierungsalternative Innovative Ansätze in der Unternehmensfinanzierung. *WiSt*, 11 (November 2012), 583–588.
- Mochkabadi, K., Volkmann, C. K. (2018). Equity crowdfunding: A systematic review of the literature. *Small Business Economics*, forthcoming.

- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of business venturing*, 2014 – Elsevier.
- Mollick, E.R., V. Kuppuswamy. (2014). After the campaign: Outcomes of crowdfunding. Social Science Research Network.
- Moritz, A., Block, J., Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: A qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets* 7(3), 309–342.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. e Parasuraman, A. (2011). Crowd-Funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms. *Journal of Service Management* 22 (4).
- Osterwalder, A., Pigneur, Y. (2010). *Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers, and Challengers*, 1 – 288. Hoboken, NJ: Wiley. ISBN: 978-0-470-87641-1.
- Pais, I., Peretti, P., Spinelli, C. (2014). Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità. Egea, pp. 16 ss.
- Piva, E., Rossi-Lamastra, C. (2018). Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding. *Small Business Economics* 51, 667–686.
- Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking and Finance* 22, 785–792.
- Ralcheva, A., Roosenboom, P. (2016). On the road to success in equity crowdfunding.
- Riding, A. L. (2008). Business angels and love money investors: Segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital* 10(4), 355–369.
- Robb, A., Robinson, D. (2014). The capital structure decisions of new firms. *Review of Financial Studies*, 27, 153–179.
- Roma, P., A.M. Petruzzelli, G. Perrone. 2017. From the crowd to the market: The role of rewardbased crowdfunding performance in attracting professional investors. *Research Policy* 49(9) 1606-1628.

- Rossi, M. (2014). The new ways to raise capital: An exploratory study of crowdfunding. *International Journal of Financial Research* 5(2), 8–18.
- Ryan, R. M., Deci, E. L. (2000). Intrinsic and extrinsic motivations: Classic definitions and new directions. *Contemporary Educational Psychology* 25, 54–67.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics* 27, 473–521.
- Schwienbacher, A. (2007). A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constrained entrepreneurs. *Journal of Business Venturing* 22, 753–781.
- Schwienbacher, A., Larralde, B. (2012). Crowdfunding of entrepreneurial ventures. In Cumming, D. (Ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, 369–391. Oxford University Press: Oxford, UK.
- Signori, A., Vismara, S. (2016). Returns on investments in equity crowdfunding.
- Sørheim, R., Landström, H. (2001). Informal investors: A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development* 13(4), 351–370.
- Statista Digital Market Outlook (2019). *Fintech Report 2019 – Alternative Financing*. Article number: did-44525-1
- Streletzki, J.-G., Schulte, R. (2013). Which venture capital selection criteria distinguish high-flyer investments? *Venture Capital* 15(1), 29–52.
- Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy* 17(2), 89–103.
- Sullivan, M. K., Miller, A. (1996). Segmenting the informal venture capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research* 36, 25–35.
- Surowiecki, J. (2005). *The Wisdom of the Crowds*. Anchor Books 2005

- Szerb, L., Rappai, G., Makra, Z., Terjesen, S. (2007). Informal investment in transition economies: Individual characteristics and clusters. *Small Business Economics* 28, 257–271.
- Tomczak, A., Brem, A. (2013) - *Venture Capital, 2013* - Taylor & Francis, A conceptualized investment model of crowdfunding. *Journal Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* Volume 15.
- Tuomi, K., Harrison, R. T. (2017). A comparison of equity crowdfunding in four countries: Implications for business angels. *Strategic Change* 26(6), 609–615.
- Tyebjee, T. T., Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science* 30(9), 1051–1066.
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital* 2(2), 91–109.
- Vanacker, T. (2013) *Effect of crisis on start-ups*, p. 12.
- Venture Capital deals: (2017). *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2017*. London: BVCA.
- Venturelli, V., Pedrazzoli, A., Gualandri, E. (2018). Birds of a feather flock together and get money from the crowd.
- Voorbraak, K. J. M. (2011). *Crowdfunding for Financing New Ventures: Consequences of the Financial Model on Operational Decisions*. Eindhoven: Eindhoven University of Technology.
- Walthoff-Borm, X., Schwienbacher, A., Vanacker, T. (2018). Equity crowdfunding: First resort or last resort? *Journal of Business Venturing* 33, 513–533.
- Wilson, K. E., Testoni, M. (2014). *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*.

Younkin, P., V. Kuppuswamy. (2017). The colorblind crowd? Founder race and performance in crowdfunding. *Management Science*.

Zecchini, S. (2009), The impact of global crisis on SMEs and Entrepreneurship financing and policy response, p.8.

Ziegler, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N., Hao, R., Zhang, B. (2018). Expanding horizons: The 3rd European alternative finance industry report. Cambridge Center for Alternative Finance: Cambridge, UK.