

**Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Finanza Aziendale Avanzato**

Il Crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Relatore

Chiar.mo Professore

Raffaele Oriani

Candidato

Andrea Natale

Matr. 632601

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Indice

Introduzione.....	3
1. Il finanziamento di imprese innovative.....	8
1.1 Ciclo di vita e bisogni finanziari.....	9
1.2 Finanziare l'innovazione tramite debito.....	12
1.3 Equity gap.....	15
1.3.1 Misurare l'equity gap.....	19
1.3.2 Un modello di stima per l'Italia.....	27
2. Nuovi strumenti di finanziamento.....	35
2.1 Modelli di crowdfunding.....	39
2.2 Gli attori.....	44
2.2.1 Piattaforme di crowdfunding.....	44
2.2.2 I creator.....	51
2.2.3 Crowdfunders.....	52
2.3 Rischi e criticità.....	54
2.4 Il quadro normativo.....	57
2.4.1 La legislazione negli USA: il JOBS Act e la SEC.....	58
2.4.2 Il panorama legislativo in Europa.....	62
2.4.3 Il mercato italiano e il Decreto Crescita 2.0.....	63
3. Crowdfunding ed equity gap.....	72
3.1 Folla e investitori scelgono diversamente?.....	73
3.1.1 Il processo di valutazione dei venture capitalist.....	73
3.1.2 La valutazione degli investimenti nel crowdfunding.....	75
3.2 L'equity crowdfunding come soluzione all'equity gap.....	83
3.2.1 Il caso di Seedrs.....	84
Conclusioni.....	96
Bibliografia.....	102

Introduzione

Negli ultimi anni un interesse sempre maggiore è stato riversato sul fenomeno delle startup innovative, piccole e medie imprese di nuova costituzione che basano il proprio modello di business e il proprio vantaggio competitivo sulla creazione o sullo sfruttamento di nuove tecnologie.

Interesse che è testimoniato dal proliferare di iniziative pubbliche e private a supporto di queste e finalizzate alla creazione di un ecosistema imprenditoriale che sia capace di sostenerle e incentivarne la nascita: sono un esempio gli acceleratori e incubatori di impresa nati negli ultimi 2 o 3 anni, l'apertura di nuovi fondi di venture capital così come l'aumentare di eventi e iniziative di imprese già costituite¹ a supporto di queste nuove imprese.

Ciò è giustificato da una parte dal potenziale che nuove imprese tecnologiche e, quindi, nuove tecnologie possono offrire per creare nuove opportunità di investimento e, dall'altra, dalla loro capacità di offrire nuove soluzioni ai problemi strutturali della nostra economia.

È ormai largamente accettato il ruolo ricoperto dagli investimenti in ricerca e sviluppo e in imprese innovative, che spesso basano il proprio business model sulla ricerca e sviluppo di nuove tecnologie, nella creazione di PIL e di nuovi posti di lavoro.

Quest'evidenza ha spinto diversi governi, quello statunitense, quello italiano e quello

¹ Sono diverse le imprese che hanno investito, a diverso titolo, su queste attività imprenditoriali. Solo per fare alcuni esempi possiamo citare i programmi sostenuti dalle tre principali compagnie telefoniche operanti in Italia, le iniziative sostenute da Unicredit e altri istituti bancari.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese europeo, a investire sul settore tramite interventi legislativi. Come vedremo nel secondo capitolo, ciò è avvenuto negli Stati Uniti con una serie di iniziative dell'amministrazione Obama, culminate con il JOBS Act, mentre in Italia il governo Monti ha promosso due Decreti Legge, rinominati Decreto Sviluppo e Decreto Sviluppo 2.0.

L'importanza generalmente riconosciuta alla nascita di nuove imprese innovative impone di doversi interrogare su quali siano quei fattori che ne frenano la nascita e lo sviluppo con effetti negativi per l'economia nel suo complesso.

Generalmente queste iniziative tendono ad avere un maggiore rischio, dovuto all'innovatività della loro attività di impresa e ciò spiega, almeno in parte, il perché siano caratterizzate da tassi di default molto più alti rispetto a imprese tradizionali.

Oltre al rischio fisiologico, però, queste imprese sono limitate da situazioni patologiche del mercato. Una di queste è relativa alle difficoltà incontrate da molte startup nel reperire le risorse finanziarie necessarie al proprio sostentamento e alla propria crescita.

Come si vedrà nel primo capitolo, queste imprese sono solitamente caratterizzate da un fabbisogno finanziario molto elevato, soprattutto nelle prime fasi della loro vita, e tale fabbisogno deve essere soddisfatto tramite capitale di rischio poiché la rischiosità dell'iniziativa, la mancanza di fatturato nei primi anni di vita e la necessità di mantenere i capitali raccolti per lunghi periodi di tempo non permettono di rivolgersi efficacemente a altre fonti come l'autofinanziamento o il debito (corrente o finanziario).

Un problema comune è stato riscontrato proprio relativamente nell'accesso a capitale di rischio, cioè l'impossibilità per progetti e imprese meritevoli di finanziamento di raccogliere le risorse finanziarie di cui necessitano a causa di fallimenti del mercato

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese dei capitali.

Questa situazione patologica dei mercati prende il nome di equity gap e sarà l'oggetto della trattazione del primo capitolo.

Questa situazione di fallimento del mercato porta imprese che in condizioni normali avrebbero accesso al capitale di rischio a non riuscire a finanziare il proprio sviluppo e, di conseguenza, limita gli effetti positivi che la nascita di nuove imprese porta all'economia di un paese.

Una delle possibili soluzioni a questo problema è costituita dal crowdfunding, un modello di finanziamento “dal basso” che si è affermato negli ultimi anni e, in particolare, dall'equity crowdfunding.

Nato con lo scopo di finanziare progetti artistici e a carattere sociale, si è presto diffuso, in varie forme, come uno strumento per finanziare progetti innovativi e tecnologici.

Il crowdfunding è un processo di finanziamento che sfrutta apposite piattaforme online per raccogliere piccoli investimenti da una moltitudine di piccoli investitori al fine di supportare finanziariamente progetti o iniziative imprenditoriali.

Sebbene il singolo investimento abbia un importo unitario molto piccolo (anche uno o due dollari), la capacità dimostrata da queste piattaforme di raccogliere un elevato numero di sostenitori a permesso ad alcuni progetti di raccogliere cifre molto elevate, in alcuni casi anche superiori ai 10 milioni di dollari.

Esistono diversi modelli di crowdfunding. Il secondo capitolo si concentrerà sui due modelli più adatti a sostenere il finanziamento di nuove attività imprenditoriali, cioè il reward based model e l'equity model.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Nel primo caso i finanziatori cedono risorse finanziarie in cambio di un benefit che può avere diversa entità ma che, in genere, si sostanzia nella possibilità di avere in anteprima il prodotto finanziato. Questo modello è ad oggi il più diffuso.

L'equity model, invece, prevede uno scambio fra finanziatori e impresa basato su quote rappresentative del capitale di questa: in cambio del capitale investito, questi entrano a far parte della compagine societaria acquisendo i diritti e i doveri spettanti ai soci.

Questo modello è di ideazione più recente e in diversi paesi, fra cui l'Italia e gli Stati Uniti, ha richiesto interventi legislativi da parte dei governi nazionali per poter essere introdotto sul mercato.

È questo il caso dei già citati JOBS Act e del Decreto Crescita 2.0.

In entrambi i casi il governo americano e quello italiano hanno ritenuto opportuno introdurre delle modifiche all'ordinamento vigente per permettere a startup e, nel caso statunitense, alle piccole imprese di raccogliere capitali tramite questo strumento.

L'obiettivo esplicito di questi interventi legislativi era, appunto, di liberare nuove risorse finanziarie da destinare alle startup e alle imprese innovative con la conseguente ricaduta positiva per posti di lavoro e prodotto interno lordo, messi a dura prova dalla crisi finanziaria iniziata nel 2008.

L'introduzione di questo nuovo strumento nel nostro ordinamento ha avuto un processo lungo e articolato, dovuto soprattutto alla necessità di dover mantenere coerente il sistema normativo con i principi di tutela del pubblico risparmio e, quindi, di inserire nel processo di finanziamento online una serie di tutele e garanzie per i piccoli investitori.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Sebbene per il momento si tratti ancora di realtà di piccola entità, si sta assistendo in tutta Europa a una rapida crescita di questi particolari modelli di crowdfunding.

Nel 2013 il mercato del crowdfunding in Germania ha raggiunto i 15 milioni di euro e nel Regno Unito ha un valore di 28 milioni di sterline. Nonostante ciò, i rispettivi tassi di crescita - seppure da un livello di partenza molto basso – si sono attestati a 348% e 371%, rispettivamente.

Vista l'importanza generalmente riconosciuta a questi strumenti, dunque, rimane da analizzare se e come il crowdfunding, e in particolare l'equity crowdfunding, riesca a risolvere i fallimenti del mercato che sono alla base dell'equity gap e in che modo riesca a creare reali benefici per l'economia nel suo complesso.

1. Il finanziamento di imprese innovative

Il contributo delle piccole e medie imprese (PMI o SME, small and medium-sized enterprise)² alla creazione di posti di lavoro, innovazione³ e crescita economica, sia nei paesi sviluppati sia in quelli in via di sviluppo, è ampiamente accertato. Un contributo particolarmente importante alla crescita e allo sviluppo tecnologico di un'economia è dato dalla frazione di SME che basano il proprio vantaggio competitivo sulla creazione o lo sfruttamento di innovazione, le cosiddette ISME. Ciò è ancora più rilevante nelle economie sviluppate dove l'aumento di produttività è generato più dall'innovazione e dalla diffusione di conoscenza che dall'accumulazione di capitali.⁴

Le tecnologie generate per mezzo di attività innovative, come investimenti in ricerca e sviluppo (R&D), hanno un impatto positivo e duraturo nel lungo termine sia rispetto ai tassi di occupazione sia del PIL. Di conseguenza, la capacità di un paese di innovare gli permette di sostenere la propria crescita nel lungo termine.

2 Non vi è una definizione univoca di SME. L'OECD le definisce come imprese indipendenti con un numero di lavoratori dipendenti inferiori a un determinato numero di unità che può variare dai 250 dipendenti per i paesi europei ai 500 per gli USA. In alcuni paesi il limite può scendere fino a 200 unità. Inoltre, per le imprese con meno di 50 dipendenti può essere utilizzata la definizione di piccola impresa. Inoltre, dal 2005, nei paesi UE vengono previsti anche dei limiti nella dotazione finanziaria e nei risultati di bilancio perché possano essere definite come SME. Vedasi OECD (2005). *“OECD SME and Entrepreneurship Outlook”*, Parigi.

3 La definizione di innovazione adottata è quella espressa dal “Manuale di Oslo”. Ci riferiamo al processo a livello micro che conduce principalmente a innovazioni tecnologiche di prodotto (beni e servizi) e processo. Sono inclusi i cambiamenti scientifici, tecnologici, organizzativi, finanziari e commerciali che portano all'implementazione di nuovi o migliorati prodotti e processi. Si veda OECD (2005) *“Oslo-Manual – Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data”*, 3rd ed., Parigi.

4 Bottazzi L., Da Rin M. and Giavazzi F. (2001). *“Research, Patent and Financing of Ideas: Why is the EU Potential so Low?”*, Working Paper for the Group of Economic Analysis of the European Commission.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

L'innovazione tecnologica è stata inoltre identificata come una delle vie percorribili per perseguire gli obiettivi della Strategia di Lisbona 2000, promossa dall'Unione Europea. La scarsità di innovazione è stata, inoltre, indicata come uno dei fattori alla base degli scarsi risultati riguardo la crescita di produttività e lo sviluppo economico registrati in Europa.⁵

Alla luce del ruolo ricoperto dalla creazione e dello sviluppo di queste imprese, è necessario comprendere quali fattori possano limitare o impedire la nascita e la crescita di queste iniziative imprenditoriali e, in particolare, le difficoltà finanziarie che possono limitarne il potenziale.

Uno dei principali problemi che le SME e le ISME incontrano è, infatti, relativo alla raccolta dei capitali necessari al loro sviluppo. A causa dei vincoli finanziari che queste possono incontrare, tali imprese possono essere vittime di financing e equity gap anche nelle economie sviluppate.

1.1 Ciclo di vita e bisogni finanziari

Il processo che va dalla nascita di un'idea innovativa di business fino alla sua maturità e al suo ingresso nel mercato viene solitamente diviso in quattro fasi⁶, caratterizzate da diversi livelli di rischio, diverso grado di sviluppo dell'impresa e, di conseguenza, da diversi bisogni finanziari: *seed*, *start-up*, *early growth* e *sustained growth*.

5 European Commission (2002) “*Productivity: The Key to Competitiveness of European Economies and Enterprises*”, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, COM (2002) 262 final, Bruxelles.

6 Bank of England (1985). “*The financing of Technology-Based Small Firms*”. Londra, Febbraio.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

La prima fase è quella di *seed* durante la quale viene concepita l'idea di business. È caratterizzata da un'elevata incertezza riguardo i possibili risultati a causa dell'alto rischio di fallimento e dalla presenza di fattori sconosciuti che circondano l'idea. Le risorse finanziarie necessarie sono limitate ai costi associati alla validazione dell'idea e della tecnologia. Il volume delle vendite è nullo così come l'intensità di capitale. Inoltre, l'elevata incertezza che caratterizza questa fase e l'assenza di risultati operativi rende estremamente difficile il ricorso a fonti esterne di finanziamento⁷. Il futuro sviluppo dell'impresa deve quindi essere sostenuto dalle risorse dell'imprenditore stesso.

Una volta validata l'idea si passa alla fase di *start-up*. L'idea viene implementata e presentata. In questa fase la probabilità di fallimento è molto alta ed è necessario un ammontare elevato di risorse finanziarie per sviluppare il progetto, raggiungere la capacità produttiva necessaria e investire in capitale operativo. Inizialmente i costi continuano a crescere mentre i ricavi si mantengono al livello della fase di *seed* e di conseguenza si assiste alla crescita dell'intensità di capitale. Questa fase è quindi caratterizzata da un più alto livello di rischio operativo e dal bisogno di finanziamenti di grandi dimensioni che, nella maggior parte dei casi, devono provenire da fonti esterne.

Nella fase di *early growth* il livello di rischio operativo diminuisce gradualmente mentre continua a essere elevato il fabbisogno finanziario a causa della necessità di finanziare la rete distributiva, l'alta intensità di capitale richiesta per investimenti nella capacità produttiva e la rapida crescita del capitale operativo. In questa fase, l'aumento delle vendite permette all'impresa di aumentare il proprio autofinanziamento che tuttavia non risulta ancora adeguato a renderla autosufficiente. Ciò rende ancora necessaria la presenza di investitori esterni all'impresa.

⁷ Fanno eccezione quelle risorse finanziarie investite sotto forma di grant o conferite da acceleratori e incubatori d'impresa ma, in entrambi i casi, l'investimento è propedeutico a sostenere l'impresa durante il periodo di accelerazione.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Infine, nella fase di *sustained growth* il tasso di crescita delle vendite rallenta. Il grado di intensità di capitale si assesta su valori mediamente inferiori a quelli iniziali mentre, grazie all'incremento dei ricavi, l'ammontare di risorse finanziarie generate dall'attività operativa cresce. Il rischio dell'attività imprenditoriale si stabilizza e le fonti esterne sono utilizzate per garantire equilibrio finanziario all'azienda.

Sostenere la crescita di nuove imprese innovative è finanziariamente difficile, soprattutto nelle fasi di *start-up* e *early growth* poiché difficilmente hanno la possibilità di reperire le risorse necessarie tramite l'accantonamento di utili. L'intervento di soggetti esterni rimane pertanto fondamentale.

Lo spettro di contratti che queste imprese possono utilizzare per raccogliere capitali è limitato dall'elevato livello di rischiosità associata alla gestione operativa e finanziaria. Questo problema colpisce buona parte delle piccole o nuove imprese per la loro particolare combinazione di rischio e rendimento.

L'accesso a risorse finanziarie esterne per le ISME è poi limitata a causa di imperfezioni nel mercato dei capitali attribuibili a diversi fattori, a causa della legislazione fiscale e di problemi di asimmetria informativa, su cui ci si soffermerà in questo capitolo, oltre che da costi di agenzia e di transazione.

L'effetto delle imperfezioni che caratterizzano il mercato è quello di restringere l'offerta di fonti esterne a causa dei costi e della disponibilità associati alle varie forme di finanziamento.

In particolare, queste imprese sono caratterizzate dalla difficoltà di finanziare il proprio sviluppo attraverso il capitale di debito.

1.2 Finanziare l'innovazione tramite debito

Il ricorso al credito potrebbe essere inappropriato per diverse ragioni.

Innanzitutto, i contratti di debito non sono adatti per gli investimenti in imprese high-tech poiché i creditori non traggono vantaggio dei risultati positivi e sono interessati unicamente alla parte inferiore della distribuzione dei rendimenti⁸. Quando i ricavi sono molto incerti, come nel caso delle imprese innovative, il ritorno atteso dei creditori può essere negativo.

La natura innovativa del business impedisce una facile valutazione poiché essa dipende strettamente dalla comprensione dell'innovazione apportata, il cui successo è tipicamente incerto. Insieme all'assenza di track record e all'alto rischio operativo e finanziario, si rende difficile valutare la reale qualità creditizia dell'impresa ed è più probabile la presenza di fenomeni di *adverse selection*. In quest'ipotesi, i creditori potrebbero scegliere di razionare il credito piuttosto che aumentare il tasso di interesse richiesto, aumentando così le probabilità di attrarre solo i debitori più rischiosi⁹.

L'asimmetria informativa aumenta nel caso di progetti innovativi poiché l'imprenditore possiede migliori informazioni riguardo la natura del progetto e le sue possibilità di successo rispetto alla controparte finanziaria. Questo è un ottimo esempio di *lemon market*¹⁰, in cui l'asimmetria informativa porta a una significativa riduzione degli scambi e al fallimento del mercato colpendo i beni di qualità

8 Stiglitz J. (1985). “*Credit markets and capital control*”, *Journal on Money, Credit and Banking*, vol. 17. Maggio.

9 Stiglitz J., Weiss A. (1981). “*Credit rationing in market with imperfect information*”, *American Economic Review*, vol. 71. Giugno.

10 Akerlof G. (1970). “*The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, *Quarterly Journal of Economics* 84.

migliore.

La difficoltà nel comprendere e valutare i progetti, inoltre, può portare a fenomeni di *moral hazard* in cui il management potrebbe trovare convenienza nell'aumentare la rischiosità dell'investimento successivamente all'ottenimento delle nuove risorse finanziarie.

Allo stesso tempo, queste imprese tendono a investire gran parte delle proprie risorse (soprattutto nelle fasi iniziali di validazione e start-up) nella ricerca e sviluppo e non detengono un livello accettabile di collaterali da poter dare in garanzia. La scarsità di garanzie porterebbe all'aumento del costo del finanziamento fino a limitare la possibilità di accedere al capitale di debito. Inoltre, in assenza di garanzie adeguate, i costi generati dall'insorgere di difficoltà finanziarie possono essere estremamente elevati. In particolare possono portare alla perdita di dipendenti chiave nella creazione di valore per l'impresa e all'abbandono di progetti cruciali.¹¹

Una possibile soluzione ai problemi derivanti dalle asimmetrie informative è stato visto nel *relationship lending*, cioè nel mantenimento di relazioni a lungo termine fra banca e PMI con la garanzia di rinnovare il finanziamento nel tempo. Ciò dovrebbe permettere alla banca di migliorare la selezione e il monitoraggio dell'operazione¹² e acquisire un quantità maggiore di informazioni¹³ riducendo i costi legati al loro reperimento.

Questo tipo di rapporto sembra essere lo strumento migliore per soddisfare i bisogni

11 Brealey R., Myers S. (2000). *Principle of Corporate Finance*, Boston: Irwin/McGraw-Hill.

12 Diamond D. W. (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, 51.

13 Ramakrishnan R. T. S. Thakor A. V. (1984). "Information Reliability and the Theory of Financial Intermediation", *The Review of Economic Studies*, 51.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese finanziari delle piccole imprese¹⁴. Ciò, però, a patto che abbiano raggiunto un certo grado di maturità o che operino in un mercato maturo¹⁵. Le caratteristiche prima citate delle ISME rendono difficile il ricorso a questo tipo di rapporto che non può quindi essere sfruttato per mitigare i problemi relativi al ricorso al capitale di terzi¹⁶.

Le stesse problematiche permangono anche nel caso del ricorso a finanziamenti in equity ma questo, diversamente dal ricorso al credito, assicura che sia l'imprenditore, sia l'investitore condividano gli stessi obiettivi riguardo all'aumento dei profitti. Ciò dipende dalla maggiore partecipazione dell'investitore alla vita dell'impresa e dei suoi risultati.

Appurata l'importanza del ricorso di rischio proprio per finanziare la nascita e la crescita di imprese innovative e l'importanza che queste hanno nella crescita e nello sviluppo del panorama economico di un paese, come testimoniato dai numerosi interventi di diversi governi nazionali, è necessario analizzare se il mercato dell'equity riesca efficacemente a soddisfare i bisogni finanziari di queste imprese e, in particolare, se alla domanda di capitale proprio equivalga un'offerta di pari valore.

14 Berger B., Udell G. (2002). “*Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organisational structure*”, *Economic Journal*, vol. 112. Febbraio.

15 Landi A., Rigon A. (2006). *Finanza e sviluppo delle PMI in Europa: ruolo delle banche e dell'intervento pubblico*. Bancaria Editrice, Roma.

16 Himmelberg C. P., Petersen B. C. (1994). “*R&D and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries*”, *Review of Economic and Statistics*, 76.

1.3 Equity gap

Le *Technology Based Firms* (TBF), e più in generale le piccole imprese, incontrano particolari problemi nel reperimento delle risorse finanziarie. Questi problemi si manifestano virtualmente in tutte le fasi della vita dell'impresa e, soprattutto, nel periodo di early stage.¹⁷

Con il termine *financing* o *funding gap* ci si riferisce a una situazione nella quale, a causa del fallimento del mercato, imprese meritevoli non ottengono le risorse finanziarie che otterrebbero in mercati efficienti. Un caso particolare è costituito dall'*equity gap*, situazione in cui vi è una domanda non soddisfatta di finanziamenti in capitale di rischio nelle fasi iniziali della vita di un'impresa.

Le ragioni del fallimento del mercato possono essere diverse: fattori fiscali, asimmetrie informative e la presenza di costi di agenzia e transazione. A questi fattori si deve aggiungere l'inadeguatezza di alcuni sistemi finanziari nel sostenere il finanziamento di progetti innovativi.

È necessario puntualizzare che con il termine *financing gap* si identifica semplicemente la situazione in cui la domanda e l'offerta di capitale non riescono a eguagliarsi. Non viene fatta alcuna distinzione fra gap effettivo e percepito.

L'evidenza che alcuni soggetti non riescano a ottenere i capitali di cui necessitano non prova l'esistenza di un *financing gap* e quindi di un fallimento di mercato poiché, anche in un mercato efficiente, non tutte le imprese riusciranno a ottenere le risorse richieste in quanto considerate troppo rischiose in rapporto al rendimento atteso dall'investimento.

¹⁷ Walker D.A. (1989). "*Financing the small firm*", Small Business Economics.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Prove dell'esistenza di un equity gap si hanno nel Regno Unito già dagli anni 30 del ventesimo secolo con il Mcmillan report del 1931. Ricerche successive hanno rivelato come questa situazione di fallimento dipenda da difetti sia della domanda sia dell'offerta di capitali ma non vi sono evidenze conclusive su quale dei due lati sia predominante. L'importanza relativa delle criticità dal lato della domanda o dell'offerta dipende dal livello di sviluppo del settore finanziario.

Difficoltà nella raccolta delle risorse finanziarie necessarie sono considerate i principali limiti alla crescita delle SME nel Regno Unito.¹⁸ In questo contesto riveste particolare importanza la presenza di fondi di venture capital¹⁹ come fonte di risorse finanziarie per le piccole imprese. Ricerche condotte in UK hanno riportato come, a seguito dello sviluppo del mercato del venture capital, si sia osservata la riduzione dell'equity gap.²⁰ Gli investitori privati, però, non sono comunque riusciti a soddisfare completamente la domanda di risorse finanziarie e ciò pone le basi per un intervento pubblico volto a colmare il gap.

La difficoltà nell'ottenere capitali e le caratteristiche dell'equity gap dipendono dal livello di sviluppo dei singoli sistemi finanziari. In particolare, un fattore rilevante è lo sviluppo di un mercato del private equity e la presenza di intermediari quali investitori informali come business angel e venture capitalist.

Inoltre, riveste una grande importanza la presenza di mercati dei capitali efficienti che permettano agli investitori di conseguire exit soddisfacenti.

18 ACOST (1990). *The Enterprise Challenge: Overcoming Barriers to Growth in Small Firms*. HMSO, Londra.

19 OECD (2004). "Financing innovative SMEs in a global economy", 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium Sized Enterprises (SMEs), Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy, Istanbul, Turkey, 3–5 June.

20 Mason C.M., Harrison R.T. (1992). "The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap", *Entrepreneurship and Regional Development* 4.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Nella maggior parte dei paesi sviluppati, non vi è evidenza di un diffuso financing gap che colpisca le piccole e medie imprese. Nell'OCSE, lo sviluppo dei mercati finanziari e la competizione nel mercato del credito hanno reso attrattivo il finanziamento delle SME e hanno spinto le banche a sviluppare strumenti adeguati alle necessità delle imprese. Anche nelle economie sviluppate, però, le ISME possono dover fronteggiare problemi nel reperimento di capitali, soprattutto di capitale proprio, a causa del maggior profilo di rischio che le caratterizza.

L'equity gap nelle fasi iniziali della vita delle ISME è causato da fallimenti del mercato che portano alla mancata disponibilità di prodotti e servizi finanziari nello specifico segmento del sistema finanziario. Il principale strumento per fronteggiare questa situazione è stato, quindi, lo sviluppo di un mercato domestico del venture capital. Ciononostante, la domanda di capitale di rischio non è completamente soddisfatta dagli operatori di venture capital e ciò ha giustificato l'intervento di autorità pubbliche nazionali e sovranazionali nel tentativo di colmare tale gap.²¹

I fattori che portano al fallimento di mercato sono diversi. Innanzitutto la presenza di asimmetria informativa come prima descritto. Altro problema è quello dello *small ticket problem*²², cioè la domanda di operazioni finanziarie di scala ridotta, solitamente di dimensioni inferiori a quelle che giustificherebbero l'operazione per il venture capitalist ma troppo elevate per i *business angel*.

Altri problemi si manifestano quando il venture capitalist tenta di liquidare l'investimento qualora non sia possibile rivolgersi a mercati finanziari dove procedere al listing per quel tipo di azienda.²³

21 Mason C.M., Harrison R.T. (1997). "Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the UK: Is there still a Role for the Public Sector?", Small Business Economics, 9.

22 Petrella G. (2001). "Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa", Quaderni, no. 4, Maggio.

23 Murray G. (1994). "The second equity gap: exit problems for seed and early stage venture

Rispetto al mercato statunitense, nel sistema finanziario europeo tradizionalmente ha un ruolo centrale il settore bancario mentre si assiste a un sottosviluppo dei mercati finanziari e di investitori specializzati che abbiano le competenze per sostenere progetti innovativi e la volontà di assumersi il rischio insito nel finanziamento di questi.²⁴

Nonostante la ricerca scientifica abbia prodotto risultati discordanti, sarebbe da ridimensionare, almeno per le economie sviluppate, l'importanza di una dimensione regionale del fenomeno, causata dalla prossimità geografica fra operatori specializzati in operazioni di venture capital e imprese richiedenti finanziamenti in capitale di rischio.²⁵ Ciò in quanto gli effetti generati dalla vicinanza geografica potrebbero essere replicati con altri tipi di strumenti.²⁶ Tale evidenza potrebbe però essere smentita in contesti nazionali diversi.

Dal lato della domanda, invece, gli imprenditori sembrano riluttanti sia a fornire le informazioni necessarie per la valutazione del loro business, sia a cedere quote o il controllo della loro azienda in stato embrionale. Un *culture gap*, questo, che rende difficile per l'imprenditore condurre relazioni con i potenziali investitori e valutare le varie opzioni finanziarie disponibili. Di conseguenza l'*equity gap* può essere suddiviso in due scenari: un *finance gap* e un *knowledge gap*²⁷

Nel primo caso, il *finance gap*, per certi investimenti, per i potenziali investitori il

capitalist and their investee companies", International Small Business Journal, 12.

24 Rajan R., Zingales L.(2001). "Financial Systems, Industrial Structure and Growth", Oxford Review of Economic Policy, 17.

25 Fritsch M., Schilder D. (2006). "Does venture capital investment really require spatial proximity? An empirical investigation", Freiberg working papers, No. 2006,07.

26 Fritsch M., Schilder D. (2006). "Is venture capital a regional business? The role of syndication", Freiberg working papers, No. 2006,09.

27 Harding R. (2002). "Plugging the Knowledge Gap: International Comparison of the Role for Policy in the Venture Capital Market", Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, 4.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese
costo dell'informazione è troppo alto in rapporto al rendimento atteso rispetto a progetti di larga scala con un livello di rischio più basso. Questo porta a un graduale aumento del valore medio delle operazioni.

Nel caso di knowledge gap, la domanda e l'offerta per un piccolo ammontare di fondi subisce l'asimmetria informativa riguardo il potenziale di crescita di alcuni business, specialmente nel settore high-tech. Di conseguenza i portafogli di investimento tendono a favorire settori più maturi e a basso rischio.

1.3.1 Misurare l'equity gap

Si è visto come la creazione e la crescita di ISME sia di importanza cruciale per la crescita economica e per la creazione di posti di lavoro e di come limitazioni finanziarie possano rappresentare un grave impedimento per lo sviluppo di queste imprese. Di conseguenza, è fondamentale verificare l'esistenza e determinare le dimensioni dell'equity gap.

Il problema della misurazione dell'equity gap è di non facile soluzione. La definizione stessa di equity gap, come situazione in cui imprese meritevoli non riescono a ottenere il capitale di rischio che otterrebbero in un mercato efficiente, pone diverse difficoltà.

Essendo generato da un fallimento del mercato, prima di poter procedere a una stima, si devono stabilire quali sono le condizioni che, in un mercato efficiente, permetterebbero a domanda e offerta di eguagliarsi. Inoltre, è difficile provare l'esistenza di financing gap usando serie statistiche poiché queste non riflettono la presenza di domanda insoddisfatta. Altra criticità è la difficoltà di riconoscere il

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese merito delle imprese richiedenti equity.²⁸

Di conseguenza, molti studi sono basati su interviste e questionari, nonostante i limiti di questo tipo di analisi.

I risultati di questi studi sono spesso approssimativi e possono variare tenendo conto del contesto e del tempo e, in parte, a causa del ciclo economico. Nonostante ciò rivestono una grande importanza anche in relazione agli interventi che potrebbero essere promossi dai policy maker.

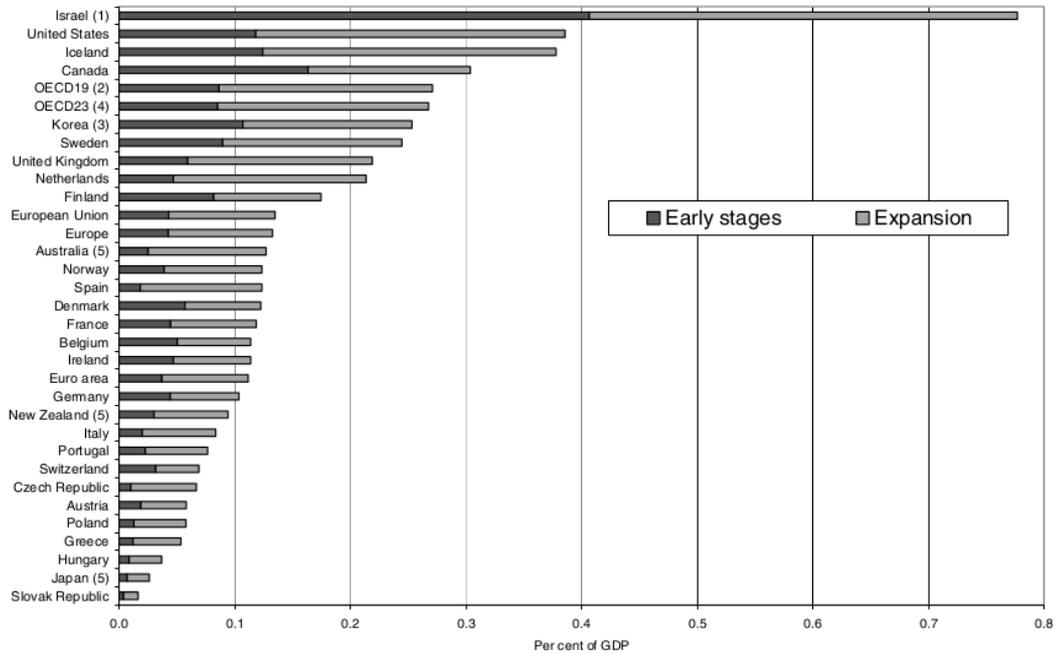
Possono essere identificati tre differenti approcci fra gli studi che hanno apportato i principali contributi al dibattito scientifico: l'approccio macro-quantitativo, l'approccio micro-qualitativo e l'approccio micro-quantitativo.

Il primo approccio, il macro-quantitativo, identifica le caratteristiche dell'equity gap in uno specifico contesto nazionale monitorando la distribuzione degli investimenti in *private equity* per ammontare e per fase del ciclo di vita dell'impresa. Inoltre, analizza come evolvono nel tempo gli investimenti in capitale di rischio nella fase di start-up ed espansione. I risultati dei vari paesi vengono comparati, solitamente rapportando l'ammontare degli investimenti al PIL²⁹.

28 Una possibile obiezione all'evidenza di un equity gap di può riferire alla scarsa qualità delle imprese richiedenti. Si veda Richard D. (2013). “*Equity Gap? There's no such thing*”, disponibile su <http://www.growingbusiness.co.uk>

29 OECD (2006a). *The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence*, Vol. 2006, No. 19, Ottobre. Parigi.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese



Notes: (1) 2000-2002; (2) Europe, Canada and United States; (3) 1998-2001; (4) Europe, Czech Republic, Hungary, Poland, Slovak Republic, Canada, and United States; (5) 1998-2001.

Source: OECD, based on data from EVCA (Europe); NVCA (United States); CVCA (Canada); Asian Venture Capital Journal (The 2000 Guide to Venture Capital in Asia).

Illustrazione 1: Investimenti in Venture Capital per fase di vita dell'impresa. Fonte: Venture capital investments by stages (p. 70), *The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence*, © OECD 2006.

Il grafico precedente riporta i risultati di una ricerca condotta dall'OCSE in riferimento agli anni dal 2000 al 2003 che evidenzia come emerga una situazione di equity gap nella fase di early stage ma che la stessa varia drasticamente a seconda del paese in analisi.

Il secondo metodo, quello micro-qualitativo, è quello più usato a livello nazionale e sfrutta questionari e interviste a esperti, solitamente operanti dal lato dell'offerta di capitale di rischio, a banche e agenzie pubbliche. Questo tipo di analisi tende a risentire della composizione del campione e di convinzioni aneddotiche. Riguardo

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

all'evidenza di un equity gap dal lato della domanda, le ricerche sono state effettuate attraverso interviste e panel di discussione con imprenditori ma anche questo tipo di studio risente della composizione del campione.

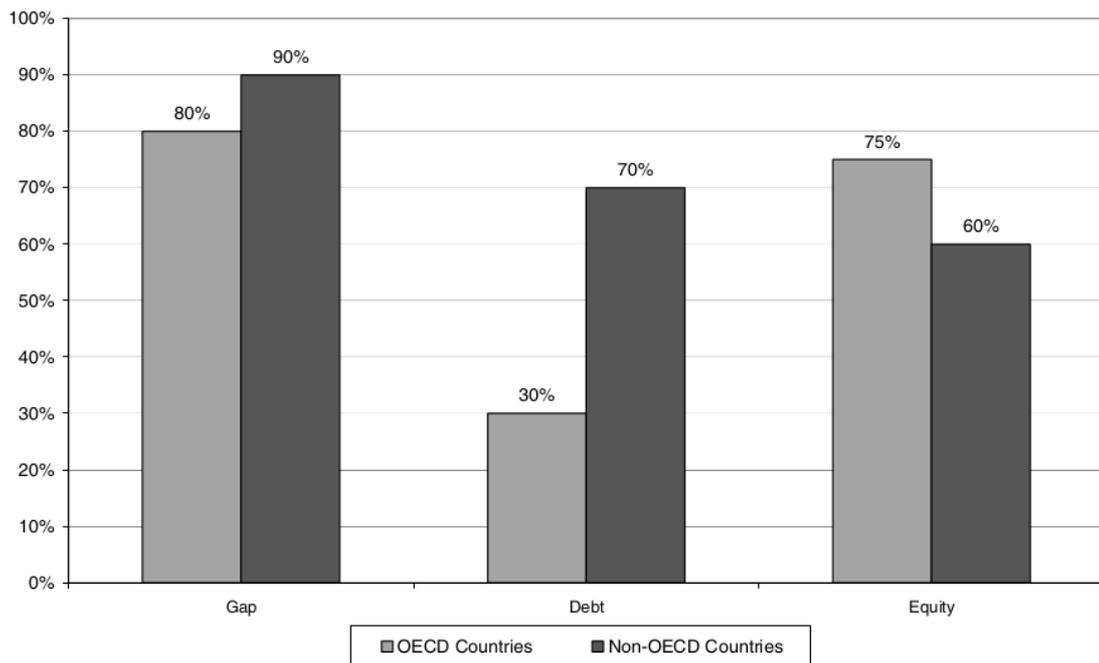


Illustrazione 2: Is there a financing gap? Where is the gap? Fonte: Is there a financing gap? Where is the gap? (p. 25), The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence, © OECD 2006.

Ricerche basate su interviste e questionari sono state condotte anche a livello internazionale al fine di trovare evidenze sull'esistenza di problemi nell'accesso al capitale fra paesi OCSE e non-OCSE. L'analisi permette unicamente di identificare dei trend. In particolare indica l'esistenza di equity gap per ISME anche fra economie appartenenti all'OCSE mentre non sono stati rilevati significativi financing gap per quanto riguarda le SME in generale. In questi studi si accentuano le difficoltà descritte per le analisi su base nazionale, così come i problemi legati alla mancanza

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese di comparabilità e le diverse definizioni di SME usate nei vari paesi.

Fra gli studi nazionali, risulta di particolare interesse quello della Gran Bretagna a causa del maggior grado di sviluppo del suo mercato finanziario. I risultati evidenziano come, sebbene le SME che incontrano problemi nell'accesso alla finanza siano poche, una minoranza di piccole aziende ha difficoltà a raccogliere risorse per sostenere la fase di early stage. Ciò impedisce a tali aziende di manifestare il loro potenziale in termini di crescita con ricadute negative per tutta l'economia nazionale.

Vari studi hanno riscontrato la presenza di equity gap il cui valore è stimato tra:

- £250.000 e £1,5 milioni, risultato ottenuto tramite un'indagine fra 65 operatori di venture capital con investimenti medi di ammontare ridotto, business angel e agenzie di sostegno alle imprese;³⁰
- £250.000 e £1 milione, con differenze presenti fra settori, fase del ciclo di vita e round³¹³².

Altri studi per calcolare le dimensioni dell'equity gap sono stati effettuati in Svezia e Finlandia. Per la Svezia si stima che il gap colpisca progetti di investimento del valore compreso fra i €100.000 e €500.000.³³

Nel 2004 è stata condotta una ricerca dalla Finnish National Technology Agency

30 Harding R. (2002). "Plugging the Knowledge Gap: International Comparison of the Role for Policy in the Venture Capital Market", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4.

31 HM Treasury and Small Business Service, (2003). *Bridging the Finance Gap. A Consultation on Improving Access to Growth Capital for Small Business*, Aprile.

32 HM Treasury and Small Business Service, (2003). *Bridging the Finance Gap: Next Steps in Improving Access to Growth Capital for Small Businesses*, Dicembre.

33 Itzel E., Rökaeus N., Höglund E., Lundh M. (2004). "Differences between Business Angels and Venture Capitalists", *Stockholm School of Entrepreneurship*.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

(TEKES) per accertare come le fluttuazioni del ciclo economico influenzino il finanziamento di imprese high-tech in fase di start-up. Lo studio si basava su interviste a 34 operatori nazionali e internazionali come manager, agenzie governative ed esperti di settore. Le interviste sono state accompagnate da analisi quantitative. Lo studio ha evidenziato la presenza di un equity gap in Finlandia per imprese negli stadi di seed, start-up e early stage e che richiedano investimenti compresi fra €200.000 e €1 milione.³⁴

Martin et al., in uno studio del 2005, hanno comparato la situazione di Gran Bretagna e Germania al fine di scoprire se l'equity gap abbia o meno una dimensione geografica.³⁵ Lo studio prevedeva due tipi di analisi: il primo riguardava la posizione geografica dei fondi di venture capital e in parte è stato condotto utilizzando dati privati riguardanti il settore nei due paesi. Il secondo consisteva in un'analisi qualitativa comprendente interviste a operatori di venture capital. Dallo studio emersero considerevoli differenze fra i due paesi derivanti dalle differenze nel contesto economico e finanziario. In Germania il settore che sembra più colpito dalla mancanza di disponibilità del capitale di rischio è la manifattura a bassa tecnologia mentre in Gran Bretagna l'equity gap colpisce principalmente i settori di *information technology*, *life science* e *information*. Questa situazione riflette il fatto che in Germania dal 2000 una parte significativa degli investimenti in venture capital hanno coinvolto settori ad alto contenuto tecnologico anche come risultato degli interventi promossi del governo tedesco.

Lo studio rivela l'esistenza di un collegamento geografico fra gli operatori di venture capital e le imprese oggetto di investimenti, nonostante gli intervistati indicassero

34 Maula M., Murray G., Jääskeläinen M. (2007). “*Public Financing of Young Innovative Companies in Finland*”, MTI 03, Ministry of Trade and Industry, Helsinki.

35 Martin R., Berndt C., Klagge B., Sunley P. (2005). “*Spatial Proximity Effects and Regional Equity Gaps in the Venture Capital Market: Evidence from Germany and the United Kingdom*”, *Environment and Planning*, 37.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

come le considerazioni geografiche non avessero alcun ruolo nelle decisioni di investimento. La prossimità spaziale fra investitori e investimenti, da sola, non prova l'esistenza di un equity gap regionale se i venture capitalist investono anche nelle altre aree geografiche. Poiché l'industria del venture capital tende a concentrarsi in poche regioni, il rischio di incontrare gap regionali aumenta. In realtà, la posizione geografica dei fondi sopracitati può essere considerata come una reazione alla diversa crescita economica, e, quindi, alla differenza nella domanda di capitale di rischio che caratterizza le diverse regioni. Lo studio non è stato invece condotto dal lato della domanda e ciò impedisce di trarne risultati conclusivi.

Le terza metodologia, l'approccio micro-quantitativo, è la meno usata ma la più interessante per l'informazione che può fornire, usando analisi empiriche su data-set dal lato della domanda. Il valore aggiunto di questa analisi dipende dal tipo di dati utilizzati; teoricamente dovrebbero essere utilizzati dati richiesti allo specifico scopo di misurare l'equity gap.

Uno studio effettuato in Gran Bretagna da Harding e Coling³⁶ si è basato sia su analisi qualitative, impiegando interviste semi-strutturate con esperti del settore, sia sulla stima dell'equity gap dal lato della domanda usando dati di un'indagine del 2003 del Global Entrepreneurship Monitor (GEM).

La ricerca ha trovato evidenza di un gap che ha £150.000-250.000 come minimo e £1,5-2 milioni come massimo. Un altro gap di dimensioni minori, compreso fra £10.000 e £30.000, si manifesterebbe per imprese di 18/24 mesi in fase di espansione che richiedono questi fondi per poter affrontare le spese regolamentari e fiscali.

36 Harding R., Cowling M. (2006). "Assessing the Scale of the Equity Gap", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Una proxy della domanda latente di capitale di rischio può essere ottenuta stimando la porzione di piccole imprese della Gran Bretagna che hanno il potenziale per avere una crescita molto veloce, seguendo una metodologia sviluppata negli Stati Uniti dalla Small Business Administration. In entrambi i paesi, la stima indicava che fra il 5 e il 10% delle start-up prese in analisi avevano il potenziale per ricorrere all'equity. La definizione usata per imprese ad alto potenziale di crescita includeva imprese che avessero raggiunto un fatturato di almeno £1 milione e/o almeno dieci dipendenti prima della fine del loro quarto anno di vita.

Sebbene vi siano alcuni dubbi sui risultati degli studi condotti, questi tendono a confermare la presenza di un equity gap che colpisca le imprese innovative nelle loro fasi di start-up ed early growth. Questi fallimenti di mercato si manifestano sia dal lato della domanda che dell'offerta di capitale proprio e sono causati principalmente dalla presenza di asimmetrie informative.

L'analisi fin qui condotta sulle diverse metodologie utilizzate nel valutare e misurare l'equity gap per le ISME si è focalizzata sui loro limiti e significatività.

Vi sono comunque alcune interessanti caratteristiche negli approcci macro-quantitativi e micro-qualitativi. Innanzitutto, anche se non conclusivi, i risultati delle analisi tendono a mettere in collegamento l'equity gap con la struttura del sistema finanziario e il numero di operatori di private equity, principalmente venture capital e business angel.

In secondo luogo, la dimensione dell'equity gap sembra variare nel tempo, probabilmente a causa delle differenze nelle ricerche condotte, del ciclo economico e dell'evoluzione dell'industria finanziaria. Quando l'industria del venture capital diventa più matura, il limite superiore dell'equity gap tende ad aumentare, poiché,

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese crescendo il mercato, gli operatori tendono a muoversi verso operazioni di ammontare maggiore.

Il numero di studi che si sono concentrati sul lato della domanda, soprattutto usando l'approccio quantitativo, è ancora limitato a causa delle difficoltà nella raccolta di dati e nella definizione della metodologia da applicare. Vi è la necessità di migliorare le tecniche per identificare e misurare il gap e di definire limiti geografici e settoriali, soprattutto in riferimento alle analisi dal lato della domanda e all'approccio quantitativo. Si deve sottolineare che le analisi quantitative permettono di valutare la domanda latente per il capitale di rischio ma non consentono di definire con precisione l'esatta dimensione dell'equity gap. Il fenomeno può essere studiato solo attraverso il ricorso a interviste che indaghino quante imprese non riescono ad ottenere l'investimento richiesto.

1.3.2 Un modello di stima per l'Italia³⁷

La crescita di un'impresa, misurata come crescita del volume delle vendite in un certo periodo, genera un crescente bisogno di risorse finanziarie che potranno essere ottenute in parte tramite autofinanziamento o debito corrente e in parte ricorrendo a risorse esterne, cioè capitale di rischio o debito finanziario.

I modelli illustrati di seguito per la stima della richiesta di equity differiscono per le ipotesi adottate relativamente alle dinamiche generate dalla crescita delle imprese e

³⁷ Gualandri E., Venturelli V., & Braga F. (2008). *Bridging the equity gap for innovative SMEs*. Palgrave Macmillan. Cap.4

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese dal ruolo giocato dalle diverse forme di copertura.

I modelli possono essere classificati in due gruppi.

I due modelli del primo gruppo assumono che non vi siano cambiamenti significativi nell'intensità di capitale, nei margini di autofinanziamento o nel debito corrente in rapporto alle vendite; si differenziano tra loro nelle ipotesi riguardanti il ruolo dell'indebitamento per soddisfare i crescenti bisogni finanziari. Il modello 1 assume che non si verifichino cambiamenti nel valore del debito finanziario, quindi il ricorso al capitale di debito non aumenta nel periodo di riferimento. Il modello 2, invece, si basa sull'ipotesi che l'indebitamento finanziario cresca mantenendo stabile il rapporto fra capitale di terzi e equity.

I modelli del secondo gruppo, cioè i modelli 3 e 4, prendono in considerazione la possibilità di assistere a cambiamenti nell'intensità di capitale, nel margine di autofinanziamento e nel rapporto fra debito corrente e vendite. Anche in questo caso, i due modelli si distinguono per le diverse assunzioni riguardo il comportamento del debito finanziario. Mentre il terzo modello assume che questo rimanga costante, l'altro ammette variazioni nel suo valore così come nel rapporto di leverage.

Secondo il primo modello, assumendo che non si verifichino cambiamenti rilevanti nell'intensità di capitale, nel margine di autofinanziamento, nell'indebitamento corrente in relazione alle vendite o nel livello di ricorso al debito finanziario, l'aumento di fabbisogno finanziario generato dalla crescita dell'impresa può essere coperto unicamente ricorrendo all'autofinanziamento, aumentando l'indebitamento corrente o richiedendo nuovo equity.

Applicando il modello 1, il fabbisogno di equity è calcolato come ammontare residuo dopo aver dedotto dal capitale aggiuntivo derivante dalla crescita delle vendite gli

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese
importi coperti dalle altre forme di finanziamento.

Il modello 2 parte dall'assunto che i requisiti finanziari aggiuntivi possono essere coperti ricorrendo al debito finanziario, mantenendo costante il rapporto fra questo e il capitale di rischio. Le altre ipotesi del modello 1 rimangono invariate.

Il bisogno di nuovo equity, che mantenga costante il rapporto di indebitamento, può essere ottenuto sottraendo le altre forme di copertura del fabbisogno finanziario.

Nel modello tre viene rimossa l'ipotesi sulla costanza dell'intensità di capitale. Di conseguenza il requisito finanziario addizionale generato dalla crescita dipende da due fattori: dalla variazione nelle vendite e dalla variazione di intensità di capitale necessario per realizzare ogni vendita.

L'ipotesi di costanza del rapporto di indebitamento viene abbandonata per l'ultimo modello. Avendo assunto un rapporto di leva variabile, questa ipotesi richiede di modificare la quantità ex ante del debito finanziario per realizzare il nuovo rapporto di indebitamento. Dobbiamo quindi introdurre un'altra componente da aggiungere all'indice che rappresenta la domanda di debito finanziario. Questo elemento è pari alla variazione del peso del debito nella struttura finanziaria moltiplicato per le risorse finanziarie registrate prima che avvenisse la variazione nel rapporto di leva.

Il campione utilizzato proviene dal database AIDA, il quale contiene informazioni riguardanti società operanti in Italia con un valore delle vendite superiore a €500.000. Il campione è composto da imprese aventi sede legale in Italia, operanti nella manifattura e nella produzione di servizi e caratterizzate da un rilevante contenuto innovativo. L'analisi è stata condotta su un campione di imprese di piccole dimensioni in fase di espansione, fondate nel 2004 e con dati finanziari disponibili per il periodo 2005-06.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Questi criteri hanno portato a identificare un campione di 167 aziende, il 60% delle quali appartiene alla categoria delle microimprese. In termini di distribuzione settoriale, la maggior parte (56,9%) opera nei servizi e, fra queste, vi è una predominanza di sviluppo software e consulenza informatica.

Il campione è stato diviso in quattro categorie in base a dimensione e settore. Il gruppo A raccoglie 41 microimprese manifatturiere, il gruppo B è composto da 62 microimprese attive nell'erogazione dei servizi, il gruppo C da 31 piccole imprese attive nella manifattura e il gruppo D da 33 piccole imprese di servizi.

I bilanci di queste imprese presentano una prevalenza delle attività correnti tanto che il rapporto medio fra attività correnti e attività totali è pari all'85,7% e presenta un basso grado di variabilità con una maggiore rilevanza nelle imprese più piccole.

Ciò sembra avvenire come riflesso di una composizione del passivo che vede un ricorso rilevante all'indebitamento bancario a breve e medio termine e all'indebitamento verso fornitori.

Una parte considerevole delle immobilizzazioni è costituito da asset intangibili (in media il 40,1%). Le imprese con una maggiore incidenza di immobilizzazioni intangibili nell'attivo sono le piccole imprese, soprattutto quelle attive nel settore dei servizi. Ciò dipende dal campione composto da imprese operanti in settori innovativi: imprese di questo tipo solitamente investono larga parte del proprio capitale in asset intangibili come i brevetti.

Anche gli asset finanziari costituiscono una piccola frazione degli investimenti, in media pari al 6,4% costituito da partecipazioni e crediti finanziari. Questo indicatore è più alto nelle imprese di servizi, tenendo conto delle dimensioni.

Dal lato del passivo, il debito risulta la fonte principale delle risorse finanziarie, in media l'84,1% con piccole differenze fra le classi. Le piccole imprese manifatturiere

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

risultano maggiormente dipendenti dal finanziamento in capitale di debito. I bilanci delle 167 imprese prese a campione confermano l'opinione comune secondo la quale le imprese italiane risultano eccessivamente indebitate.

I dati mostrano in primo luogo la prevalenza del ricorso a debiti commerciali e a forme di indebitamento correlate alla gestione quotidiana. In media, il 95% dell'indebitamento è costituito da debito corrente. Il ruolo centrale svolto dall'indebitamento corrente nel finanziare gli investimenti emerge in tutte le classi, senza sostanziali differenze.

Al contrario, i debiti finanziari hanno un peso limitato sul totale e in particolare il debito bancario ha un'importanza marginale: in media solo il 15,2% del debito finanziario proviene da intermediari bancari. Il valore medio è caratterizzato da un alto grado di variabilità ma è evidente come un basso livello di dipendenza dal debito bancario sia riscontrabile in tutte le classi esaminate.

A differenza della generalità delle imprese italiane, in particolare le PMI, il bilancio delle giovani imprese innovative prese in analisi rivela come per queste il ricorso al finanziamento bancario ricopra un ruolo marginale. Ciò tende a confermare che, a causa delle loro caratteristiche strutturali, imprese di questo tipo incontrano difficoltà rilevanti nel creare relazioni significative con il settore bancario.

L'indice EBITDA/sales è generalmente basso: il valore medio (10%) e la mediana (7,6%) indicano una limitata capacità di autofinanziarsi. I ricavi sono inadeguati per sostenere i bisogni finanziari e, di conseguenza, è indispensabile ricorrere a risorse finanziarie esterne. I dati non manifestano variazioni sostanziali fra le varie categorie di imprese. L'indice tende a ridursi con l'aumentare della dimensione aziendale; inoltre, il valore più elevato si riscontra nelle microimprese di servizi (11%).

L'indicatore di performance ottenuto rapportando l'EBIT alle vendite (in media pari

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese al 7,7%) varia a seconda della classe. Ciò è in parte conseguenza dell'influenza delle diverse politiche di ammortamento e delle svalutazioni, dipendendo dal valore degli asset da ammortizzare o svalutare.

Tale indice risente delle diverse politiche contabili adottate dalle imprese principalmente per motivi fiscali. Queste variano sensibilmente da azienda a azienda e ciò può aumentare la variabilità nell'indice EBIT/sales. Anche in questo caso le piccole imprese sembrano soffrire maggiormente rispetto alle microimprese poiché la loro redditività (6,3% per il manifatturiero e 5,8% per i servizi) è inferiore alla media.

Riguardo alla sostenibilità dei costi dell'indebitamento, la percentuale dei profitti assorbiti dagli oneri finanziari è mediamente bassa (18,8%) ma estremamente variabile. Il valore minimo registrato è pari all'8,9% per le microimprese di servizi mentre il massimo si ha per le piccole imprese manifatturiere (40,6%). Questi valori, però, devono essere trattati con cautela a causa della loro alta volatilità. L'analisi condotta permette di ipotizzare che le imprese che compongono il campione siano capaci di sostenere i costi relativi alla loro struttura finanziaria. Ciò dipende principalmente dal basso ricorso al debito finanziario, specialmente bancario.

L'applicazione dei modelli permette di identificare i motivi della necessità di ricorrere al capitale di rischio e di stimarne il fabbisogno assoluto e relativo.

Assumendo un tasso di indebitamento costante, i requisiti finanziari generati dalla crescita delle vendite sono coperti, in media, tramite il ricorso all'autofinanziamento (7,2%), al debito corrente (73,4%), all'emissione di nuovo debito finanziario (4,7%) e per la parte restante (14,8%) al capitale di rischio.

Questi risultati confermano nuovamente l'importanza del ruolo ricoperto innanzitutto

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese dal debito corrente e, secondariamente, dalle risorse generate internamente.

Come visto, il contributo apportato dall'equity al soddisfacimento dei requisiti finanziari è pari al 14,8%. Tale valore dipende dal settore economico: la percentuale di capitale di rischio richiesta è maggiore nella produzione di servizi piuttosto che nella manifattura e raggiunge il suo massimo nella classe D.

Confrontando i rapporti fra nuovo equity e vendite attese (in medi pari al 10,1%), il valore maggiore è osservato per la classe D (12,5%), per la quale il debito corrente ricopre un ruolo minore rispetto alle altre.

Il fatto che le imprese di servizi della classe D manifestino la maggiore richiesta per nuovo equity è evidente per una serie di circostanze, dalla percentuale di fabbisogno finanziario coperto dall'equity alla crescita attesa delle vendite e dalla richiesta di capitale proprio espressa in termini monetari. Mentre il valore medio per l'intero campione è pari a €247,5mila, le imprese comprese nella classe D manifestano un valore medio di €583,7mila, valore caratterizzato da un alto tasso di variabilità. Inoltre, la richiesta di equity espressa in valori monetari sembra essere correlata con il settore economico ed è maggiore nei servizi che nella manifattura, a prescindere dalle dimensioni.

I risultati ottenuti dall'applicazione del modello 4 sono generalmente in linea con quelli ottenuti tramite il secondo modello. In particolare, risalta il ruolo marginale ricoperto dall'autofinanziamento così come il ruolo centrale del debito corrente. I valori mediani dell'autofinanziamento sono più alti nel modello 4. Allo stesso tempo, nell'applicazione di quest'ultimo, il debito operativo raggiunge valori minori in rapporto al nuovo fabbisogno finanziario rispetto a quanto ottenuto dall'applicazione del secondo modello. L'effetto combinato di questi risultati implica una significativa variazione della copertura offerta dalle risorse finanziarie esterne (debito finanziario e capitale di rischio); il contributo di entrambe alla copertura delle necessità

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese finanziarie delle imprese è in aumento rispetto al modello precedente. Ciò è il risultato di un aumento dell'autofinanziamento insufficiente per coprire il minore ricorso al debito corrente.

In questo scenario, l'importanza dell'equity aumenta fra tutte le classi fatta eccezione per le microimprese nel settore dei servizi. In media il valore monetario del capitale di rischio raddoppia se consideriamo il campione nella sua generalità mentre la variazione è più lieve per alcune classi e triplica nel caso delle piccole imprese produttrici di servizi.

I risultati di questi modelli, specialmente la limitata dimensione del requisito di capitali di rischio, possono confermare indirettamente la presenza di un equity gap nel mercato Italiano. Si assisterebbe quindi alla presenza di fallimenti del mercato del capitale di rischio che impediscono il completo soddisfacimento della domanda di capitali da parte di ISME.

Nel prossimo capitolo verrà illustrato uno strumento, l'equity crowdfunding, al fine di capire se la sua introduzione nell'ordinamento italiano può contribuire a colmare la richiesta insoddisfatta di equity da parte di imprese in fase di start-up.

2. Nuovi strumenti di finanziamento

Nel capitolo precedente si è visto come alcune imperfezioni del mercato dei capitali possano portare al razionamento delle risorse finanziarie necessarie per sostenere le fasi iniziali della vita delle imprese innovative.

Nelle pagine seguenti prenderemo in considerazione un nuovo strumento atto a finanziare lo sviluppo di nuove attività imprenditoriali e che negli ultimi anni è stato oggetto di una crescente attenzione.³⁸

Il mercato del crowdfunding è cresciuto negli ultimi cinque anni del 557% e nel 2011 sono stati raccolti tramite le numerose piattaforme online circa 1,5 miliardi di dollari che hanno permesso a oltre un milione di progetti di essere finanziati con successo.

L'importanza che questo strumento sta assumendo nel panorama tecnologico è dimostrato dal fatto che nel 2013, gran parte delle nuove tecnologie sviluppate nell'elettronica di consumo sono state finanziate proprio su piattaforme di crowdfunding. Si tratta di stampanti 3D per uso domestico, smartwatch e altri gadget wearable e nuove interfacce hardware.³⁹

Il crowdfunding è definibile come un processo, tipicamente online, di finanziamento collaborativo tramite il quale gruppi di persone utilizzano le proprie risorse

38 Charman-Anderson S. (2012). "Why Crowdfunding Will Explode In 2013". Disponibile su www.forbes.com

39 Jeffries A. (2013). "How Kickstarter stole CES: the rise of the indie hardware developer." The Verge. Disponibile su www.theverge.com

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese finanziarie per sostenere gli sforzi di individui e organizzazioni.⁴⁰

Consiste in una richiesta pubblica per il conferimento di risorse finanziarie sia in forma di donazioni, sia in cambio di varie forme di ricompensa, come la possibilità di ottenere il prodotto che si è finanziato o diritti di voto sullo stesso o sull'azienda promotrice. I sostenitori vengono comunemente definiti come crowdfunders e costituiscono un network di finanziatori che si raccoglie via internet intorno a singoli progetti.

Il crowdfunding permette agli imprenditori di raccogliere risorse finanziarie attraverso un canale alternativo alle classiche fonti di finanziamento. Come visto nel capitolo precedente, i fondi di venture capital e i business angel non riescono a soddisfare la richiesta di capitale di dimensioni ridotte che, di conseguenza, devono essere finanziate da quelle fonti generalmente definite come 4F (founders, family, friends and fools). Il crowdfunding può presentarsi come una valida alternativa a queste fonti di finanziamento.

Il ricorso al crowdfunding può inoltre aiutare le imprese a testare e promuovere i propri prodotti, a raggiungere una maggiore conoscenza dei gusti dei propri clienti o a creare nuovi prodotti e servizi. Risulta evidente, quindi, come l'impatto del crowdfunding nell'attività aziendale non si limiti al finanziamento dell'attività di impresa ma abbia uno spettro d'azione più ampio che comprende anche l'organizzazione aziendale.

La partecipazione al finanziamento di progetti da parte di un pubblico più o meno grande di appassionati o soggetti interessati alla loro realizzazione non è di per sé una novità: basti pensare all'attività di fundraising di progetti nonprofit o di campagne politiche. Diversamente, l'innovazione introdotta dal crowdfunding deriva

⁴⁰ Si veda it.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese dalle possibilità offerte da tale strumento insieme alla diffusione dei social media e dell'internet sociale e dalla possibilità di estenderne l'adozione anche in nuovi campi, come si vedrà in seguito.

Il crescente successo del crowdfunding può essere ricondotto all'opera di tre fattori: (i) la scarsità di capitali causata dall'attuale congiuntura economica che rende difficile la raccolta di capitali per attività imprenditoriali; (ii) l'evoluzione del Web 2.0⁴¹ che ha reso più semplice lo sviluppo di piattaforme che permettono l'incontro fra imprese e finanziatori e la comunicazione fra questi e (iii) il successo del fenomeno del crowdsourcing.⁴²

Tale strumento può essere visto come un'evoluzione del crowdsourcing, cioè la partecipazione del pubblico, specialmente ma non esclusivamente community online, nel processo di sviluppo di un prodotto o di una idea. La prima definizione di crowdsourcing è stata data nel 2006 da Jeff Howe in un articolo sulla rivista americana Wired⁴³. Nel 2008, Kleeman ha proposto la seguente definizione:

*“Crowdsourcing takes place when a profit oriented firm outsources specific tasks essential for the making or sale of its product to the general public (the crowd) in the form of an open call over the internet, with the intention of animating individuals to make a [voluntary] contribution to the firm’s production process for free or for significantly less than that contribution is worth to the firm.”*⁴⁴

41 Come definizione di Web 2.0 può essere presa per buona quella indicata da Wikipedia: en.wikipedia.org/wiki/Web_2.0

42 Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. (2011). *“Friends, Family and the Flat World: The Geography of Crowdfunding”*, NBER Working Paper, No. 16820, Toronto.

43 Il termine crowdsourcing fu coniato nel 2006 da Jeff Howe. Si veda Howe, J. (2006). *“The rise of Crowdsourcing”*, Wired. Disponibile presso www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html

44 Kleemann F., Voß G.G., Rieder, K. (2008). *“Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing”*, Science, Technology & Innovation Studies, 4.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

In quest'ottica, il crowdfunding è identificabile come una particolare fattispecie di crowdsourcing in cui il pubblico partecipa al reperimento delle risorse finanziarie necessarie a realizzare un'idea o un progetto, a portare sul mercato un nuovo prodotto e a sostenere la crescita e lo sviluppo di nuove imprese.

Rispetto al crowdsourcing, l'uso dell'internet per richiedere la partecipazione del pubblico a una campagna di crowdfunding può essere più problematico, soprattutto quando preveda la cessione di quote rappresentative del capitale di rischio. Ciò, infatti, si scontra con la legislazione riguardante la sollecitazione e la tutela del pubblico risparmio che limita la possibilità di raccogliere liberamente capitali attraverso la sottoscrizione di azioni. Come vedremo in seguito, in alcuni ordinamenti, come quello italiano, sono state promosse modifiche alla legislazione esistente al fine di estendere questa possibilità di finanziamento ad alcune tipologie di imprese.

Nonostante questo modello di finanziamento sia stato inizialmente applicato all'industria dell'intrattenimento (soprattutto riguardo a musica e film), i risultati ottenuti in questo mercato hanno recentemente portato il fenomeno ad estendersi anche ad altri settori come il giornalismo (Spot. Us), la produzione di birra artigianale (BeerBankroll), il software (Blender Foundation, Trampoline System) e la moda (Cameesa).

Nella seguente trattazione faremo riferimento al finanziamento di nuove imprese innovative, ma questa fonte di finanziamento può essere utilizzata anche a favore di imprese già costituite e operanti in settori tradizionali. È questo il caso della campagna di crowdfunding, conclusa con successo, promossa dalla Pasini Laboratorio Chimico S.n.C. per il rilancio di Crystal Ball, prodotto molto in voga fra i bambini negli anni '80.⁴⁵

45 Milano F. (2013), "Crystal Ball punta sul crowdfunding per scongiurare la chiusura", il Sole 24

Come vedremo trattando della regolamentazione dell'equity crowdfunding, proprio la possibilità di estendere l'utilizzo di questo strumento alle sole nuove imprese innovative (startup o start up) e non a imprese già costituite è una delle principali differenze fra la legislazione statunitense e quella italiana.

2.1 Modelli di crowdfunding

Il crowdfunding può assumere diverse forme a seconda del modello adottato. Tale categorizzazione non può, però, essere puntuale ed esaustiva poiché si registrano svariate forme ibride introdotte dalle varie piattaforme che possono combinare caratteristiche di diversi modelli o introdurre elementi tipici del crowdsourcing nella propria struttura.

Le piattaforme di crowdfunding possono essere classificate in base al tipo di ricompensa prevista per la partecipazione alla campagna, al diritto dei finanziatori di avvantaggiarsi dei risultati del progetto finanziato, alle commissioni e quindi al business model della piattaforma stessa e ai servizi aggiuntivi che questa può offrire sia a chi chiede risorse sia a chi le offre.

Riguardo la tipologia di ricompensa offerta ai partecipanti a una campagna di crowdfunding, si possono identificare tre categorie: donazioni, investimenti passivi e investimenti attivi.⁴⁶

Ore.

46 Larralde B., Schvienbacher A. (2010). "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures". In: Cumming, D. (red.), 2012, *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, Oxford: Oxford University Press.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Alcune iniziative non offrono una ricompensa ai finanziatori e cercano, quindi, di attrarre risorse finanziarie in forma di donazioni. Questa forma di finanziamento risulta più efficace in contesti nonprofit.⁴⁷ Ciò verrebbe confermato dalla ricerca di Lambert e Schwienbacher (2010) effettuata su un campione di 51 iniziative di crowdfunding.

Gli investimenti passivi, invece, prevedono la promessa di una ricompensa che può avere diverse forme ma che esclude la partecipazione attiva del finanziatore all'iniziativa imprenditoriale e la possibilità che possa portare le proprie competenze e i propri gusti a sostegno della stessa. L'imprenditore in cerca di questo tipo di investimenti non è interessato a trasformare il pubblico di potenziali investitori in consumatori attivi e vuole esclusivamente raccogliere finanziamenti per sostenere la sua attività.

La ricompensa per il finanziamento, come si è detto, può assumere la forma di un compenso monetario ma nella maggior parte dei casi consiste in un prodotto o un servizio prodotto dall'impresa finanziata. Nel caso in cui la ricompensa sia strettamente monetaria si parla di Peer to Peer Lending.

Infine, gli investimenti attivi si distinguono da quelli passivi poiché, accanto alla ricompensa, viene offerta agli investitori la possibilità di prendere parte attivamente all'iniziativa. In questo caso, il forte coinvolgimento del finanziatore porta ad affiancare al crowdfunding l'attività di crowdsourcing.

Una classificazione affine a quella di Lambert e Schweinbacher è quella di Hermer che identifica cinque tipologie di crowdfunding in base alle ricompense offerte classificandole a seconda del grado di complessità dell'operazione di finanziamento.⁴⁸

47 Glaeser E. L., Shleifer A. (2001). "Not-for-Profit Entrepreneurs", *Journal of Public Economics*, 81.

48 Hermer J. (2011). "A snapshot on crowdfunding", Econstor.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Le cinque categorie identificate sono crowd donations, crowd sponsoring, crowd pre-selling, crowd lending e crowd equity.

La prima tipologia, la crowd donations, corrisponde alle donazioni di cui si è già trattato; il crowd sponsoring prevede l'accordo tra il creator e uno sponsor che in cambio del finanziamento riceve visibilità dal progetto; il crowd preselling e il crowd lending possono essere considerati come investimenti passivi e prevedono come ricompensa rispettivamente l'ottenimento del prodotto prima che questo sia commercializzato e la restituzione del capitale investito maggiorato degli interessi maturati come per un qualsiasi prestito.

Nel crowd equity, infine, il finanziamento avviene in cambio di quote rappresentative del capitale della società.

Un'altra categorizzazione delle tipologie di crowdfunding è quella che distingue fra *ex post facto crowdfunding* e *ex ante facto crowdfunding*. Nel primo caso il finanziamento viene offerto in cambio di un prodotto finito; nel secondo caso avviene durante la realizzazione di un prodotto.⁴⁹

In base ai diritti di partecipazione possiamo distinguere fra quattro modelli:

1. equity based: come accennato, il pubblico offre risorse finanziarie in cambio di quote rappresentative del capitale e, di conseguenza, acquista il diritto di voto e di ricevere il reddito residuale generato dal progetto;
2. lending based o peer to peer lending: i fondi ottenuti sono restituiti e i finanziatori hanno diritto a vedersi corrisposto il tasso di interesse pattuito in cambio della disponibilità delle risorse finanziarie. Un esempio di questo tipo

⁴⁹ Kappel T., (2009). “*Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*”, Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese di piattaforma è l'italiana Smartika (<http://www.smartika.it>);

3. donation based: non è previsto alcun corrispettivo in cambio del finanziamento. Come visto, questo modello è più adatto per progetti filantropici o senza scopo di lucro;
4. reward based: in cambio delle risorse corrisposte sono forniti dei benefit non monetari.⁵⁰

Un report del 2012 ha evidenziato come il 6% dei progetti pubblicati su piattaforme equity based abbia raccolto meno di 10.000 \$ mentre il 21% ha raggiunto cifre paragonabili a quelle corrisposte da operatori di venture capital e business angel (250.000 \$). I progetti che si propongono su piattaforme donation based raccolgono invece cifre considerevolmente più basse e solo il 10% raccoglie più di 10.000 \$.⁵¹

Riguardo ai progetti finanziabili tramite crowdfunding, questi possono essere classificati secondo diverse tipologie.

Una prima classificazione è quella presentata da Hermer (2011). I progetti vengono classificati secondo due dimensioni. La prima riguarda gli obiettivi commerciali dell'iniziativa e può essere scomposta in tre sotto-categorie : senza scopo di lucro, con scopo di lucro o commerciale e intermedia (categoria residuale che comprende quelle iniziative di cui non è chiara l'evoluzione verso una delle altre due categorie).

La seconda categoria si riferisce alla forma organizzativa del soggetto promotore della campagna e, anche in questo caso, si suddivide in tre categorie: Indipendente

50 La gamma di possibili ricompense messe in palio per le donazioni è molto ampia e può andare da merchandise, gadget, ricompense immateriali e preordini del prodotto finanziato. Il resto della trattazione si concentrerà su quest'ultimo tipo di ricompensa.

51 Crowdsourcing LLC, (2012). "Crowdfunding Industry Report – Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms".

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

(in questo caso il progetto è promosso da una persona fisica priva di una forma organizzativa strutturata), Incorporato (il progetto è avviato all'interno di un'organizzazione preesistente) e Start-up (i progetti potrebbero essere originati come nella prima categoria ma evolvere nella fondazione di un'organizzazione strutturata).

La classificazione dei progetti secondo queste due categorie permette di identificare quali tipologie di crowdfunding sia più adatta per il finanziamento di ogni specifica tipologia di iniziativa (Tabella 1).

		No-profit	Intermediate	Profit
Original embeddedness of initiative	Independent	Donations +++	Donations +-	Donations -
		Sponsoring +++	Sponsoring ++	Sponsoring ++
		Pre-selling +++	Pre-selling +++	Pre-selling +++
		Lending ++	Lending ++	Lending +++
		Equity -	Equity -	Equity -
	Embedded	Donations +++	Donations +-	Donations -
		Sponsoring +++	Sponsoring +++	Sponsoring ++
		Pre-selling ++	Pre-selling +++	Pre-selling +++
		Lending -	Lending +-	Lending +
		Equity -	Equity -	Equity -
	Start-up	Donations +*	Donations +*	Donations +*
		Sponsoring +++	Sponsoring +*	Sponsoring +*
		Pre-selling +++	Pre-selling +++	Pre-selling +++
		Lending ++	Lending ++	Lending ++
		Equity +*	Equity +*	Equity +

Tabella 1: +++ particolarmente adatto, ++ adatto, + parzialmente applicabile, +* applicabile in early stage, - non adatto, +- dipendente dal caso

Fonte: Hermer (2011)

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

La matrice qui indicata non è frutto di un'attenta analisi empirica. Ciò nonostante mostra come le tipologie di crowdfunding che trovano fondamento su motivazioni di tipo altruistico rappresentano la scelta migliore per tutti i progetti senza scopo di lucro e, in parte, anche per la categoria intermedia.

Per i progetti di taglio imprenditoriale, invece, sono più adatti modelli che offrono ritorni monetari o ricompense materiali di valore equivalente all'investimento effettuato. Tuttavia, la matrice indica come anche i progetti imprenditoriali possano usufruire di campagne di crowdfunding non basate su ritorni monetari.

2.2 Gli attori

Sono tre gli attori coinvolti in una campagna di crowdfunding: le persone e le organizzazioni che richiedono risorse finanziarie per sostenere lo sviluppo dei propri progetti (creators), la folla stessa (crowdfunders) e la piattaforma di crowdfunding dove caricare le proprie idee e i propri progetti e pubblicizzare la propria richiesta di crowdfunding presso il pubblico.

2.2.1 Piattaforme di crowdfunding

Le piattaforme di crowdfunding si configurano come un sistema online di raccolta del capitale dove coloro che hanno un'idea da realizzare possono accedere, siano essi, come visto precedentemente, singoli individui, imprese già strutturate o in fase di costituzione.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Il report sullo stato dell'industria del crowdfunding del 2012 evidenziava la presenza di 452 piattaforme attive.

Una delle piattaforme più note e di maggior successo è indubbiamente Kickstarter⁵², piattaforma statunitense nata nel 2009 divenuta famosa per aver permesso il finanziamento di progetti come Diaspora, un social network che nel giugno 2010 riuscì a raccogliere 200 mila dollari, OUYA (8 milioni di dollari nell'agosto 2012) e lo smartwatch Pebble (10 milioni di dollari nel maggio 2012).

La prima piattaforma di crowdfunding ad apparire sul mercato è stata la statunitense ArtistShare⁵³, fondata nel 2000 e focalizzata sul finanziamento di opere artistiche.

In Italia il fenomeno è ancora più recente e la prima piattaforma documentata si ha nel 2009 con la fondazione di Kapipal⁵⁴ a cui sono seguite negli anni successivi numerose altre iniziative come Eppela⁵⁵ e Starteed⁵⁶.

Le piattaforme di crowdfunding sono da considerare come dei Multi-sided Market o, più correttamente, come Multi-sided Platform. Una possibile definizione delle Multi-sided Platform è la seguente:

“an organization that creates value primarily by enabling direct interaction between two (or more) distinct types of affiliated customers”⁵⁷

La definizione di Multi-sided Platform è coerente con il funzionamento di una piattaforma di crowdfunding. Infatti, il valore di queste piattaforme deriva dalla

52 Si veda www.kickstarter.com/

53 www.artistshare.com

54 www.kapipal.com

55 www.eppela.com

56 www.starteed.com

57 Hagi A., Wright J. (2011). “Multi-Sided Platforms”, WP.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese
capacità di fare incontrare direttamente e senza bisogno di alcuna intermediazione la
domanda e l'offerta di capitali per sostenere progetti innovativi.

Le piattaforme di crowdfunding si basano su tre caratteristiche comuni.⁵⁸

1. consentono ai creator di accedere alla community di possibili finanziatori del progetto presentato;
2. consentono piccole transazioni finanziarie così da rendere possibile un'ampia partecipazione al finanziamento, frazionando il rischio fra un numero maggiore di crowdfunders;
3. forniscono informazioni su creator e finanziatori così come gli strumenti per permettergli di comunicare reciprocamente in maniera diretta, senza bisogno di intermediazione.

Il processo di finanziamento attraverso una piattaforma di crowdfunding inizia con l'iscrizione alla suddetta e la pubblicazione del progetto per cui si richiedono risorse finanziarie presentandone caratteristiche, finalità e possibili utilizzi. Altro elemento fondamentale della campagna è costituito dai termini della raccolta che devono riguardare la definizione dell'ammontare richiesto e la scadenza della campagna nonché le eventuali ricompense qualora siano previste dal modello di crowdfunding prescelto.

I possibili finanziatori, visitando la piattaforma, hanno la possibilità di visionare e valutare una serie di progetti e potranno sostenere economicamente quelli che più

58 Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. (2011). *“Friends, Family, and the Flat World: The Geography of Crowdfunding”*, Thesis. University of Toronto.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese ritengono meritevoli con una semplice transazione online. Alla scadenza del progetto, se l'obiettivo di raccolta è stato raggiunto o superato, i fondi raccolti vengono trasferiti al richiedente al netto di una commissione che verrà trattenuta dalla piattaforma come compenso per l'attività svolta. Alcune piattaforme prevedono che qualora i fondi raccolti fossero inferiori alla somma richiesta, questi verrebbero restituiti ai finanziatori così il progetto non sarebbe finanziato.

I servizi offerti da alcune piattaforme includono outsourcing di servizi proprietari ad altre piattaforme di crowdfunding, supporto legale e coinvolgimento nella stesura dei contratti, sistemi di analisi delle campagne e la gestione dei metodi di pagamento.

Un elemento di differenziazione fra le piattaforme di crowdfunding è il tipo di sostegno che riservano ai creator: alcune piattaforme si limitano ad offrire una vetrina al progetto fungendo da semplice marketplace mentre altre, come ad esempio Quirky⁵⁹, offrono una serie di servizi aggiuntivi come lo shop online dei prodotti finanziati e il coinvolgimento della community e di tecnici professionisti nella ideazione e realizzazione del prodotto (in particolare Quirky unisce caratteristiche tipiche del crowdfunding e del crowdsourcing nonché di un e-commerce).

Un altro elemento caratterizzante le piattaforme è il raggio d'azione di una piattaforma in termini geografici. Alcune piattaforme di crowdfunding limitano la propria attività entro i confini nazionali mentre altre hanno confini più ampi mentre sono ancora poche le piattaforme operanti a livello globale. Ad esempio, Kickstarter permette la presentazione di progetti solo a persone fisiche residenti negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito e intende estendere la possibilità anche ad altri paesi come Australia e Nuova Zelanda.

59 www.quirky.com

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Fondamentale rilevanza riveste la tipologia di progetti presenti sulla piattaforma. È necessario distinguere fra quelle che effettuano una selezione dei progetti prima di pubblicarli e quelle che, invece, sono aperte a qualsiasi progetto e lasciano che siano gli utenti stessi a decretare la validità di un progetto tramite il loro supporto.

Oltre alla tipologia dei progetti presentati è rilevante anche quella dei creator: alcune piattaforme si rivolgono a quelli che non presentano idee strettamente imprenditoriali, altre a startup che vogliono finanziare la ricerca sul prodotto mentre altre ancora ad imprese già avviate e intenzionate a espandersi ulteriormente.

Come abbiamo accennato trattando dei modelli di crowdfunding, possiamo classificare quattro modelli di crowdfunding e altrettante tipologie di piattaforme: reward based, come Kickstarter di cui abbiamo già parlato, equity based, lending based e donation based. Ai fini di questa trattazione prenderemo in considerazione solo le prime due tipologie.

Per il primo caso, cioè il modello reward based, quando la ricompensa è costituita dal bene oggetto della raccolta è possibile parlare di un pre-ordine che assicura al crowdfunder di ricevere il prodotto per cui è stata lanciata la campagna di finanziamento qualora questa vada a buon fine (e a patto che il creator riesca realmente a produrre il bene finanziato). Il creator, d'altra parte, può così finanziare la messa in produzione del proprio progetto con la prevendita del prodotto che verrà commercializzato una volta pronto e allo stesso tempo di validare la propria idea imprenditoriale, aspetto questo molto importante nel caso di progetti di carattere innovativo.

Secondo il tipo di progetto è possibile individuare le più svariate ricompense, che possono spaziare dalla partecipazione a un evento, all'inserimento del proprio nome

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese nei titoli di coda di un film o fra i ringraziamenti di un libro sino alla possibilità di avere una versione personalizzata del prodotto finanziato.

Per quanto riguarda le piattaforme equity based, le complicazioni normative (analizzate al termine del presente capitolo) sono finora superate attraverso due soluzioni alternative: il modello Club e il modello Cooperativa.

Nel primo le piattaforme reclutano potenziali investitori per renderli membri di un club d'investimento chiuso. In questo modo l'offerta dei titoli rappresentativi del capitale non è da considerarsi aperta al pubblico rispettando quindi la normativa. Ne sono un esempio l'italiano SiamoSoci⁶⁰ o l'olandese Symbid⁶¹.

Il modello Cooperativa (anche modello Holding o modello Veicolo) prevede, invece, la creazione di una cooperativa fittizia che funge da veicolo per la raccolta dell'investimento: i crowdfunders vengono radunati in entità legali che investono nei progetti.⁶² Questo è il modello adottato dalla piattaforma GrowVC⁶³.

Un altro elemento da prendere in considerazione è il raggiungimento del target, cioè la somma di finanziamento indicata al momento del lancio della campagna come quantità minima da raggiungere per decretare il successo della stessa.

Tale importo viene giustificato tramite la redazione di un master budget contenente le

60 www.siamosoci.com

61 www.symbid.com

62 Castrataro D., Wright T., Imke Bähr, Frinolli C. (2012). “Crowdfuture. The future of crowdfunding”, ebook.

63 www.growvc.com

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

diverse spese da sostenere, così da impedire che i creators richiedano somme eccessive rispetto a quelle necessarie. Oltre all'ammontare del finanziamento richiesto, alla presentazione del progetto deve essere indicata anche la durata della campagna.

La maggior parte delle piattaforme di crowdfunding adotta la politica del “all or nothing”: se al termine del periodo di raccolta l'ammontare complessivo richiesto viene raggiunto (o, per alcune piattaforme, superato), il creator riceverà l'intera somma salvo le commissioni trattenute dalla piattaforma; se, al contrario, la somma non viene raggiunta, tutti i contributi raccolti verranno restituiti ai finanziatori. L'obiettivo è consentire che i contributi giungano solo ai progetti che hanno maggiori possibilità di essere realizzati, cioè quelli che abbiano ottenuto le risorse che gli stessi proponenti ritengono necessarie.

Altre piattaforme adottano, invece, la politica “take it all”: il creator riceverà la somma raccolta a prescindere dal raggiungimento dell'obiettivo della campagna.

Sebbene la clausola “all or nothing” non sia presente in tutte le piattaforme, è ampiamente diffusa poiché costituisce una garanzia di serietà dell'iniziativa.

Pur non rientrando negli obiettivi di questa trattazione, per completezza sembra opportuno citare che alcuni studiosi di comunicazione e marketing hanno indagato su quali strategie possono favorire il finanziamento di una maggiore quantità di progetti su una piattaforma. Fra questi dobbiamo citare Greiner e Wang (2009)⁶⁴, Larrimore et

64 Greiner M., Wang H. (2009). “*The Role of Social Capital in People-to-People Lending Marketplaces*” in ICIS 2009 Proceedings, Phoenix, Arizona.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese al (2011)⁶⁵ e Gerber et al (2012)⁶⁶.

Gli altri due attori che intervengono nel finanziamento tramite crowdfunding sono i creators e i crowdfunders.

2.2.2 I creator

Uno studio del 2011 che fa riferimento a un questionario completato da quattro imprenditori che hanno raccolto capitali su piattaforme di crowdfunding individua tre principali motivazioni che possono spingere un imprenditore a rivolgersi al crowdfunding: la capacità di reperire il finanziamento, di attirare l'attenzione pubblica intorno al progetto e la possibilità di ottenere feedback sul prodotto o servizio offerto.⁶⁷

Altre ricerche hanno provato ad analizzare le motivazioni che muovono sia gli imprenditori sia i finanziatori. A tal fine, Gerber et al (2011) hanno effettuato una serie di interviste a utenti di alcune delle più note piattaforme di crowdfunding come Kickstarter, RocketHub e IndieGoGo. Tale indagine ha portato alla categorizzazione di ben cinque tipologie di incentivi che spingono gli imprenditori a rivolgersi al crowdfunding. Queste sono:

65 Larrimore L., Jiang L., Larrimore J., Markowitz D., Gorski S. (2011). “*Peer to Peer Lending: The Relationship Between Language Features, Trustworthiness, and Persuasion Success*”, Journal of Applied Communication Research, vol. 39.

66 Gerber E.M, Hui J.S, Kuo P.Y. (2011). “*Crowdfunding: why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*”, Northwestern University Creative Action Lab, Sheridan Drive, Evanston.

67 Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2011). “*Crowdfunding: tapping the right crowd*”, Center for Operations Research and Econometrics, Louvain-laNeuve, Belgio.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

1. **Raccogliere finanziamenti:** la motivazione principale è strettamente economica ed è costituita dalla possibilità di raccogliere capitali tramite un canale alternativo.
2. **Stabilire relazioni:** le piattaforme di crowdfunding permettono la connessione diretta fra creator e crowdfunders tramite un'interazione che può andare oltre la semplice transazione finanziaria.
3. **Ottenere feedback sul proprio lavoro:** raccogliere capitali attraverso il crowdfunding implica che qualcuno creda nel prodotto e che sia disposto a scommettere sull'imprenditore che ha promosso la campagna. Ciò permette di avere un prima validazione del progetto.
4. **Replicare le esperienze di successo passate:** una delle motivazioni addotte dagli intervistati è la volontà di replicare esperienze di successo di altri imprenditori che prima di loro si sono affacciati al crowdfunding.
5. **Far conoscere il proprio lavoro attraverso i social media.**

2.2.3 Crowdfunders

Il terzo attore che interviene nel processo di finanziamento tramite crowdfunding è rappresentato dai finanziatori, anche detti crowdfunders. Essi possono essere definiti come

*“people with values and cultures linked to industrial commercial society.”*⁶⁸

68 Larralde B., Schwienbacher A. (2010). “Crowdfunding of small entrepreneurial ventures”. In: Cumming, D. (red.), 2012, The Oxford handbook of entrepreneurial finance, Oxford: Oxford

Essi costituiscono la base delle community online nell'ambito delle quali avviene la raccolta di fondi.

La letteratura riguardante i crowdfunders si è finora concentrata sull'identificazione delle motivazioni che li spingono a contribuire al finanziamento di progetti imprenditoriali. Queste sono riconducibili al desiderio di conoscenza, allo status sociale, al senso di identificazione con persone simili, al desiderio di approvazione e alla voglia di migliorare la società.

Essendo i crowdfunders membri di una community online è possibile fare riferimento agli studi di Weng e Fesenmaier che identificano cinque tipologie di motivazioni che spingono gli utenti a prendere parte a una community: strumentali, di efficacia, di garanzia di qualità, di status e di aspettativa.⁶⁹

Secondo Gerber et al (2011), la scelta di finanziare una campagna di crowdfunding dipende da una serie di fattori che comprendono la compassione, l'empatia, la colpa, la felicità e l'identità.

Lo studio, condotto attraverso una serie di interviste a utenti di alcune delle principali piattaforme di crowdfunding, ha dimostrato che le motivazioni principali che spingono i finanziatori a sostenere un progetto sono:

1. **Ricerca di ricompense.** La possibilità di ricevere una ricompensa, che sia in forma monetaria o il prodotto finito, spinge i crowdfunders a partecipare al finanziamento. In particolare, molti potrebbero essere spinti dal desiderio di possedere una copia esclusiva del prodotto o averla prima che venga messa in commercio.

University Press.

69 Weng Y., Fesenmaier D. (2003). "Assessing Motivation of Contribution in Online Communities: An Empirical Investigation of an Online Travel Community", *Electronic Markets*, vol.13.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

2. **Supportare gli ideatori o le cause.** Un finanziatore è più portato a sostenere anche economicamente i progetti e gli ideatori nei quali si riconosce e le cause vicine ai propri valori.

1. **Contribuire a una community creativa e affidabile.** I crowdfunders partecipano alla campagna di finanziamento allo scopo di entrare a far parte di una community. Da questo punto di vista, il semplice fatto di essere parte di una community costituisce uno stimolo sufficiente a contribuire finanziariamente allo sviluppo di un'idea imprenditoriale. Tale ipotesi è dimostrata dall'evidenza che, in genere, il coinvolgimento del finanziatore non si conclude con la transazione finanziaria ma si protrae lungo tutta la vita del progetto.

Inoltre sembra che siano determinanti per la decisione dell'individuo a investire le aspettative sul valore finanziario, sul valore funzionale così come sul valore sociale e quello emotivo.⁷⁰

Per poter comprendere pienamente le motivazioni alla base dell'investimento tramite crowdfunding sarà quindi necessario indagare sui fattori economici ma anche sociali e psicologici.

2.3 Rischi e criticità

La rischiosità di un progetto e la propensione al rischio dell'imprenditore sono fattori determinanti nella scelta delle fonti di finanziamento dello stesso.

⁷⁰ Harms M. (2007). *“What drives motivation to participate financially in a crowdfunding community”*, Thesis master in Marketing, Vrije Universiteit Amsterdam.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Il finanziamento tramite crowdfunding permette di ripartire il rischio associato all'attività finanziaria su un numero maggiore di soggetti rispetto ad altre fonti tradizionali come il venture capital e i business angel.

Di conseguenza, in caso di fallimento la perdita di capitale subita da un singolo investitore sarà minore.

Oltre alle considerazioni appena fatte sul rischio di impresa, si devono tenere in conto alcune problematiche più caratteristiche del finanziamento tramite crowdfunding, specialmente nell'equity crowdfunding.

La prima di questa è il moral hazard, cioè la possibilità che una delle parti interessate in un contratto possa mettere in atto comportamenti opportunistici perseguendo i propri interessi a danno della controparte, confidando nell'impossibilità per quest'ultima di verificare la presenza di dolo o negligenza.

Uno dei metodi che gli investitori possono attuare per ridurre la possibilità che si verifichino comportamenti opportunistici post-contrattuali consiste nell'erogare il finanziamento in più round. In questo modo il comportamento del prestatore può essere valutato prima di ogni round e la decisione di proseguire o meno l'investimento dipenderà dal raggiungimento di nuovi obiettivi, così come dalle nuove informazioni ottenute sul rischio tecnologico e di mercato.

Un altro problema è relativo all'asimmetria informativa fra crowdfunders e imprenditore.

I crowdfunders hanno accesso limitato (possono affidarsi unicamente alle informazioni reperibili pubblicamente online e a quelle divulgate dal creator stesso) a una serie di informazioni utili per valutare l'investimento, come informazioni sulla

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese tecnologia utilizzata, sulla performance aziendale, sul mercato di riferimento, sul passato dell'imprenditore e così via.

Inoltre, l'alto numero di possibili investitori e la possibile mancanza di professionalità che li caratterizza possono portare l'imprenditore a essere riluttante circa la divulgazione di queste informazioni poiché rischierebbe di non poter controllare la loro diffusione e la loro riservatezza.

In presenza di un investitore specializzato, la mitigazione delle asimmetrie informative avviene tramite la negoziazione dei diritti di controllo e la previsione di clausole restrittive che limitano l'autonomia del management riguardo l'assunzione di alcune decisioni richiedendo l'approvazione delle stesse da parte degli investitori.

I progetti imprenditoriali, inoltre, presentano anche un rischio di frode. Alcuni commentatori⁷¹ sostengono che l'importo esiguo dei singoli finanziamenti e la natura pubblica dei finanziamenti in crowdfunding rendano poco attraente questo strumento per i truffatori ma non è chiaro quanto ciò sia vero. Internet consente la diffusione di offerte fraudolente a basso costo ma si deve tenere in considerazione che online la frode è più facilmente individuabile, specialmente su piattaforme di crowdfunding.

Si potrebbe affermare che se i crowdfunders fossero sufficientemente sofisticati da comprendere i rischi insiti in un finanziamento tramite crowdfunding, questi potrebbero non costituire una preoccupazione rilevante. Purtroppo, una tale preparazione del pubblico sui temi trattati sembra ancora lontana .

71 Spinrad P. (2012). "Assessment of the CrowdFunding Investor law JOBS act", in Crowdfundinglaw.com.

2.4 Il quadro normativo

Mentre il reward based crowdfunding non solleva particolari problematiche riguardo aspetti normativi e regolamentari, è invece più complessa la situazione dell'equity model.

Come si è visto nei paragrafi precedenti il crowdfunding può costituire un nuovo strumento per il finanziamento di startup e imprese innovative e, di conseguenza, per sostenere la creazione e lo sviluppo di idee innovative permettendo la raccolta di capitali presso il pubblico.

Questo tipo di attività ha riguardato fino a poco tempo fa importanti operazioni finanziarie svolte sui mercati regolamentari come per esempio l'offerta pubblica iniziale o IPO. Per l'elevata complessità di queste operazioni e per la tutela del pubblico risparmio, la raccolta di capitali presso il pubblico è stata regolamentata in maniera incisiva nella maggior parte delle economie sviluppate. Ciò ha costituito un limite alla nascita di piattaforme di equity crowdfunding e all'affermazione del modello.

Alcuni paesi come gli Stati Uniti e l'Italia, al fine di incentivare la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, hanno approvato importanti modifiche all'assetto regolamentare per poter introdurre questa nuova fonte di finanziamento all'interno del loro ordinamento.

2.4.1 La legislazione negli USA: il JOBS Act e la SEC

Negli Stati Uniti l'attenzione verso il crowdfunding e in particolare per l'equity model è giustificata dalla ricerca di nuovi strumenti per alimentare la crescita economica e creare nuovi posti di lavoro, indicatori messi a dura prova dalla crisi finanziaria iniziata nel 2007.

Nel tentativo di facilitare alle imprese americane di nuova costituzione l'accesso ai capitali, il 31 gennaio 2011 il Presidente Obama ha presentato la “Startup America Initiative”⁷².

Ne è derivata una proposta di legge approvata dalla Camera dei Rappresentanti (8 marzo 2012) e, in una versione modificata, dal Senato (22 marzo 2012) e infine firmata dal Presidente il 5 aprile dello stesso anno con il nome di JOBS Act (Jumpstart Our Business Sturtups”).

La Sezione 302 del JOBS Act affianca un'esenzione per le transazioni effettuate su piattaforme di crowdfunding al Securities Act (Truth in Securities Act, 1933), la norma che, insieme all'Exchange Act del 1934 regola le transazioni sui mercati finanziari.

Thomas Martin ha proposto un'analisi della norma più approfondita che permette di

⁷² Maggiori informazioni sulla “Startup America Initiative” sono disponibili sul sito web della Casa Bianca, all'indirizzo: <http://www.whitehouse.gov/startup-america-fact-sheet>

identificare i principali obiettivi del JOBS Act.⁷³

Secondo la norma, l'importo complessivo dei capitali versati da tutti gli investitori non può superare il milione di dollari nel corso di 12 mesi. Per gli emittenti di progetti di crowdfunding è imposta la registrazione e l'obbligo di fornire ai possibili investitori una serie di informazioni quali informazioni per l'identificazione dell'emittente stessa, i nomi degli amministratori e di chiunque posseda più del 20% del suo capitale. Altre informazioni riguardano gli aspetti economici e finanziari come il business plan, la situazione finanziaria dell'emittente, informazioni su come verranno investiti i capitali raccolti tramite la campagna di crowdfunding, l'importo target dell'offerta, la durata e, infine, informazioni sul prezzo dei titoli offerti.

Riguardo la divulgazione di informazioni inerenti la situazione finanziaria del prestatore, la legge prescrive che gli emittenti che richiedono una maggiore quantità di fondi debbano fornire maggiori informazioni rispetto a coloro che avanzano richieste inferiori.

Nel JOBS Act viene introdotta una nuova tipologia di impresa, la “società dalla crescita emergente” (Emerging Growth Company, EGC) definita come un'emittente che nel corso dell'ultimo anno fiscale abbia mostrato un fatturato annuo lordo inferiore a 1.000.000.000\$. Lo status viene mantenuto salvo che non vengano emessi nei primi cinque anni dalla quotazione più di 1.000.000.000\$ di debito non convertibile per un periodo di almeno tre anni. È chiaro che questa definizione comprende la maggior parte delle startup.

73 Martin T.A. (2012). “*The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demands of the Crowd*”.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Tale status conferisce tre benefici a queste imprese:

- sono esenti dai requisiti di informativa sulla remunerazione dei dirigenti;
- sono esenti da una serie di obblighi contabili;
- possono usufruire di condizioni più flessibili per quanto riguarda la comunicazione con gli investitori. Le EGC possono infatti comunicare apertamente con i potenziali investitori purché questi siano acquirenti istituzionali qualificati e accreditati.

L'operazione di finanziamento in crowdfunding deve essere condotta attraverso un broker registrato o un portale apposito. L'intermediario deve effettuare una registrazione conforme alle normative vigenti e gli è imposto di condurre alcune procedure di due diligence e di verifica dell'identità e della storia delle emittenti per ridurre il rischio di frodi.

Inoltre, gli intermediari devono:

- educare gli investitori a interpretare correttamente le informazioni fornite in ottemperanza alla normativa;
- garantire che l'investitore sia consapevole dei rischi connessi all'investimento e che sia in grado di sostenerli.

L'attività di intermediazione è affidata a quelli che la norma definisce “portali di finanziamento”, figura introdotta dal JOBS Act e definita come un soggetto che agisce da intermediario in una transazione che coinvolge l'offerta o la vendita di titoli per conto di altri posto che:

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

1. non offra consulenze d'investimento o raccomandazioni;
2. non solleciti acquisti, vendite, né decida di acquistare i titoli offerti o presentati sul proprio sito web o portale;
3. non compensi dipendenti, agenti o altre persone ai fini della sollecitazione o in base alla vendita di titoli visualizzati o cui si fa riferimento sul suo sito web o portale;
4. non detenga, gestisca o posseda i fondi degli investitori né i loro titoli;
5. non si impegni in attività ritenute inopportune dalla Commissione.

Al fine di tutelare gli investitori, la normativa impone un limite massimo all'entità del capitale che è possibile investire in un singolo progetto.

Se l'utile netto annuo dell'investitore è inferiore a 100.000\$, questi può investire al massimo il 5% del proprio reddito annuale e comunque non più di 2.000\$; se l'utile netto è pari o superiore di 100.000\$, il tetto sale al 10% del reddito annuo o del proprio patrimonio, nel caso sia inferiore, non potendo superare, comunque, il limite di 100.000\$.

A seguito dell'approvazione del JOBS Act, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha avuto il compito di fissare gli aspetti regolamentari così da permettere la creazione di piattaforme di intermediazione e, di conseguenza, l'effettiva introduzione dell'equity crowdfunding nell'ordinamento statunitense.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Il confronto interno alla SEC ha portato alla pubblicazione di una bozza del regolamento sul crowdfunding aperta a commenti pubblici.⁷⁴ È ipotizzabile, quindi, che manchino ancora pochi mesi prima che questa fonte di finanziamento sia realmente disponibile negli Stati Uniti.

2.4.2 Il panorama legislativo in Europa

La questione legislativa riguardo la regolamentazione dell'equity crowdfunding non ha ancora trovato una soluzione che, in un'unione che si prefigge come obiettivo quello di armonizzare la legislazione fra i paesi membri e di creare un mercato unico, riesca a soddisfare tutte le parti.

Fra gli ostacoli regolatori vi è il limite che diversi ordinamenti europei impongono sul valore di titoli e quote rappresentative di capitale che una società può offrire a investitori individuali senza dover produrre una costosa documentazione. La vendita di azioni non quotate è fortemente limitata in quasi tutti i paesi e non è possibile la loro vendita pubblica ma solo la loro vendita diretta. Ciò deriva, come abbiamo visto, dalla volontà della maggior parte delle legislazioni di tutelare gli investitori meno sofisticati dall'assumere rischi che non conoscono o che non possono affrontare.

Per molto tempo il mercato britannico e quello olandese sono stati all'avanguardia in Europa per quanto riguarda l'equity crowdfunding ma ciò non è d'aiuto per una regolamentazione condivisa a livello comunitario poiché le piattaforme attive in questi mercati operano, come abbiamo visto precedentemente, attraverso il modello

⁷⁴ Consultabile all'indirizzo www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540017677

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese delle cooperative, raccogliendo i contributi individuali in un'unica entità legale che funge da veicolo per l'investimento.

La creazione di club o cooperative da frapporre fra gli investitori individuali e le opportunità di investimento costituisce, quindi, la via utilizzata per aggirare le norme che altrimenti impedirebbero il finanziamento.

Diverso è il caso di Seedrs⁷⁵: lanciata il 6 luglio 2012 nel Regno Unito, è stata la prima piattaforma ad essere autorizzata, nel maggio dello stesso anno, da un regolatore finanziario, in questo caso la Financial Conduct Authority (FCA, precedentemente nota con l'acronimo FSA).⁷⁶

A supporto dell'armonizzazione del mercato del crowdfunding all'interno della Comunità Europea sono nate alcune iniziative, tra cui l'European Crowdfunding Network fondato nel 2012, che si pone come obiettivo la legalizzazione e lo sviluppo del crowdfunding in Europa.

2.4.3 Il mercato italiano e il Decreto Crescita 2.0⁷⁷

Il mercato del crowdfunding in Italia è caratterizzato dalla presenza di otto piattaforme principali: Eppela, Starteed, Boomstarter, Kapipal, Produzionidalbasso,

75 <http://www.seedrs.com/>

76 Si veda il Financial Services Register tenuto dalla FCA: <http://www.fsa.gov.uk/register/firmBasicDetails.do?sid=268747>

77 L'analisi sulla normativa italiana contenuta in questo paragrafo è tratta da Lerro A.M., (2013). "Equity crowdfunding: il regolamento Consob in Gazzetta", pubblicato su Altalex.com. Disponibile all'indirizzo www.altalex.com/index.php?idnot=63804

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

FundForCulture and YouCapital e SiamoSoci.

Di queste, le prime sette si basano sul reward model mentre l'ultima, SiamoSoci, è l'unica piattaforma che può essere accomunata al modello equity based anche se, come detto, se ne discosta adattandosi ai limiti normativi vigenti nel nostro paese fino a pochi mesi fa.

A questa breve lista si aggiungono altre piccole piattaforme che si stanno affacciando sul mercato in questi mesi anche sotto la spinta dell'attenzione mediatica che il crowdfunding ha ottenuto negli ultimi due anni.

L'interesse per il crowdfunding in Italia nasce, come negli Stati Uniti, nel tentativo di cercare nuove vie per incentivare la crescita economica e la creazione di posti di lavoro.

Il primo passo verso la regolamentazione dell'equity crowdfunding è stata l'approvazione del “Decreto Crescita 2.0” (D.L. 179 del 18.10.2012 convertito con modificazioni in L. 221 del 17.12.2012, art. 30) promosso da Corrado Passera, Ministro dello Sviluppo Economico durante il Governo Monti.⁷⁸

Il modello presentato nel decreto è quello di un sistema di raccolta di capitale online che sia regolamentato e monitorato al fine di conciliare il principio della difesa del risparmio anche in questo mercato. Difatti nel testo di presentazione del Decreto Crescita viene previsto che “la vigilanza viene affidata alla CONSOB, che è delegata ad emanare la disciplina secondaria al fine di tutelare gli investitori diversi da quelli professionali”.

⁷⁸ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante: «Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese» disponibile all'indirizzo www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/12A13277/sg

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Il 26 giugno 2013, con la pubblicazione da parte della CONSOB del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”⁷⁹, l'Italia è diventata il primo paese dove l'equity crowdfunding è pienamente regolamentato.

L'equity crowdfunding è permesso nel nostro ordinamento unicamente alle startup innovative iscritte nell'apposita sezione del Registro delle Imprese.

L'art. 25 del Decreto Crescita 2.0 (modificato dal D.L. n.76/2013) definisce una startup innovativa come una società di capitali di diritto italiano o una Società Europea costituita ai sensi del Regolamento comunitario, che sia residente in Italia. Essa deve essere dotata di una serie di requisiti tra cui l'essere stata costituita da non più di 48 mesi, l'avere sede principale in Italia, il non distribuire utili, l'innovatività dell'oggetto sociale che deve essere dimostrata dall'alto valore tecnologico del bene o servizio commerciato e l'origine della società che non deve derivare da fusione, scissione o cessione d'azienda. Inoltre, le startup innovative devono avere almeno una fra le seguenti caratteristiche:

1. spese di ricerca e sviluppo uguali o superiori al 15% del maggiore tra il costo e il valore totale della produzione (escluse le spese per l'acquisto di immobili);
2. almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori devono aver conseguito o avere in corso un dottorato di ricerca o essere laureati con almeno tre anni di ricerca certificati o in possesso di laurea magistrale;

⁷⁹ CONSOB (2013). Delibera n. 18592; Adozione del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”. Disponibile all'indirizzo: www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

3. titolarità o licenza di almeno una privativa per invenzione industriale o per topografie di prodotti a semiconduttori o di un'invenzione biotecnologica o di un programma per elaboratore originario. Tali privative devono riguardare l'oggetto sociale e l'attività d'impresa.

L'ambito soggettivo per l'accesso al crowdfunding rappresenta una delle principali differenze fra la normativa italiana e quella statunitense dove il crowdfunding è pensato principalmente per sostenere la piccola impresa commerciale o artigiana.

Il finanziamento tramite equity crowdfunding deve essere realizzato tramite apposite piattaforme online che possono essere di due tipi:

- piattaforme web ordinarie;
- piattaforme web gestite da istituti bancari e società di investimento.

Mentre le prime sono soggette all'obbligo di registrazione nell'apposito Registro tenuto dalla CONSOB e al rispetto di una serie di requisiti di onorabilità e professionalità, le seconde devono semplicemente essere annotate in una speciale sezione del registro in quanto già autorizzate a svolgere in via ordinaria l'attività di sollecitazione del pubblico risparmio.

Le piattaforme ordinarie possono gestire autonomamente solo investimenti di importo unitario limitato, cioè 500€ per persone fisiche e 1.000€ per persone giuridiche. Viene anche posto un limite annuale pari a 1.000€ per i primi e 10.000€ per le persone giuridiche.

Per importi superiori, esse devono collaborare con banche e società di investimento che curino la parte esecutiva dell'investimento applicando le procedure MIFID,

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese valutando il profilo di rischio dell'investitore, curando l'incasso e applicando le procedure antiriciclaggio. Banche e società di investimento possono invece gestire autonomamente l'intero processo senza limitazioni particolari.

Queste avranno un ruolo anche nel caso di investimenti nella prima categoria di piattaforme per gli investimenti inferiori ai limiti previsti poiché a queste è fatto divieto di detenere denaro o strumenti finanziari di terzi: quindi dovranno aprire un apposito conto a nome della società che offre i propri titoli con vincolo di indisponibilità della provvista fino a conclusione della campagna di crowdfunding.

Sebbene la piattaforma di crowdfunding debba essere destinata esclusivamente a questa attività, il suo gestore può offrire servizi alle società che vogliono offrire capitale di rischio o agli investitori. I servizi possono spaziare dalla predisposizione della documentazione necessaria per l'offerta, alle analisi competitive, fino ai servizi successivi all'offerta come la gestione di un mercato secondario.

Il limite previsto dall'art. 13.3 del regolamento consiste nel divieto imposto al gestore della piattaforma di crowdfunding di formulare raccomandazioni riguardo gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta al fine di influenzare il loro andamento.

La normativa generale sugli intermediari finanziari prevede una serie di regole relative al conflitto di interessi, ai quali gli intermediari finanziari si devono attenere, come misure di informazione preventiva, attività di gestione di rischi e previsione di clausole contrattuali a tutela degli interessi del cliente: queste norme si applicano certamente alle banche e alle società di investimento.

Relativamente ai gestori della piattaforma, invece, l'art. 50 quinquies del TUF esclude l'applicazione di un ampio numero di norme, tra cui l'art. 21 del TUF e, di conseguenza, sembrerebbe escludere la normativa del conflitto d'interessi. Il

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

regolamento però con l'art. 13 richiede al gestore di evitare conflitti di interesse che possano incidere negativamente sugli interessi degli investitori e degli emittenti assicurando parità di trattamento ai destinatari di offerte che si trovino in condizioni identiche.

Come abbiamo visto precedentemente, il decreto indica nella tutela dei piccoli investitori uno dei principi della regolamentazione CONSOB.

Proprio in tutela del pubblico di investitori si è previsto che una quota pari al 5% dell'offerta venga sottoscritta da investitori professionali come investitori specializzati nel venture capital, fondazioni bancarie o incubatori certificati (art. 24.2). Fino a che non si ha, quindi, la certezza che la quota riservata agli investitori professionali sia stata raggiunta, l'operazione di finanziamento non può essere perfezionata né i sottoscrittori possono acquisire la qualifica di azionisti né il denaro raccolto può essere impiegato dall'impresa.

La ratio della norma sarebbe di garantire ai sottoscrittori la presenza di almeno un investitore qualificato che abbia quindi esperienza e capacità nel valutare e investire in imprese la cui rischiosità potrebbe essere complessa da valutare per un investitore meno qualificato.

Delle possibili categorie di investitori professionali (a volte indicati come “sponsor”) solo le fondazioni bancarie e gli incubatori certificati sono sufficientemente delineate. Gli investitori professionali a cui fa riferimento l'art. 24.2 del regolamento sono quelli definiti dall'art.1 lettera j) dello stesso come clienti pubblici di diritto come Governo e Banca d'Italia (che difficilmente parteciperanno a una campagna di finanziamento di equity crowdfunding) e clienti privati di diritto.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Per clienti privati di diritto si intendono: banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati e regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di questi, fondi pensione, negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgano esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscano indirettamente al servizio di liquidazione e al sistema di compensazione e garanzia, altri investitori istituzionali e agenti di cambio. A questi si aggiungono le grandi imprese che presentino a livello di singola società determinati requisiti dimensionali⁸⁰ e gli investitori istituzionali la cui attività principale sia investire in strumenti finanziari.

Il sistema di protezione dell'investitore previsto dal regolamento sul crowdfunding è particolarmente robusto e per certi aspetti potrebbe risultare perfino ridondante.

Innanzitutto, al di sopra di una soglia minima si applicano le garanzie MIFID e, quindi, è possibile procedere all'investimento solamente se considerato coerente con il profilo dell'investitore dal questionario MIFID.

L'investitore è tenuto a compilare una serie di questionari che dimostrino che egli ha compreso la rischiosità dell'iniziativa nei suoi vari profili.

Inoltre il regolamento CONSOB prevede una serie di strumenti a tutela dei piccoli investitori.

Il primo strumento di protezione è regolamentato dall'art.25.2. Tra il momento di

⁸⁰ Per poter essere considerate investitori professionali ai fini del regolamento sul crowdfunding devono avere almeno due di questi tre requisiti: totale di bilancio di 20.000.000€; fatturato netto di 40.000.000€, fondi propri per 2.000.000.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

adesione all'offerta e quello in cui essa si conclude gli investitori non professionali, le istituzioni bancarie e gli incubatori certificati possono revocare la loro adesione in qualsiasi momento qualora si rendano disponibili nuove informazioni sull'investimento o sia rilevato un errore materiale circa le informazioni presenti sul sito web della piattaforma. Sono esclusi dal diritto di revoca (da distinguersi dal diritto di recesso) unicamente gli investitori professionali.

Il diritto può essere esercitato entro sette giorni da quando le nuove informazioni siano state portate a conoscenza degli investitori.

L'art. 13.5 del regolamento, invece, impone al gestore della piattaforma di assicurare agli investitori non professionali un diritto di recesso dall'ordine di adesione. Questa forma di recesso è particolarmente forte poiché non è richiesto che dietro la decisione di recedere vi sia una motivazione. Inoltre l'investitore non professionale deve poter recedere senza costo e deve esercitare tale diritto entro sette giorni dalla data dell'ordine mediante comunicazione rivolta al gestore.

Il terzo strumento di tutela è disciplinato dall'art. 24.1.a) e vale sia per il finanziamento effettuato tramite piattaforme online che per quello amministrato da banche o società di investimento: la norma impone che lo statuto o l'atto costitutivo dell'emittente preveda il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita delle partecipazioni (tag along) per gli investitori non professionali che abbiano acquisito o sottoscritto strumenti finanziari dell'emittente tramite sito web. Lo stesso diritto non è previsto, invece, per le fondazioni bancarie e gli incubatori certificati.

Il presupposto per l'esercizio del recesso, in questo caso, è che i soci di controllo, successivamente all'offerta di capitale via crowdfunding, trasferiscano il controllo a terzi.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Nonostante il regolamento sia stato pubblicato nel giugno 2013, allo stato attuale ancora nessuna piattaforma di crowdfunding (esclusa, come si è detto, SiamoSoci) è attiva sul territorio italiano. Con la delibera n. 18681 del 10 ottobre 2013⁸¹, però, la CONSOB ha ammesso l'iscrizione di Startsup⁸², la prima piattaforma di equity crowdfunding in Italia, nel “registro di gestori di portali per la raccolta di capitali per start up” innovative.

La piattaforma ha da poco concluso la fase di test, ma potrebbe non mancare molto tempo prima che l'equity crowdfunding diventi un'opzione percorribile per le aziende italiane.

81 CONSOB (2013). Delibera n. 18681 del 10 ottobre 2013. Consultabile all'indirizzo: <http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18681.htm>

82 www.startsup.it

3. Crowdfunding ed equity gap

Nel capitolo precedente è stato presentato il crowdfunding come strumento per il finanziamento di nuovi progetti innovativi e, in particolare, di nuove attività imprenditoriali.

Come visto, questo strumento, sebbene non sia ancora ampiamente affermato fra le fonti di finanziamento disponibili per le nuove imprese, può contribuire a risolvere alcune imperfezioni del mercato dei capitali come l'equity gap che è stato trattato nel primo capitolo.

Resta da analizzare quanto il crowdfunding, e in particolare l'equity crowdfunding, possa, a livello sistemico, costituire uno strumento efficace al fine di sostenere l'offerta di capitali in società innovative colmando le lacune attualmente presenti nel mercato.

In particolare è importante comprendere se e come le fonti tradizionali di capitale e il crowdfunding possano coesistere o piuttosto entrino in competizione nella ricerca di possibilità di investimento.

Il problema può essere scomposto in due parti: la prima è relativa al processo decisionale alla base della scelta delle opportunità di investimento; la seconda riguarda, invece, la reale capacità del crowdfunding di andare a colmare i gap presenti nel mercato dell'equity per imprese innovative.

3.1 Folla e investitori scelgono diversamente?

Per valutare se il crowdfunding possa costituire un efficace strumento per finanziare imprese che attualmente non riescono a raccogliere capitali a causa di imperfezioni di mercato dobbiamo prendere in considerazione i diversi processi decisionali alla base della scelta di investire che intervengono sia in operazioni di finanziamento “dal basso” sia tramite investitori tradizionali.

Qualora i crowdfunders dovessero adottare un modello decisionale analogo a quello utilizzato da venture capitalist e business angel, dovremmo dedurre che questi diversi strumenti di finanziamenti sono in competizione fra loro: adottando lo stesso modello decisionale, e ammettendo che abbiano accesso allo stesso tipo di informazioni, valuterebbero come meritevoli di investimento gli stessi progetti e, di conseguenza, entrerebbero in competizione fra loro. Diversamente, il crowdfunding andrebbe a finanziare progetti non valutati come meritevoli di investimento da player tradizionali e permetterebbe anche a queste imprese di raccogliere i capitali necessari al proprio sviluppo.

3.1.1 Il processo di valutazione dei venture capitalist

Come si è visto nel primo capitolo, uno dei più importanti ruoli svolti dai fondi di venture capital è quello di valutare la qualità dei progetti imprenditoriali, processo questo caratterizzato da un alto tasso di incertezza. L'impossibilità di avere accesso a informazioni sulla performance passata di queste imprese ha portato i venture capitalist a specializzarsi in questo compito, permettendo ai mercati di capitali di

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese funzionare nonostante il difficile contesto in cui operano.⁸³ L'evidenza empirica dimostra che i fondi di venture capital sono diventati abbastanza efficienti nella selezione delle opportunità tecnologiche e di business anche se, come visto, ciò non vuol dire che la loro attività non sia influenzata da bias cognitivi o che riescano a rendere efficienti i mercati dei capitali per startup.

Ai fini della presente analisi non ci si soffermerà sullo studio del processo di valutazione dei venture capital, che è stato ampiamente studiato dalla letteratura scientifica ma ci si limita a sottolineare che questo si basa sulla ricerca di potenziali segnali di qualità⁸⁴ e che questi sono spesso di tipo qualitativo e personale (es. l'endorsement di soggetti terzi che godono della fiducia delle parti, il background degli imprenditori e il grado di preparazione e di cura che emergono dai pitch e documentazione prodotta dagli stessi).

Questi elementi fungono da indicatori della preparazione degli imprenditori e di conseguenza della loro comprensione dei rischi associati con la loro iniziativa. Inoltre, il background e le passate esperienze del team fondatore dimostra come i successi passati vengano visti come una proxy del possibile successo di nuovi progetti.

83 Kortum S., Lerner J. (2000). "Assessing the contribution of venture capital to innovation", RAND Journal of Economics.

84 Michael S. (1974). "Market Signaling: informational transfer in hiring and related screening process".

3.1.2 La valutazione degli investimenti nel crowdfunding⁸⁵

Nel finanziamento tramite crowdfunding, come visto, intervengono una moltitudine di individui che decidono individualmente di prendere parte al finanziamento. La decisione di procedere all'investimento, quindi, è individuale e non collettiva: non vi è un meccanismo di definizione del prezzo o nessun altro processo di aggregazione delle preferenze della massa. Di conseguenza, la folla che interviene in un'operazione di crowdfunding va considerata come una collezione di soggetti strettamente indipendenti.

Come abbiamo visto nel capitolo precedente, sono diversi i motivi che possono spingere un individuo ad aderire a una campagna di crowdfunding, molti dei quali non economici.

A causa della novità del fenomeno, la letteratura scientifica non ha ancora stabilito come i segnali economici impattino nelle decisioni di investimento di finanziatori non professionali come i crowdfunders. Se però questi rispondono agli indicatori di qualità conosciuti in modo analogo ai venture capitalist, ciò rafforzerebbe sia la validità di questi indicatori nel predire la performance futura di un'iniziativa imprenditoriale sia la capacità del crowdfunding di selezionare efficacemente i progetti meritevoli di finanziamento.

Diversamente dovremmo domandarci se il crowdfunding sia capace di premiare le imprese meritevoli o, viceversa, se gli indicatori utilizzati dall'industria del venture capital abbiano davvero valore e riescano realmente a predire il successo di un'impresa. Sotto l'assunzione che questi indicatori siano davvero utili nella valutazione di un nuovo business, quindi, crowdfunders e investitori professionali

85 Mollick E. R. (2013). *“Swept away by the crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the selection of entrepreneurs”*, University of Pennsylvania.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese dovrebbero valutare le possibilità di investimento con gli stessi criteri dei venture capitalist.

Ricerche condotte su un campione di progetti in ambito tech e digital finanziati tramite Kickstarter hanno evidenziato come, effettivamente, gli indicatori utilizzati dall'industria del venture capital per valutare il successo di un progetto imprenditoriale vengano adottati anche da investitori non professionali.

In particolare, sono state testate tre ipotesi:

1. Gli imprenditori che dimostrano di aver ottenuto successi imprenditoriali in passato hanno maggiori probabilità di ottenere un finanziamento.
2. Gli imprenditori che dimostrano di avere un endorsement da terzi hanno maggiori possibilità di ricevere un finanziamento.
3. Gli imprenditori che dimostrano la propria preparazione hanno maggiori probabilità di essere finanziati.

Riguardo la prima ipotesi, cioè la rilevanza di passati successi imprenditoriali nella valutazione dell'opportunità d'investimento, si è rilevato che progetti che indicano anche i progetti passati lanciati dai fondatori o i nomi dei membri del team hanno maggiori possibilità di concludere con successo una campagna di crowdfunding.

Quindi, anche i crowdfunders, così come gli investitori professionali, reputano che i successi passati possano essere predittivi dei risultati futuri di un team e, di conseguenza, di un dato progetto.

La seconda ipotesi si riferisce all'importanza che riveste, sia nel venture capital che nel crowdfunding, l'endorsement da parte di un network.

Come abbiamo visto, questo aspetto riveste un ruolo importante nell'ottenimento di un investimento da parte di un fondo di venture capital. Lo stesso non si può dire per il crowdfunding: le caratteristiche del crowdfunding, però, non ci permettono di avere una definizione univoca di network venendo a mancare la reciprocità dell'endorsement che deriva dal fare parte di un certo network.

Nel caso di un'operazione di finanziamento via crowdfunding, invece, possiamo definire l'endorsement come un collegamento esplicito da parte di organizzazioni esterne al richiedente e alla piattaforma online come il supporto da parte di fonti di informazioni o di soggetti ritenuti degni di fiducia dalla community di finanziatori (i così detti influencer).

L'evidenza empirica ha dimostrato che anche questa ipotesi sembrerebbe confermata.

L'ultima ipotesi riguarda la preparazione e la capacità di portare a compimento il proprio progetto dimostrata dalla compagine imprenditoriale.

Come si è accennato all'inizio del capitolo, i fondi di venture capital guardano alla preparazione del team come un indicatore di qualità dell'investimento.⁸⁶ Tale preparazione è dedotta dalla qualità del pitch e della documentazione prodotta a supporto della propria richiesta di finanziamento.

In una campagna di crowdfunding, invece, la preparazione degli imprenditori potrebbe non rivestire lo stesso peso visto per il venture capital, poiché i crowdfunders potrebbe essere più interessati a aspetti superficiali del progetto e agire

86 Cardon M. S., Sudek R., Mitteness C. (2009). *"The impact of perceived entrepreneurial passion on angel investing"*.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese spinti da interessi non strettamente economici, come la passione per una certa causa o la volontà di supportare una storia accattivante.⁸⁷

Sono due gli elementi che possono fornirci informazioni sulla capacità dei founder di sviluppare il proprio progetto: la presenza di un prototipo o di una prima versione del prodotto e la presenza di un pitch video.

La presenza di un prototipo è un indicatore comune anche nella selezione da parte di un venture capital, sebbene la sua importanza dipenda strettamente dalla fase del ciclo di vita in cui la startup si trova.

Riguardo il video, invece, è la stessa Kickstarter a suggerirlo come uno degli strumenti più importanti per dimostrare le proprie capacità:

“A video is by far the best way to get a feel for the emotions, motivations, and character of a project. It’s a demonstration of effort and a good predictor of success. Projects with videos succeed at a much higher rate than those without (50% vs. 30%).”⁸⁸

Anche questa ipotesi, così come le due precedenti, è stata confermata.

Tali risultati dimostrano, quindi, che da una parte gli indicatori adottati dai venture capitalist nella valutazione delle opportunità di investimento hanno realmente un valore predittivo dei possibili risultati futuri di un progetto e, dall'altra, che il processo di valutazione del crowdfunding e degli investitori specializzati è, almeno in parte, lo stesso.

Ciò potrebbe far pensare che le due fonti di finanziamento siano alternative fra loro e

87 Bogost I. (2012). “Kickstarter: Crowdfunding Platform Or Reality Show?”, Fast Company. Disponibile su www.fastcompany.com.

88 Si veda il link http://www.kickstarter.com/help/school#making_your_video

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

che l'affermarsi di questo nuovo strumento porterà a una maggiore concorrenza nel mercato dei capitali piuttosto che risolvere situazioni di fallimento degli stessi come l'equity gap di cui si è scritto nel primo capitolo.

Le stesse ricerche hanno però evidenziato come il processo di valutazione attuato dai crowdfunders non sia affetto da alcuni bias che colpiscono, invece, i venture capitalist: mentre i fondi di venture capital sembrano utilizzare efficacemente indicatori che possano predire il successo sul mercato di nuovi progetti imprenditoriali, i metodi tramite i quali identificano questi segnali tendono a introdurre bias geografici e di genere.

Nel finanziamento tramite crowdfunding, invece, questi bias sembrano avere un effetto ridotto.

Il primo bias è geografico: i fondi di venture capital sono altamente concentrati geograficamente intorno a pochi grandi hub⁸⁹ (ne è un esempio l'alta concentrazione di venture capitalist e startup innovative in Silicon Valley e Israele).

Vi sono diverse ragioni per cui si verifica questo tipo di aggregazione. Una di queste dipende dalla necessità per i venture capitalist di avere interazioni face-to-face con gli imprenditori durante il processo di selezione. Inoltre, per gli investitori è più semplice controllare l'andamento degli investimenti quando questi si trovano a distanze limitate, soprattutto in un momento della loro fase di vita in cui altri tipi di controllo più tradizionali potrebbero essere inefficaci (per esempio in caso di assenza di bilanci).⁹⁰ Difatti è stato stimato che la distanza media fra investitore e

89 Owen-Smith J., Powell W. (2004). "Knowledge networks as channels and conduits: the effects of spillovers in the Boston", Organization Science.

90 Chen X., Yao X., Kotha S. (2009). "Entrepreneurial Passion and Preparedness in Business Plan

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese investimento sia di circa 70 miglia (poco più di 110 km).⁹¹

Questo tipo di bias può essere analizzato confrontando la distribuzione e la concentrazione geografica dei progetti finanziati sia tramite fonti tradizionali che tramite campagne di finanziamento online.

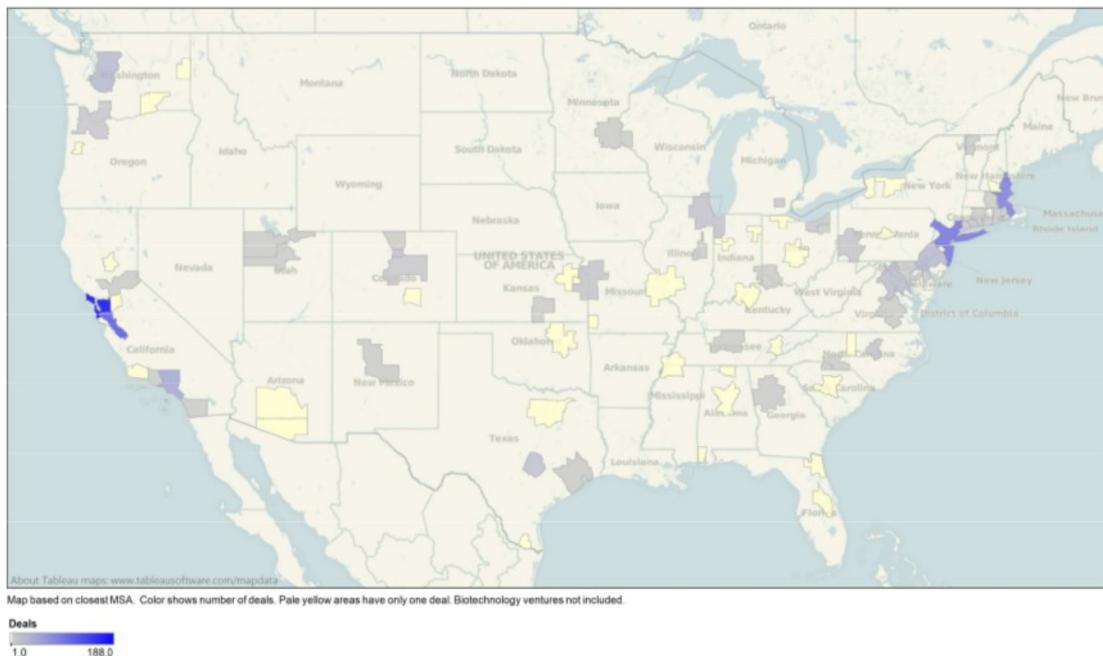


Illustrazione 3: Distribuzione geografica degli investimenti Seed di VC 2009-2012

Presentations”, *Academy of Management Journal*, 52.

91 Sorenson O., Stuart T. (2005). “*The evolution of venture capital investment networks*”, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

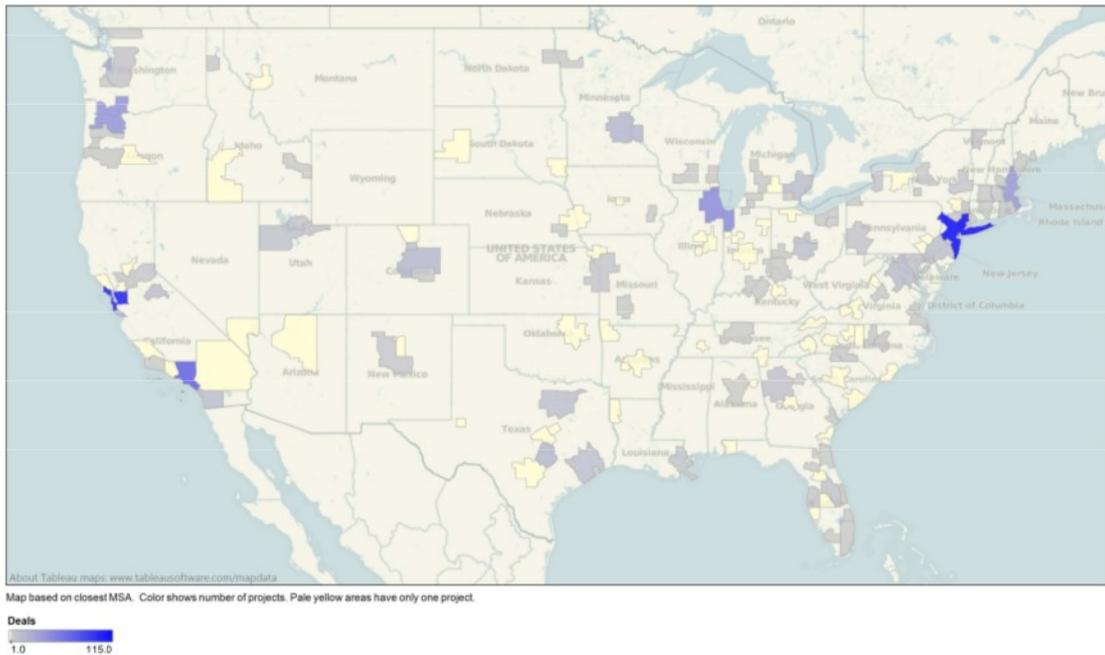


Illustrazione 4: Distribuzione dei progetti tecnologici su Kickstarter 2009-2012

Negli Stati Uniti, dal 2009 al 2012, 835 progetti in fase di seed hanno ricevuto investimenti da fondi di venture capital, per un totale di 2,7 miliardi di dollari. Confrontando la distribuzione geografica di questi progetti (Illustrazione 1) con quella dei 582 progetti tecnologici finanziati su Kickstarter nello stesso periodo (Illustrazione 2) si può vedere come la geografia del crowdfunding sia meno concentrata rispetto a quanto avviene nell'industria del venture capital.

Come si evince dalle illustrazioni riportate qui sopra, entrambe le fonti di finanziamento prevedono una certa concentrazione geografica dei progetti finanziati ma questa è indubbiamente minore nel caso del crowdfunding.

Il secondo bias riguarda il genere degli imprenditori: sebbene il 40% degli imprenditori statunitensi siano donne, storicamente la quota di investimenti fatti da

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese venture capitalist in imprese guidate da CEO donne risulta inferiore al 6% e solo l'1,3% delle imprese finanziate da fondi di venture capital hanno founder donne.⁹²

Questo bias potrebbe dipendere da pregiudizi sessuali ma è stato anche suggerito che ciò possa dipendere dalla maggiore predisposizione degli investitori di finanziare imprenditori dello stesso sesso poiché condividono con questi network e preferenze.⁹³ Il tema rimane ancora dibattuto e, ad oggi, non vi unanimità su quali siano le cause di questo fenomeno.

Per analizzare come il finanziamento tramite piattaforme di crowdfunding possa impattare su questo bias, dobbiamo analizzare la composizione dei team che hanno proposto progetti tecnologici su Kickstarter.

Di questi, 142 erano composti da sole donne, 199 da gruppi misti e 1560 da team maschili (per 198 progetti, invece, non è stato possibile avere una puntuale classificazione per genere). Di conseguenza il numero di founder donne è pari al 16,2% dei progetti pubblicati.

Dei 592 progetti finanziati, invece, 45 sono stati proposti da team completamente maschili, 80 da team misti e 58 da team non identificabili dal genere. La percentuale di team femminili, quindi, sale al 21,1% dei progetti finanziati.

Questo risultato, se confrontato con il numero di aziende finanziate da venture capital il cui team sia composto completamente da donne, conferma l'ipotesi secondo cui il crowdfunding sia caratterizzato da una minore concentrazione di genere rispetto all'industria del venture capital.

92 Canning J., Haque M., Wang, Y. (2012). *“Women at the Wheel”*. New York.

93 Ruef M., Aldrich H., Carter N. (2003). *“The structure of founding teams: Homophily, strong ties, and isolation among US entrepreneurs”*, American Sociological Review.

Possiamo concludere che i crowdfunders, al momento di valutare individualmente le opportunità di investimento offerte da piattaforme di crowdfunding, adottano gli stessi indicatori utilizzati dagli investitori professionali.

Ciò comporta che questi indicatori abbiano realmente un valore nel valutare la qualità di un progetto e che la folla, intesa come l'insieme delle decisioni individuali di investimento, riesca a riconoscere efficacemente i progetti più meritevoli.

D'altra parte essa riesce anche a evitare di imbattersi nei bias che come si è visto caratterizzano il processo decisionale dei venture capitalist permettendo, quindi, il finanziamento di progetti innovativi che altrimenti non riuscirebbero ad ottenere le risorse necessarie al proprio sviluppo contribuendo al completamento del mercato dei capitali.

3.2 L'equity crowdfunding come soluzione all'equity gap

Un altro aspetto da valutare è la dimensione del finanziamento ottenuto tramite piattaforme di crowdfunding e se questa sia coerente con le problematiche sollevate nel primo capitolo.

Come si è visto, infatti, le nuove imprese a carattere innovativo possono incontrare diversi problemi a ottenere risorse finanziarie a causa di fallimenti del mercato. In particolare il mercato del capitale di rischio per imprese innovative è caratterizzato da equity gap, cioè dei vuoti non soddisfatti dall'offerta di capitali il cui valore può oscillare in un certo range a seconda del mercato di riferimento e del suo livello di sviluppo.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Per comprendere se il crowdfunding possa andare a colmare questi gap si deve valutare se la quantità di risorse ottenuta tramite questa fonte vada a soddisfare quella domanda di capitali attualmente non servita da investitori tradizionali come i fondi di venture capital e i business angel.

La scarsità dei dati disponibili rende complessa questo tipo di analisi. Ciò è dovuto in parte alla novità del fenomeno e in parte alle differenti normative esistenti che impediscono di poter confrontare i dati a livello internazionale.

Le stesse difficoltà permangono anche nel caso della misurazione dell'equity gap: le difficoltà viste nel primo capitolo, in riferimento alla stima dell'entità del gap impediscono di avere dati aggiornati per alcuni paesi.

Per ovviare a questi limiti si prenderà in considerazione il mercato britannico. Questa scelta è dovuta a due fattori:

- la presenza consolidata di una piattaforma di equity crowdfunding legalmente riconosciuta dagli organismi di vigilanza;
- l'interesse che nel tempo è stato riversato, nel Regno Unito, nello studio dell'equity gap e la disponibilità di stime puntuali sulla sua entità.

L'analisi contenuta nelle pagine seguenti partirà proprio dall'analisi della suddetta piattaforma di crowdfunding: Seedrs.

3.2.1 Il caso di Seedrs

Come accennato nel precedente capitolo, il Regno Unito è stato il primo paese a

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese vantare la presenza di una piattaforma di crowdfunding autorizzata da un regolatore finanziario.

Come accennato precedentemente, la piattaforma è stata lanciata nel 2012 nel Regno Unito ed è stata la prima ad essere autorizzata dalla FCA.

Nel Regno Unito, fino al marzo scorso, non era prevista una esplicita regolamentazione dell'equity crowdfunding.

Il 6 marzo del 2014, dopo un lungo periodo di consultazione pubblica, la Financial Conduct Authority ha pubblicato un Policy Statement⁹⁴, entrato in vigore il 1 aprile dello stesso anno, che introduce una serie di nuove regole per le piattaforme di equity crowdfunding e peer-to-peer lending.

In modo analogo a quanto visto per la regolamentazione introdotta in Italia dalla CONSOB, le ratio della regolamentazione introdotta dall'organo di vigilanza britannico è quella di evitare che piccoli investitori finanziariamente poco sofisticati possano assumere un livello di rischio finanziario eccessivo.

Di conseguenza si è deciso di limitare la possibilità di partecipare a una campagna di finanziamento tramite portali online a investitori professionali o a soggetti che dimostrino di avere un sufficiente grado di preparazione o di risorse finanziarie disponibili per l'investimento.

In alternativa i piccoli investitori potranno investire, similmente a quanto visto per la normativa statunitense, fino a un massimo del 10% del loro patrimonio in prodotti

94 FCA (2014). *“PS14/4: The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media”*, Aprile.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese finanziari non liquidabili su mercati secondari come azioni o titoli di debito trattati su piattaforme di crowdfunding.

La nuova normativa prevede regole più rigide per le piattaforme online sulla comunicazione delle opportunità di investimento. Queste devono assicurarsi che i progetti pubblicati forniscano informazioni complete e accurate e devono astenersi dall'enfatizzare i benefici derivanti dall'investimento senza dare anche indicazioni precise sui rischi a questo connessi. Devono, inoltre, fornire le informazioni in modo facilmente comprensibile dagli investitori e astenersi dal nascondere o sminuire informazioni rilevanti al fine dell'investimento.

Non vi è invece alcuna menzione sul livello di due diligence che le piattaforme di crowdfunding devono sostenere per valutare i benefici e i rischi correlati all'investimento.

Il processo di finanziamento inizia con il listing dell'impresa richiedente sulla piattaforma. La raccolta di capitali tramite Seedrs è limitata unicamente a Limited Company con sede legale nel Regno Unito.

Una volta completata la registrazione vengono poste una serie di domande al fine di comprendere se l'azienda sia realmente preparata a procedere a una raccolta di capitali tramite crowdfunding. Queste domande riguardano la presenza di un team strutturato, la capacità dell'impresa di accettare e rispettare l'accordo di sottoscrizione che regola la raccolta di capitali, la presenza di un piano di marketing ecc.

Una volta completata questa fase l'azienda può completare la propria scheda progetto inserendo informazioni generali sull'impresa, sull'idea di business, sul team e sul mercato di riferimento.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Fra le varie informazioni richieste hanno un ruolo particolarmente importante quelle riguardanti il funding richiesto e la quantità di equity ceduta in cambio: l'impresa può richiedere un finanziamento minimo compreso fra mille sterline e 5 milioni di sterline mettendo a disposizione degli investitori una percentuale a scelta del proprio capitale che non può però superare il 50% dello stesso.

Seedrs è una piattaforma del tipo “all or nothing” per cui la campagna ha successo solo qualora venga raggiunta la quota minima di capitale indicata al momento del lancio della stessa. È però possibile raccogliere una quota maggiore di capitale (cosiddetto “overfunding”). In questo caso oltre al funding minimo richiesto deve essere esplicitato anche un limite massimo per lo stesso tenendo presente che in nessun caso potrà essere ceduta una quota di partecipazione del capitale superiore al 50% dello stesso.

Le informazioni pubblicate vengono poi analizzate dal team di Seedrs al fine di valutare che la campagna promossa sia “corretta, chiara e non fuorviante”. Ciò è necessario sia per garantire un minimo livello di qualità dei progetti promossi sulla piattaforma, sia per soddisfare i requisiti richiesti dalla FSA per tutelare i piccoli investitori.

Va precisato che la valutazione non riguarda il business della startup richiedente ma la qualità delle informazioni fornite e la loro completezza e correttezza per i possibili investitori.

Una volta che la campagna è stata approvata dal team di Seedrs, viene richiesta la pubblicazione di un video pitch che permetta di facilitare gli investitori nella comprensione del business in cui andrebbero a investire (analogamente a quanto visto precedentemente per Kickstarter) che, come per le altre informazioni fornite, sarà sottoposto a review.

Completata questa fase inizia la campagna di crowdfunding: l'impresa richiedente ha 60 giorni di tempo per raccogliere risorse finanziarie pari ad almeno il funding minimo.

L'investimento minimo richiesto agli investitori è pari a £10. Gli investitori possono versare la somma che intendono investire tramite un semplice sistema di pagamento online. Le somme versate vengono raccolte in un conto apposito e verranno trasferite al richiedente solo qualora la campagna si concluda con successo. Diversamente verrebbero restituite agli investitori.

L'investimento dà diritto, come detto, a quote rappresentative di capitale. Seedrs impone che tutte le azioni distribuite agli investitori siano azioni ordinarie. In questo modo tutti gli investitori hanno gli stessi diritti e le stesse garanzie all'interno della compagine azionaria.

Nei suoi due anni di attività Seedrs è riuscita a finanziare 65 campagne di crowdfunding per un valore complessivo di 6,1 milioni di sterline (pari a poco meno di 7,5 milioni di euro). A marzo 2014 risultavano registrati sulla piattaforma 34.000 investitori.⁹⁵

Al fine di valutare le dimensioni dei finanziamenti ottenuti dai progetti pubblicati su Seedrs si è provveduto a catalogare i 65 progetti che hanno concluso con successo una campagna di crowdfunding.⁹⁶ Questa lista è stata poi epurata da quelle iniziative che non rientrano nella definizione di ISME fornita nel primo capitolo o che difficilmente si sarebbero prestate a un investimento da parte di venture capitalist o

95 Si veda la presentazione di Seedrs all'Imperial Create Lab, disponibile all'indirizzo: <http://www.slideshare.net/ricaardos/seedrs-imperial-create-lab>

96 La lista completa dei progetti finanziati su Seedrs è disponibile all'indirizzo http://www.seedrs.com/funded_startups

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

angel. Rientrano in questa categoria attività imprenditoriali strettamente locali e/o di carattere artigianale e progetti artistici e teatrali. Allo stesso modo sono stati esclusi acceleratori d'impresa e fondi di investimento (di cui uno promosso dalla stessa Seedrs).

Il campione così ottenuto è composto da 45 progetti, finanziati fra il 12 novembre 2012 e il 29 maggio 2014, attivi in diversi mercati tecnologici, con una preponderanza di startup attive in mercati come quello del digital piuttosto che nell'hi-tech.

La lista completa dei progetti presi in campione è fornita nelle pagine seguenti.

NOME PROGETTO	FUNDING	EQUITY	PREMONEY	POSTMONEY
Blue Crow Media	£58.670,00	5,82%	£950.000,00	£1.008.670,00
Landbay (2nd round)	£81.647,00	6,00%	£1.279.141,00	£1.360.788,00
Loyalzoo	£120.000,00	13,04%	£800.000,00	£920.000,00
Lime&Tonic	£80.000,00	2,40%	£3.253.333,00	£3.333.333,00
Ready Steady Mums	£50.000,00	5,89%	£798.896,00	£848.896,00
Veeqo (3rd round)	£4.155,00	0,69%	£600.014,00	£604.169,00
Fuzmo	£55.450,00	13,35%	£360.000,00	£415.450,00
Bike HUD (2nd round)	£29.560,00	4,71%	£598.557,00	£628.117,00
EeBria (2nd round)	£22.420,00	3,33%	£650.000,00	£672.420,00
EeBria	£65.000,00	10,00%	£585.000,00	£650.000,00
Devario (2nd round)	£44.460,00	16,50%	£224.978,00	£269.438,00
Bike HUD	£90.000,00	15,00%	£510.000,00	£600.000,00
Landbay	£50.000,00	7,50%	£616.667,00	£666.667,00

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

NOME PROGETTO	FUNDING	EQUITY	PREMONEY	POSTMONEY
Bird Cycleworks	£45.000,00	10,00%	£405.000,00	£450.000,00
goCarShare	£50.000,00	7,50%	£616.667,00	£666.667,00
CrowdCanDo	£22.000,00	10,00%	£198.000,00	£220.000,00
Microcosm (2nd round)	£100.000,00	5,00%	£1.899.997,00	£1.999.997,00
Spherical Systems	£10.000,00	15,00%	£56.667,00	£66.667,00
Specialised Cameras	£40.000,00	16,00%	£210.000,00	£250.000,00
Silver Curve	£200.000,00	20,00%	£800.000,00	£1.000.000,00
Swogo (4th round)	£7.013,00	0,34%	£2.055.716,00	£2.062.729,00
Seyann Electronics Ltd	£11.300,00	3,50%	£311.557,00	£322.857,00
Storemates.co.uk (2nd round)	£70.588,00	12,00%	£517.643,00	£588.231,00
Halo (f/k/a iZZapper)	£35.000,00	15,00%	£198.333,00	£233.333,00
Swogo (3rd round)	£70.011,00	3,50%	£1.930.295,00	£2.000.306,00
Evocha	£30.000,00	10,00%	£270.000,00	£300.000,00
Dinnr	£60.000,00	12,00%	£440.000,00	£500.000,00
Veeqo (2nd round)	£120.000,00	28,57%	£300.021,00	£420.021,00
Maxim Solutions	£25.000,00	10,00%	£225.000,00	£250.000,00
Sir F's	£9.500,00	15,00%	£53.833,00	£63.333,00
PixelPin	£150.000,00	10,00%	£1.350.000,00	£1.500.000,00
The Printers Inc	£40.000,00	26,88%	£108.810,00	£148.810,00

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

NOME PROGETTO	FUNDING	EQUITY	PREMONEY	POSTMONEY
Veeqo	£30.000,00	10,00%	£270.000,00	£300.000,00
Devario	£80.000,00	40,00%	£120.000,00	£200.000,00
UK Work Study Ltd	£50.000,00	10,00%	£450.000,00	£500.000,00
SomethingIndie	£20.000,00	10,00%	£180.000,00	£200.000,00
Uevoc	£20.000,00	10,00%	£180.000,00	£200.000,00
Playnable Ltd	£25.000,00	5,00%	£475.000,00	£500.000,00
Microcosm	£50.000,00	10,00%	£450.000,00	£500.000,00
Satago	£30.000,00	14,00%	£184.286,00	£214.286,00
Future Ad Labs	£60.000,00	15,00%	£340.000,00	£400.000,00
GigDropper	£30.000,00	35,00%	£55.714,00	£85.714,00
Storemates.co.uk	£40.000,00	10,00%	£360.000,00	£400.000,00
Swogo	£17.500,00	5,00%	£332.500,00	£350.000,00

Come si vede dalle tavole riportate sopra, il valore dei finanziamenti ottenuti dalle campagne promosse su Seedrs hanno un'elevata volatilità. Difatti i valori oscillano fra un massimo di 200 mila sterline ottenuto da Silver Curve a un minimo di sole 4.155 sterline ricevuto da Veeqo durante il suo terzo round.

Alcuni di questi compaiono più volte nell'elenco poiché si sono rivolti a questa piattaforma di crowdfunding per diversi round di finanziamento. È il caso, per esempio, di Swogo che ha raccolto in 4 differenti round oltre 154 mila sterline.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

L'uso unicamente dei dati forniti pubblicamente da Seedrs ci impedisce di effettuare un'analisi dettagliata sulle caratteristiche dei progetti finanziati e su quali siano i fattori che possano favorire un certo progetto.

Allo stesso modo, non è possibile, vista la scarsità dei dati disponibili, condurre un confronto approfondito fra il finanziamento tramite questa specifica piattaforma di crowdfunding e altri strumenti di finanziamento.

Ciononostante è possibile effettuare alcune osservazioni guardando ai valori medi dei finanziamenti ottenuti dalle startup sopra indicate.

La media aritmetica degli investimenti raccolti con successo, per quei progetti presenti nel campione preso in analisi, su questa piattaforma di equity crowdfunding è pari a circa 52.428 sterline.

Come si era visto nel primo capitolo, diverse ricerche condotte nel Regno Unito avevano provato a misurare la dimensione dell'equity gap. Questo gap oscillava fra i seguenti valori:

- £250.000 e £1,5 milioni (Harding, 2002);
- £250.000 e £1 milione (HM Treasury and Small Business Services, 2003);
- £150.000 e £2 milioni (Harding e Cowling, 2006).

Le stime si basano su assunzioni e metodologie diverse e ciò spiega i differenti risultati ottenuti nella misurazione dell'equity gap.

Basandoci su queste stime risulta palese che il valore medio dei finanziamenti ottenuti tramite le campagne di crowdfunding promosse su Seedrs sia nettamente inferiore al limite inferiore del gap.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Inoltre solo due progetti (Silver Curve con £200.000 di funding e PixelPin con £150.000) hanno raccolto un ammontare di risorse finanziarie pari o superiori al limite inferiore indicato dalla ricerca di Harding e Cowling mentre nessun progetto raggiunge il valore minimo indicato dagli altri due studi.

Nello stesso studio del 2006, Harding e Cowling hanno identificato un secondo gap, di dimensioni inferiori, che colpirebbe imprese con una vita compresa fra i 18 e i 24 mesi che necessitano di capitale di rischio per finanziare la propria fase di espansione e per sostenere i costi legali e fiscali legati a essa.

In questo caso il gap sarebbe compreso, come visto nel primo capitolo, fra 10.000 e 30.000 sterline, un valore, questo, decisamente inferiore a quelli identificati da altre ricerche.

Prendendo in considerazione questo gap, la situazione è leggermente diversa.

Circa il 31% dei progetti finanziati con successo (14 progetti su 45) rientrano nel range identificato, con un valore medio delle risorse raccolte pari a poco più di 23 mila sterline.

Sebbene l'indagine effettuata non possa vantare risultati conclusivi, ci permette di affermare che l'introduzione dell'equity crowdfunding come strumento di finanziamento per imprese a carattere innovativo possa, almeno in parte attenuare gli effetti negativi degli equity gap.

Come visto analizzando il valore dei finanziamenti raccolti tramite piattaforme di crowdfunding, la maggior parte dei progetti nel campione avrebbero potuto reperire le stesse risorse da altre fonti di finanziamento come venture capitalist o dalle così dette 4F (per quei progetti che hanno raccolto capitali per un valore inferiore alle

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

10.000 sterline).

In questi casi l'equity crowdfunding si pone in diretta concorrenza con le fonti tradizionali di risorse finanziarie per startup e imprese innovative, in modo analogo a quanto visto in riferimento ai modelli decisionali adottati da crowdfunding e venture capitalist.

Di conseguenza, la diffusione del crowdfunding come fonte di capitali potrebbe portare a un aumento della concorrenza nell'offerta di risorse finanziarie e, di conseguenza, ad una riduzione dei costi di queste per le imprese richiedenti.

Questa è sicuramente un'opportunità per iniziative imprenditoriali che hanno la necessità di ricorrere al capitale di rischio per poter sostenere la loro crescita (e spesso la loro nascita) che potranno raccogliere capitali a un costo minore.

Tuttavia, gli effetti positivi introdotti dall'equity crowdfunding non sembrano incidere in maniera diretta sui fallimenti osservati nel mercato del capitale di rischio: anche se l'analisi qui presentata è stata condotta su un campione troppo ristretto per poter dare risultati univoci, il numero di progetti che hanno raccolto capitali tali da farli ricadere nel range dell'equity gap è pari a 16, quindi a circa il 34% del campione preso in analisi.

Dai risultati ottenuti dobbiamo dedurre che l'affermarsi di questo nuovo modello di finanziamento non potrà che avere un effetto ridotto sull'equity gap.

Tali considerazioni devono comunque essere affiancate a quanto visto nella prima parte di questo capitolo, in riferimento al superamento di alcuni bias osservati nel finanziamento di startup da parte dei fondi di venture capital, con particolare riferimento alla concentrazione geografica e al genere dei fondatori dei progetti finanziati.

Queste osservazioni si basano, come si è detto più volte nella trattazione, su dati ancora limitati e la reale introduzione dell'equity crowdfunding in diversi mercati, fra cui quello italiano, ha subito svariati rallentamenti e, dopo il fervore seguito alle prime proposte di regolamentazione in USA e Europa, l'interesse per il fenomeno e il ricorso a questo modello sembra essersi frenato.

Per comprendere, quindi, se e come il crowdfunding possa costituire una reale soluzione ai limiti strutturali del mercato dei capitali per imprese innovative o sia destinato a divenire un'alternativa a fonti finanziarie già esistenti è necessario condurre nuove e più approfondite indagini e attendere che, con un maggiore ricorso a questo strumento da parte di imprese e startup, siano disponibili maggiori dati su cui condurre nuove ricerche.

Ciò è ancora più rilevante se si pensa che fra i temi da indagare non vi sono solo quelli relativi all'impatto dell'equity crowdfunding a livello sistemico ma sono da analizzare una serie di problematiche che vanno dalla governance aziendale, al possibile rapporto fra piccoli investitori e venture capitalist nella compagine aziendale, alle problematiche di tipo finanziario e contabile. A questi temi si aggiungono quelli relativi alla gestione e al modello di business delle piattaforme di intermediazione.

Conclusioni

Come si è visto nelle pagine precedenti, i dati attualmente disponibili sembrano smentire un ruolo del crowdfunding come alternativa a fonti tradizionali di capitale e quindi un suo contributo diretto nel colmare l'equity gap.

In particolare, sebbene il crowdfunding tenda a superare alcuni limiti del mercato del capitale per imprese innovative, il processo di valutazione delle opportunità di investimento e la dimensione degli investimenti finora ottenuti suggeriscono che questo strumento si ponga, almeno parzialmente, in competizione con altri attori già affermati come i fondi di venture capital e i business angel.

Questo tipo di risultato lascia ipotizzare che l'affermarsi di questo strumento per la raccolta dei capitali avrà un impatto limitato nel risolvere i fallimenti di mercato alla base dell'equity gap.

Ciò non vuol dire che la sua introduzione non possa portare vantaggi per le startup in fase di funding e, di conseguenza, per l'economia nel suo complesso: l'affermarsi dell'equity crowdfunding, e per un certo verso anche del reward based, avrebbe due effetti nel mercato dei capitali.

Da una parte potrebbe liberare risorse finanziarie, costituite dai risparmi dei piccoli investitori, che fino ad oggi hanno trovato opportunità di investimento solo in strumenti tradizionali e solitamente legati al settore bancario o assicurativo. Se, come si è detto, l'investimento in capitale di rischio di una startup è da considerarsi un investimento ad alto rischio, le tutele messe in atto dalla normativa italiana, presentata nel secondo capitolo, e un'accurata strategia di portafoglio dei piccoli investitori potrebbero offrire una opportunità di investimento.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

L'aumento dell'offerta di capitali porterebbe molto probabilmente a una riduzione del costo del capitale di rischio per le imprese innovative permettendo a queste di trovare risorse finanziarie con maggiore facilità e a costi inferiori.

In quest'ottica, anche se i dati sui finanziamenti ottenuti su Seedrs non permettono di avere un'indicazione precisa sulla materia, nel medio-lungo periodo ciò potrebbe risultare in una riduzione dell'equity gap o, comunque, in un mercato del capitale di rischio più dinamico e accessibile per le imprese di nuova costituzione.

Come già sottolineato, però, i dati a nostra disposizione non sono sufficienti per poter condurre un'indagine che sappia rispondere in modo esaustivo a tali quesiti: mentre il reward based crowdfunding ha già raggiunto una maturità sufficiente da essere ormai considerato uno strumento affermato per finanziare progetti di varia natura, l'equity crowdfunding ha un passato troppo recente per poter fornire dati soddisfacenti per quantità e qualità.

Come è stato illustrato nel secondo capitolo, piattaforme come Kickstarter o Indiegogo posso ormai vantare numerose case histories, sia di successi che di insuccessi. Basti per esempio pensare alla campagna di crowdfunding promossa dalla società sudafricana Canonical per finanziare lo sviluppo del primo smartphone dotato del sistema operativo Ubuntu.⁹⁷

Lo stesso non si può dire delle piattaforme di crowdfunding. Limitandoci a quelle piattaforme che adottano un modello “puro” di equity crowdfunding, l'unica che possa vantare un periodo sufficientemente lungo di attività è l'inglese Seedrs, oggetto di analisi nel terzo capitolo, fondata appena due anni fa e che vanta, come si è scritto, solo 45 progetti finanziati in ambito tecnologico.

97 Needel J. (2013), “*Biggest Crowdfunding Campaign Of All Time – The Ubuntu Edge*”, Indiegogo Blog. Agosto. Disponibile all'indirizzo: go.indiegogo.com/blog/2013/08/biggest-crowdfunding-campaign-of-all-time-the-ubuntu-edge.html

Se si guarda ad altre piattaforme, la maggior parte di queste adotta modelli particolari al fine di aggirare i limiti finora imposti dalla legge. È il caso per esempio dell'olandese Symbid, dell'americana GrowthVC e dell'italiana Siamosoci.

Senza voler sminuire le potenzialità di queste piattaforme e la loro capacità di fornire efficacemente risorse finanziarie ad aziende meritevoli⁹⁸, le loro caratteristiche le rendono poco idonee a essere oggetto di analisi qualora si voglia indagare sulle reali potenzialità dell'equity crowdfunding.

Tornando a forme pure di equity crowdfunding, l'Italia può vantare il primato per essere stato uno dei primi paesi a regolamentare questo strumento di finanziamento. Ciononostante, allo stato attuale il valore di questo mercato in Italia è da considerarsi nullo: negli ultimi mesi due piattaforme, la già citata Starsup e Unicaseed⁹⁹, hanno ottenuto l'autorizzazione a operare da parte della CONSOB ma entrambe si trovano a dover ancora completare il primo finanziamento di una startup.

Ciò dipende in primo luogo dalla normativa introdotta prima con il Decreto Crescita 2.0 e poi con il regolamento CONSOB. Tale normativa, se da un lato ha acceso i riflettori su questo settore emergente, non ha imposto vincoli in alcuni casi eccessivamente stringenti per le necessità del contesto italiano.

Uno dei primi limiti del quadro regolamentare italiano è relativo alla definizione dei soggetti che possono usufruire di questo strumento di finanziamento che rimane confinato alle “start-up innovative” precludendo a molte altre PMI che hanno bisogno di finanziamenti la possibilità di sfruttare le potenzialità dell'equity

98 Si veda, a titolo d'esempio, il caso di Wanderio che è riuscita su Siamosoci a raccogliere il 180% della richiesta iniziale in circa 48 ore, raccogliendo complessivamente 200.000€ da investitori privati. Maggiori informazioni sono disponibili all'indirizzo <http://blog.siamosoci.com/2014/05/wanderio-successo-siamosoci/>

99 www.unicaseed.it/

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese crowdfounding.¹⁰⁰

Inoltre, la legislazione stabilisce che degli investitori professionali debbano detenere delle azioni negli investimenti realizzati dalle piattaforme di crowdfunding. Come si è visto, ciò è stato giustificato con l'obiettivo di tutelare i piccoli risparmiatori dal compiere investimenti poco accurati ma ha portato ad aggiungere una pesante dose di complicazioni nel processo di finanziamento, le quali si traducono sia in costi monetari che di tempo, tanto per le start-up quanto per le piattaforme stesse.¹⁰¹

Accanto a queste criticità di tipo legislativo, che dovranno essere affrontate se si vuole davvero investire sull'equity crowdfunding come strumento di rilancio dell'economia, ve ne sono altre relative alle opportunità e alle criticità che il ricorso a questo strumento può offrire per startup e piccole imprese.

Innanzitutto è necessario indagare con maggiore dettaglio il rapporto fra crowdfunders e venture capitalist all'interno della compagine aziendale: il tipo di investimento effettuato da un fondo di venture capital potrebbe essere difficilmente conciliabile con la presenza nel capitale sociale di un elevato numero di piccoli investitori, portatori di interessi e idee diverse. Un capitale sociale eccessivamente frammentato potrebbe essere un deterrente per successivi investimenti da parte di investitori professionali, limitando le possibilità future di raccogliere nuovi capitali e mettendo in difficoltà finanziaria l'impresa.¹⁰²

Questo tipo di problematica ne solleva altre relative alla governance aziendale e al diverso contributo che un venture capitalist, o altro investitore professionale, può apportare rispetto a quello offerto dalla folla di piccoli finanziatori.

100 D'Angerio V. (2014). *“Equity crowdfunding per tutti”*, da Il Sole 24 Ore del 25 marzo.

101 Tse T., Esposito M. (2014). *“Il Crowdfunding in Europa e in Italia: la soluzione alla mancanza di accesso al capitale oppure solo un miraggio?”*, Harvard Business Review Italia. Aprile.

102 Weverbergh R. (2013), *“How crowdfunding nearly bankrupted my company”*, disponibile su www.whiteboardmag.com/

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Il contributo di questi ultimi, sia a causa del limitato peso che rivestono singolarmente nell'assemblea dei soci sia alla scarsa esperienza che potrebbero avere nello specifico business finanziato, è fondamentalmente di tipo finanziario mentre il valore apportato da venture capitalist e business angel non si limita unicamente al capitale conferito. Questi contribuiscono alla formazione del team fondatore, condividono il proprio network con questi e intervengono attivamente nella definizione della strategia aziendale.

La raccolta online di capitale da piccoli investitori porterebbe gli imprenditori a privarsi di questi contributi non finanziari con possibile danno per le sorti della propria impresa.

Questa e altre tematiche dovranno necessariamente essere al centro di future indagini sia sul lato teorico che su quello empirico tenendo presente che perché ciò sia possibile sarà necessario, soprattutto nel nostro paese, far sì che questo strumento sia messo, anche con interventi legislativi, nelle condizioni di creare reale valore per le imprese e l'economia nel suo complesso.

Bibliografia

ACOST (1990). *The Enterprise Challenge: Overcoming Barriers to Growth in Small Firms*. HMSO, Londra.

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A. (2011). “*Friends, Family and the Flat World: The Geography of Crowdfunding*”, NBER Working Paper, No. 16820, Toronto.

Akerlof G. (1970). “*The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”, Quarterly Journal of Economics 84.

Bank of England (1985). “*The financing of Technology-Based Small Firms*”. Londra, Febbraio.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2011). “*Crowdfunding: tapping the right crowd*”, Center for Operations Research and Econometrics, Louvain-laNeuve, Belgio.

Berger B., Udell G. (2002). “*Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organisational structure*”, Economic Journal, vol. 112. Febbraio.

Bogost I. (2012). “*Kickstarter: Crowdfunding Platform Or Reality Show?*”, Fast Company. Disponibile su www.fastcompany.com.

Bottazzi L., Da Rin M. and Giavazzi F. (2001). “*Research, Patent and Financing of Ideas: Why is the EU Potential so Low?*”, Working Paper for the Group of Economic Analysis of the European Commission.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Brealey R., Myers S. (2000). *Principle of Corporate Finance*, Boston: Irwin/McGraw-Hill.

Canning J., Haque M., Wang, Y. (2012). *“Women at the Wheel”*. New York.

Cardon M. S., Sudek R., Mitteness C. (2009). *“The impact of perceived entrepreneurial passion on angel investing”*.

Castrataro D., Wright T., Imke Bähr, Frinolli C. (2012). *“Crowdfuture. The future of crowdfunding”*, ebook.

Charman-Anderson S. (2012). *“Why Crowdfunding Will Explode In 2013”*. Disponibile su www.forbes.com.

Chen X., Yao X., Kotha S. (2009). *“Entrepreneurial Passion and Preparedness in Business Plan Presentations”*, Academy of Management Journal, 52.

CONSOB (2013). Delibera n. 18592; Adozione del “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line”. Disponibile all'indirizzo: www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18592.htm

CONSOB (2013). Delibera n. 18681 del 10 ottobre 2013. Consultabile all'indirizzo: <http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18681.htm>

Crowdsourcing LLC, (2012). *“Crowdfunding Industry Report – Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms”*.

D'Angerio V. (2014). *“Equity crowdfunding per tutti”*, da Il Sole 24 Ore del 25 marzo.

Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante: «Ulteriori misure urgenti per la

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

crescita del Paese» disponibile all'indirizzo
www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/12/18/12A13277/sg

Diamond D. W. (1984). “*Financial Intermediation and Delegated Monitoring*”, Review of Economic Studies, 51.

European Commission (2002) “*Productivity: The Key to Competitiveness of European Economies and Enterprises*”, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, COM (2002) 262 final, Bruxelles.

FCA (2014). “*PS14/4: The FCA’s regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of non-readily realisable securities by other media*”, Aprile.

Fritsch M., Schilder D. (2006). “*Does venture capital investment really require spatial proximity? An empirical investigation*”, Freiberg working papers, No. 2006,07.

Fritsch M., Schilder D. (2006). “*Is venture capital a regional business? The role of syndication*”, Freiberg working papers, No. 2006,09.

Gerber E.M, Hui J.S, Kuo P.Y. (2011). “*Crowdfunding: why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*”, Northwestern University Creative Action Lab, Sheridan Drive, Evanston.

Glaeser E. L., Shleifer A. (2001). “*Not-for-Profit Entrepreneurs*”, Journal of Public Economics, 81.

Greiner M., Wang H. (2009). “*The Role of Social Capital in People-to-People Lending Marketplaces*” in ICIS 2009 Proceedings, Phoenix, Arizona.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Gualandri E., Venturelli V., & Braga F. (2008). *Bridging the equity gap for innovative SMEs*. Palgrave Macmillan. Cap.4.

Hagiu A., Wright J. (2011). “*Multi-Sided Platforms*”, WP.

Harms M. (2007). “*What drives motivation to participate financially in a crowdfunding community*”, Thesis master in Marketing, Vrije Universiteit Amsterdam.

Harding R. (2002). “*Plugging the Knowledge Gap: International Comparison of the Role for Policy in the Venture Capital Market*”, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4.

Harding R., Cowling M. (2006). “*Assessing the Scale of the Equity Gap*”, *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13.

Hermer J. (2011). “*A snapshot on crowdfunding*”, Econstor.

Himmelberg C. P., Petersen B. C. (1994). “*R&D and Internal Finance: a Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries*”, *Review of Economic and Statistics*, 76.

HM Treasury and Small Business Service, (2003). *Bridging the Finance Gap. A Consultation on Improving Access to Growth Capital for Small Business*, Aprile.

HM Treasury and Small Business Service, (2003). *Bridging the Finance Gap: Next Steps in Improving Access to Growth Capital for Small Businesses*, Dicembre.

Howe, J. (2006). “*The rise of Crowdsourcing*”, *Wired* disponibile su www.wired.com.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Itzel E., Rökaeus N., Höglund E., Lundh M. (2004). “*Differences between Business Angels and Venture Capitalists*”, Stockholm School of Entrepreneurship.

Jeffries A. (2013). “*How Kickstarter stole CES: the rise of the indie hardware developer.*” The Verge. Disponibile su www.theverge.com.

Kappel T., (2009). “*Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*”, Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review.

Kortum S., Lerner J. (2000). “*Assessing the contribution of venture capital to innovation*”, RAND Journal of Economics.

Kleemann F., Voß G.G., Rieder, K. (2008). “*Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing*”, Science, Technology & Innovation Studies, 4.

Landi A., Rigon A. (2006). *Finanza e sviluppo delle PMI in Europa: ruolo delle banche e dell'intervento pubblico*. Bancaria Editrice, Roma.

Larralde B., Schwienbacher A. (2010). “*Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*”. In: Cumming, D. (red.), 2012, *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, Oxford: Oxford University Press.

Larrimore L., Jiang L., Larrimore J., Markowitz D., Gorski S. (2011). “*Peer to Peer Lending: The Relationship Between Language Features, Trustworthiness, and Persuasion Success*”, Journal of Applied Communication Research, vol. 39.

Lerro A.M., (2013). “*Equity crowdfunding: il regolamento Consob in Gazzetta*”, disponibile a www.altalex.com.

Martin R., Berndt C., Klagge B., Sunley P. (2005). “*Spatial Proximity Effects and*

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Regional Equity Gaps in the Venture Capital Market: Evidence from Germany and the United Kingdom”, Environment and Planning, 37.

Martin T.A. (2012). “*The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principals With the Demands of the Crowd*”.

Mason C.M., Harrison R.T. (1992). “*The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap*”, Entrepreneurship and Regional Development 4.

Mason C.M., Harrison R.T. (1997). “*Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the UK: Is there still a Role for the Public Sector?*”, Small Business Economics, 9.

Maula M., Murray G., Jääskeläinen M. (2007). “*Public Financing of Young Innovative Companies in Finland*”, MTI 03, Ministry of Trade and Industry, Helsinki.

Michael S. (1974). “*Market Signaling: informational transfer in hiring und related screening process*”.

Milano F. (2013), “Crystal Ball punta sul crowdfunding per scongiurare la chiusura”, il Sole 24 Ore.

Mollick E. R. (2013). “*Swept away by the crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the selection of entrepreneurs*”, University of Pennsylvania.

Murray G. (1994). “*The second equity gap: exit problems for seed and early stage venture capitalist and their investee companies*”, International Small Business Journal, 12.

Needel J. (2013), “*Biggest Crowdfunding Campaign Of All Time – The Ubuntu*

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Edge”, Indiegogo Blog. Agosto. Disponibile all'indirizzo:
go.indiegogo.com/blog/2013/08/biggest-crowdfunding-campaign-of-all-time-the-ubuntu-edge.html

OECD (2004). “*Financing innovative SMEs in a global economy*” , 2nd OECD Conference of Ministers Responsible for Small and Medium Sized Enterprises (SMEs), Promoting Entrepreneurship and Innovative SMEs in a Global Economy, Istanbul, Turkey, 3–5 June.

OECD (2005). “*OECD SME and Entrepreneurship Outlook*”, Parigi.

OECD (2005) “*Oslo-Manual – Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data*”, 3rd ed., Parigi.

OECD (2006a). *The SME Financing Gap (Vol. I): Theory and Evidence*, Vol. 2006, No. 19, Ottobre. Parigi.

Owen-Smith J., Powell W. (2004). “*Knowledge networks as channels and conduits: the effects of spillovers in the Boston*”, Organization Science.

Petrella G. (2001). “*Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall’Europa*”, Quaderni, no. 4, Maggio.

Rajan R., Zingales L.(2001). “*Financial Systems, Industrial Structure and Growth*”, Oxford Review of Economic Policy, 17.

Ramakrishan R. T. S. Thakor A. V. (1984). “*Information Reliability and the Theory of Financial Intermediation*”, The Review of Economic Studies, 51.

Richard D. (2013). “*Equity Gap? There's no such thing*”, disponibile su <http://www.growingbusiness.co.uk>.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Ruef M., Aldrich H., Carter N. (2003). “*The structure of founding teams: Homophily, strong ties, and isolation among US entrepreneurs*”, American Sociological Review.

Sorenson O., Stuart T. (2005). “*The evolution of venture capital investment networks*”, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Spinrad P. (2012). “*Assessment of the CrowdFunding Investor law JOBS act*”, in Crowdfundinglaw.com.

Stiglitz J. (1985). “*Credit markets and capital control*”, Journal on Money, Credit and Banking, vol. 17. Maggio.

Stiglitz J., Weiss A. (1981). “*Credit rationing in market with imperfect information*”, American Economic Review, vol. 71. Giugno.

Tse T., Esposito M. (2014). “*Il Crowdfunding in Europa e in Italia: la soluzione alla mancanza di accesso al capitale oppure solo un miraggio?*”, Harvard Business Review Italia. Aprile.

Walker D.A. (1989). “*Financing the small firm*”, Small Business Economics.

Weng Y., Fesenmaier D. (2003). “*Assessing Motivation of Contribution in Online Communities: An Empirical Investigation of an Online Travel Community*”, Electronic Markets, vol.13.

Weverbergh R. (2013), “*How crowdfunding nearly bankrupted my company*”, disponibile su www.whiteboardmag.com/