

**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 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.

Il contributo delle piccole e medie imprese che basano il proprio vantaggio competitivo sull'innovazione tecnologica alla creazione di posti di lavoro, innovazione e crescita economica è ampiamente accertato. 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.

Il ruolo che tali imprese rivestono all'interno di un'economia ha spinto diversi governi, tra i quali quello statunitense e quello italiano, a investire su di esse tramite diversi interventi legislativi.

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 (Decreto Sviluppo e Decreto Sviluppo 2.0). L'obiettivo di questi interventi era di liberare nuove risorse finanziarie da destinare alle startup innovative al fine di stimolare la crescita di posti di lavoro e prodotto interno lordo, messi a dura prova dalla crisi finanziaria iniziata nel 2008.

Il finanziamento di imprese innovative

Le startup incontrano una serie di difficoltà durante il loro ciclo di vita (generalmente suddiviso nelle fasi di *seed*, *start-up*, *early growth* e *sustained growth*) in particolare nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie a sostenerne la crescita.

Sostenere la crescita di nuove imprese innovative è finanziariamente difficile poiché difficilmente hanno la possibilità di reperire le risorse necessarie tramite l'accantonamento di utili e a causa dell'elevata incertezza che le caratterizza che rende impraticabile il ricorso a capitale di debito. È pertanto fondamentale, per le startup, raccogliere capitali tramite investimenti nel capitale di rischio.

L'accesso a risorse finanziarie esterne è poi limitata a causa di imperfezioni nel mercato dei capitali attribuibili a diversi fattori quali la legislazione fiscale, problemi di asimmetria informativa e la presenza di costi di agenzia e di transazione.

L'effetto di tali imperfezioni è quello di restringere l'offerta di risorse finanziarie con il risultato che alcune imprese meritevoli di investimento non riescono a raccogliere il capitale necessario a sostenersi.

Questo fenomeno prende il nome di *equity gap* ed è definibile come una situazione in cui vi è una domanda non soddisfatta di finanziamenti in capitale di rischio nelle fasi iniziali della vita di un'impresa a causa di fallimenti del mercato.

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.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

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.

La misurazione dell'equity gap presenta una serie di difficoltà a causa della sua stessa definizione: essendo generato da un fallimento del mercato, prima di poter procedere a una stima, si dovrebbe stabilire quali siano le condizioni che in un mercato efficiente permetterebbero a domanda e offerta di eguagliarsi. Inoltre, è difficile provare l'esistenza del gap usando serie statistiche poiché queste non riflettono la presenza di domanda insoddisfatta. Altra criticità è la difficoltà di riconoscere il merito delle imprese richiedenti equity.

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.

Vari studi sono stati condotti in diversi paesi al fine di verificare l'esistenza e la dimensione di tale gap. Fra questi, risulta di particolare interesse quello della Gran Bretagna a causa del maggior grado di sviluppo del suo mercato finanziario.

I risultati evidenziano come 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 con ricadute negative per tutta l'economia.

Vari studi hanno 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

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese £10.000 e £30.000, si manifesterebbe per imprese di 18/24 mesi in fase di espansione. L'equity gap colpirebbe principalmente le imprese operanti nei settori dell'*information technology, life science e information*.

I risultati di queste ricerche 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, 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, crescendo il mercato, gli operatori tendono a muoversi verso operazioni di ammontare maggiore.

Fino a pochi anni fa, i principali strumenti messi in atto per combattere o limitare questa situazione patologica del mercato erano costituiti dallo sviluppo del mercato del venture capital e da investimenti pubblici riservati a imprese di nuova istituzione.

Recentemente si è affiancato un nuovo strumento tramite il quale nuovi progetti imprenditoriali e non possono raccogliere risorse finanziarie: il *crowdfunding*.

Nuovi strumenti di finanziamento

Il crowdfunding, che può essere considerato un'evoluzione del *crowdsourcing*, è definibile come un processo, tipicamente online, di finanziamento collaborativo tramite il quale gruppi di persone utilizzano le proprie risorse finanziarie per sostenere gli sforzi di individui e organizzazioni.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

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 e 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 comprenda anche l'organizzazione aziendale.

Il crescente successo del crowdfunding può essere ricondotto all'opera di tre fattori: la scarsità di capitali causata dall'attuale congiuntura economica che rende difficile la raccolta di capitali per attività imprenditoriali, l'evoluzione del Web 2.0 che ha reso più semplice lo sviluppo di piattaforme che permettono l'incontro fra imprese e finanziatori e la comunicazione fra questi e il successo del crowdsourcing.

Nonostante questo modello di finanziamento sia stato inizialmente applicato all'industria dell'intrattenimento, i risultati ottenuti hanno recentemente portato il fenomeno ad estendersi anche ad altri settori tra qui quello tecnologico.

Il crowdfunding può assumere diverse forme a seconda del modello adottato. La classificazione più diffusa riconosce quattro modelli di crowdfunding:

1. equity based: come accennato, il pubblico offre risorse finanziarie in cambio di quote rappresentative del capitale e, di conseguenza, acquista il diritto di

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

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;
3. donation based: non è previsto alcun corrispettivo in cambio del finanziamento. 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.

I modelli più adatti al finanziamento di imprese innovative, in particolare, sono il reward based e l'equity based.

Nel primo caso, in cambio delle risorse finanziarie investite in un progetto, i crowdfunders hanno diritto a una ricompensa non monetaria. 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 prenditore riesca realmente a produrre il bene finanziato). Il creator, d'altra parte, può così finanziare la messa in produzione del proprio progetto e allo stesso tempo di validare la propria idea imprenditoriale, aspetto questo molto importante nel caso di progetti di carattere innovativo.

Per quanto riguarda l'equity based, solitamente definito equity crowdfunding, gli investitori ricevono, in cambio dei capitali investiti, quote rappresentative del capitale di rischio dell'impresa finanziata.

Fino ad oggi sono pochi gli ordinamenti che hanno permesso questo tipo di modello

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

a causa delle complicazioni normative dovute ai limiti imposti nella maggior parte dei sistemi legislativi alla raccolta di capitali presso il pubblico. Inoltre, il finanziamento tramite equity crowdfunding presenta alcune criticità dovute all'alto rischio delle imprese oggetto di investimento e alla presenza di asimmetrie informative fra le parti.

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 fonte di finanziamento nel loro ordinamento. Ciò è avvenuto con i già citati JOBS Act dell'amministrazione Obama e con il Decreto Crescita 2.0 promosso dal governo Monti.

Entrambi i provvedimenti adottati impongono una serie di requisiti e di limiti sia alle piattaforme di crowdfunding che alle imprese che decidano di ricorrere a questa fonte di finanziamento e prevedono un sistema di garanzie a favore dei piccoli investitori al fine di limitare la possibilità che si verifichino abusi. Inoltre assoggettano l'operato delle piattaforme di intermediazione online alla vigilanza di un organo di vigilanza finanziaria, rispettivamente la SEC e la CONSOB.

La principale differenza fra le due iniziative è il diverso tipo di imprese a cui viene permesso il ricorso all'equity crowdfunding: mentre il JOBS Act si rivolge sia a imprese di nuova costituzione che a PMI già attive sul mercato, la norma italiana limita questo strumento alle sole “startup innovative”, definizione introdotta dallo stesso decreto e che identifica imprese di nuova costituzione caratterizzate dallo sviluppo di prodotti e soluzioni ad alto contenuto innovativo e tecnologico.

Nel giugno 2013 la CONSOB, chiamata a regolamentare il fenomeno all'interno della cornice legislativa prevista dal decreto, ha diramato la Delibera n. 18592 con cui viene adottato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line” rendendo così effettivamente operativo

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

l'equity crowdfunding in Italia.

Come si è detto, il crowdfunding può costituire uno strumento efficace al fine di sostenere l'offerta di capitali in società innovative colmando le lacune attualmente presenti nel mercato.

Per comprendere quanto e in che modo il crowdfunding possa contribuire a colmare l'equity gap è necessario capire in che modo questo si rapporti con altre fonti di capitale come i venture capitalist.

Crowdfunding ed equity gap

La relazione fra crowdfunding e fonti tradizionali può essere scomposto in due problemi: il primo riguarda il processo decisionale tramite il quale i crowdfunders selezionano quali progetti siano meritevoli di ricevere il proprio investimento; il secondo si riferisce alla dimensione dei finanziamenti raccolti tramite piattaforme di equity crowdfunding.

Riguardo il modello decisionale si deve confrontare quali indicatori vengono adottati dai venture capitalist e dai crowdfunders per stimare le probabilità di successo di un'attività imprenditoriale e, quindi, la qualità dell'investimento.

Gli indicatori adottati nell'industria del venture capital sono ben noti e sono stati ampiamente analizzati dalla letteratura. In sintesi possono essere ricondotti al background dei fondatori, alla preparazione degli stessi dimostrata dalla documentazione prodotta e dal network in cui sono inseriti e ai collegamenti fra questo e i possibili investitori.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Analizzando i progetti finanziati negli ultimi anni su Kickstarter, una delle più note piattaforme reward based operanti a livello globale, si può evincere come gli stessi indicatori siano utilizzati anche dai crowdfunders. Questi agiscono singolarmente e stimano la qualità di un'opportunità di investimento in modo indipendente l'uno dagli altri. Ciononostante il modello decisionale adottato da questi è, a livello aggregato, coerente con quello adottato dagli investitori professionali.

Ciò comporta che i progetti finanziabili tramite crowdfunding sarebbero appetibili anche da eventuali venture capitalist. Di conseguenza il crowdfunding si porrebbe in diretta concorrenza con questi e non andrebbe quindi a colmare l'equity gap.

Ciò è vero solo in parte poiché il crowdfunding sembra risentire meno del venture capital di alcuni bias relativi al genere degli imprenditori e alla distribuzione geografica dei progetti finanziati: i progetti finanziati tramite crowdfunding sono caratterizzati da una minore concentrazione geografica e di genere, con un maggior numero di imprese fondate da imprenditori donna finanziate rispetto a quanto riportano le statistiche sugli investimenti dei venture capital statunitensi.

Riguardo la dimensione dei finanziamenti ottenuti tramite piattaforme di equity crowdfunding, si possono confrontare i risultati ottenuti dalle campagne di crowdfunding finanziate su alcune piattaforme con la dimensione stimata dell'equity gap. In particolare la piattaforma inglese Seedrs si presta meglio a questo tipo di analisi essendo l'unica che può vantare un modello di equity crowdfunding “puro” e un sufficiente, seppur limitato, numero di campagne concluse con successo.

Difatti, lanciata il 6 luglio 2012 nel Regno Unito, Seedrs è stata la prima piattaforma ad essere autorizzata, nel maggio dello stesso anno, da un regolatore finanziario, in questo caso la Financial Conduct Authority. La piattaforma ha fino ad oggi raccolto 6,1 milioni di sterline finanziando in totale 65 imprese.

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese

Al fine di valutare le dimensioni dei finanziamenti raccolti su Seedrs si è provveduto a catalogare questi progetti eliminando quelle iniziative che non rientrano nella definizione di impresa innovativa o che difficilmente si prestano a un investimento da parte di venture capitalist. Rientrano in questa categoria attività imprenditoriali strettamente locali e/o di carattere artigianale e progetti artistici e teatrali.

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

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.

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

Confrontando tale valore con le misurazioni dell'equity gap presentati precedentemente risulta palese che il valore medio dei finanziamenti ottenuti tramite le campagne di crowdfunding promosse su Seedrs sia nettamente minore al limite inferiore del gap.

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.

Prendendo in considerazione il gap più piccolo, quello compreso fra 10.000 e 30.000 sterline, 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.

Conclusioni

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.

La maggior parte dei progetti nel campione avrebbero potuto reperire le stesse risorse da altre fonti di finanziamento. In questi casi l'equity crowdfunding si pone in diretta concorrenza con altre fonti di capitale, in modo simile a quanto visto nell'analisi dei modelli decisionali.

Di conseguenza, la diffusione del crowdfunding come fonte di capitali potrebbe portare a un aumento della concorrenza nell'offerta di risorse finanziarie e, quindi, 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.

Tuttavia, gli effetti positivi introdotti dall'equity crowdfunding non sembrano incidere in maniera diretta sui fallimenti osservati nel mercato del capitale di rischio.

Tali considerazioni devono comunque essere affiancate a quanto visto 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.

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

Il crowdfunding come strumento di finanziamento delle nuove imprese 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.

Ciononostante i risultati qui presentati ci dovrebbero far avere una moderata fiducia sul potenziale che questo strumento potrà avere nel sostenere la nascita e la crescita di nuove imprese e nello sviluppo del mercato.

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/