

Crowdfunding: strategie, dinamiche e nuove opportunità nei mercati dell'Innovation Financing

RELATORE

Professor Daniele Archibugi

CANDIDATO

Tommaso De Bianchi

Matricola 621022

CORRELATORE

Professor Michele Sorice

Indice

Indice delle figure	3
Introduzione	5
Capitolo I.....	10
Crowdfunding e Venture Capital: un’analisi macroeconomica sulle nuove prospettive e dinamiche nei mercati high-tech.....	10
1.1 Crowdfunding: evoluzione e prospettive di un fenomeno globale.....	10
1.2 Imprese innovative, seed financing e capitale di rischio: quali opzioni?	16
1.3 I mercati del Venture Capital per le start-up innovative negli USA e nei paesi UE: Equity Gap e Credit Crunch alle origini del Crowdfunding	21
1.4 Dinamiche macroeconomiche globali e cambiamenti endogeni: quali scenari?.....	28
Capitolo II	37
Il Crowdfunding e la sfida all’Equity Gap: evoluzione, players e caratteristiche dei nuovi modelli di innovation financing.....	37
2.1 Crowdfunding: le tre dimensioni di uno strumento finanziario innovativo.....	37
2.2 Variabili, dinamiche e obiettivi di una campagna di crowdfunding: una possibile classificazione del fenomeno in quattro modelli	44
2.3 Investitori tradizionali e Crowdfunding: fra strategie alternative e possibili sinergie	57
Capitolo III	72
Crowd Capital, processo di creazione del valore e sfide per l’innovation strategy: il contributo creativo delle community, la configurazione della campagna e del lavoro innovativo.....	72
3.1 Innovazione e creatività: interazioni fra startuper e crowd nel panorama del Social Networking.....	72
3.2 Crowdfunding e web community: le implicazioni e i benefit per investitori e sviluppatori	77
3.3 Il Crowdfunding come financing strategy applicata alle innovazioni di prodotto: la sfida dell’ <i>enterprise crowdfunding</i> e il caso IBM	81
3.4 Una visione di sintesi su crowdfunding e riconfigurazione dei processi innovativi: le differenze e la variabilità fra settori high-tech.....	88
Capitolo IV	97
“Crowdfunding in action”: le strategie, i modelli operativi di successo e le best practices nell’organizzazione, impostazione e gestione di una campagna.	97
4.1 Decidere la strategia e organizzare la campagna: opportunity recognition e comunicazione fra startuper e community	97
4.2 Evoluzione, fasi e processi in una campagna di crowdfunding: l’approccio e l’analisi della letteratura di settore.....	102
4.3 Progettare la struttura e l’organizzazione di una campagna: le evidenze empiriche dalle piattaforme di crowdfunding	115

4.4	Intelligenza collettiva e diffusione della conoscenza tacita su Internet: il graduale sviluppo di un mercato globale di operatori di crowdfunding.....	126
	Conclusioni.....	131
	Bibliografia generale:.....	136
	Sitografia generale:.....	144

Indice delle figure

Capitolo I

Fig. 1.1.....	11
Fig. 1.2.....	13
Fig. 1.3.....	13
Fig. 1.4.....	17
Fig. 1.5.....	19
Fig. 1.6.....	22
Fig. 1.7.....	24
Fig. 1.8.....	26
Fig. 1.9.....	32
Fig. 1.10.....	35

Capitolo II

Fig. 2.1.....	39
Fig. 2.2.....	44
Fig. 2.3.....	47
Fig. 2.4.....	57
Fig. 2.5.....	62

Capitolo III

Fig. 3.1.....	77
Fig. 3.2.....	80
Fig. 3.3.....	84
Fig. 3.4.....	88

Fig. 3.5.....	91
Fig. 3.6.....	94
Capitolo IV	
Fig. 4.1.....	104
Fig. 4.2.....	106
Fig. 4.3.....	111
Fig. 4.4.....	119
Fig. 4.5.....	120
Fig. 4.6.....	125

Introduzione

Avvviare una campagna di raccolta fondi su Internet per finanziare un'iniziativa di beneficenza, un evento di marketing, il lancio di un nuovo prodotto tecnologico oppure editoriale, il finanziamento di un progetto o di un partito politico, o semplicemente una festa privata, sono attività ormai divenute comuni, trasversali e diffuse per ogni età e status sociale, create tanto da individui, quanto da organizzazioni *for-profit* e *non-profit*. Quando questo meccanismo di raccolta di finanziamenti sul web viene messo in atto specificatamente attraverso donazioni unitarie di importo ridotto, versate da una vasta platea di sostenitori, indirizzata a contribuire finanziariamente e creativamente allo sviluppo del progetto, viene globalmente riconosciuto e conosciuto come Crowdfunding.

Si tratta di uno strumento finanziario di straordinaria versatilità, e con un profondo livello di scalabilità ed adattabilità a qualsiasi tipo di contesto, come è evidente dall'ampio orizzonte di settori produttivi e creativi presso il quale può trovare applicazione. Nessun canale di finanziamento attualmente diffuso a livello internazionale, infatti, riesce a garantire affidabilità ed efficacia ad un insieme di mercati ed ambiti tanto differenti per caratteristiche della domanda, orientamento o meno al business, e collocamento nel contesto produttivo o meno. Non è motivo di stupore, per chi compie ricerche sul Crowdfunding, trovarsi ad analizzare un meccanismo di raccolta di capitali funzionale tanto per finanziare un viaggio di fine corso alle scuole superiori, caso sempre più frequente negli Stati Uniti, nel Regno Unito ed in Australia, quanto per un investimento in equity su un'impresa innovativa ad elevato contenuto tecnologico, oppure per distribuire e testare il valore dei progetti di ricerca e sviluppo a livello *corporate*, in multinazionali leader di settore come l'IBM.

Tuttavia, come gran parte dei fenomeni o delle tecnologie nate nell'era di Internet, il ritmo di diffusione di una strategia come il Crowdfunding, è stato talmente rapido e capillare da rendere difficile qualsiasi tentativo di individuare una origine ben definita, almeno fino al momento in cui i mezzi di comunicazione di massa, sempre più spesso il giornalismo online, non favoriscono l'emersione del fenomeno, e gli attribuiscono una risonanza più ampia.

E' il caso del Crowdsourcing, da cui deriverebbe il Crowdfunding secondo gran parte della letteratura di settore: una strategia di *outsourcing* di competenze aziendali ben definite, praticata da multinazionali ed imprese di grandi dimensioni, per sfruttare il capitale umano e creativo del proprio pubblico di consumatori fidelizzati. Si trattava di un fenomeno conosciuto già prima del XXI secolo, ma che ha trovato la sua fortunata diffusione

internazionale a tutti i livelli sociali, solo dopo la nascita di interesse da parte dei media, in particolar modo dalla pubblicazione di Jeff Howe sul quotidiano online *Wired Magazine*, nel giugno del 2006.

Dallo sviluppo collettivo di un prodotto o di un processo aziendale, caratteristiche proprie del Crowdsourcing, alla partecipazione finanziaria oltre che creativa del pubblico di consumatori ed utenti interessati, il passo è stato breve, e come si mostrerà nel corso di questa tesi, il Crowdfunding non rappresenta solo un'evoluzione finanziaria del primo, ma in molti casi si configura come un miglioramento in termini di efficacia ed impatto, offrendo una combinazione di entrambe le fonti di risorse competitive: intellettuali e finanziarie.

La strategia di interpellare e coinvolgere una comunità di individui a partecipare finanziariamente allo sviluppo di progetti utili per la collettività, oppure in forma di donazione, è in realtà una prassi che può essere riscontrata ben prima della nascita di Internet. E' sufficiente pensare alla campagna di raccolta fondi avviata su iniziativa dello statunitense Joseph Pulitzer nel 1880, sulle pagine della rivista "The New York World", per coinvolgere la popolazione di New York nelle operazioni di completamento della Statua della Libertà, allora in costruzione e con pressanti problemi di bilancio per le spese crescenti.

Il caso, forse il primo esempio di crowdfunding civico, organizzato a supporto delle istituzioni pubbliche in difficoltà finanziarie, non è certo isolato ne' il primo in ordine temporale. Episodi riconducibili a forme primitive di crowdfunding erano state intraprese per modeste avventure coloniali nel corso del XVIII secolo e come iniziative di microcredito in Irlanda già alla fine del XVII secolo: tuttavia, il progetto lanciato da Pulitzer nel 1880 rimane uno degli case study meglio documentati. E' facilmente immaginabile come iniziative di crowdfunding singole, portate avanti da organizzazioni e individui su Internet, possano essere nate già alla fine degli anni '90; è sufficiente pensare a *JustGiving*, piattaforma di crowdfunding per iniziative di beneficenza, che emerge nel Regno Unito nel 2000, per diventare il sito di intermediazione leader mondiale per le donazioni e le campagne di carità.

Come l'articolo di Jeff Howe e la successiva diffusione mediatica sul web garantirono visibilità e riconoscimento internazionale del Crowdsourcing, come strategia definita e condivisa nelle tecniche e nei modelli, così anche il Crowdfunding è arrivato sulla scena globale grazie all'attenzione mediatica garantita da eventi di grande impatto, quali la campagna di crowdfunding lanciata da Barack Obama per la sua prima candidatura alla presidenza degli Stati Uniti, nel 2008.

Dal biennio 2008-2009, periodo in cui il Crowdfunding emerge come strategia di finanziamento e mercato per gli investimenti su progetti innovativi e startup, oltre che sull'universo già consolidato del *non-profit*, in appena quattro anni, il flusso di capitali dalle campagne di fundraising su Internet è passato da 500 milioni di dollari annui ad oltre cinque miliardi, decuplicando il suo peso con il target di 5.3 miliardi di dollari raggiunto nel solo anno solare 2013: un trend di crescita straordinario per rapidità ed impatto.

Il Capitolo I di questa ricerca, sarà dedicato specificatamente ad individuare, analizzare e descrivere quali siano state le cause al livello macro, e i punti di forza connaturati nelle caratteristiche dello strumento, in grado di garantire una prestazione di sviluppo e affermazione internazionale tanto rilevante. In particolare, ci si occuperà di delineare le peculiarità dell'ecosistema in cui il Crowdfunding va ad inserirsi, il più ampio mercato dell'*Innovation Financing*, gli investimenti ed i capitali per imprese e progetti innovativi. L'obiettivo sarà di verificare quali siano state le leve principali che abbiano permesso la nascita di un vasto segmento di utenti, imprenditori e fondatori di iniziative imprenditoriali, rispetto ad operatori e categorie di investitori consolidate da quasi un secolo come canali di riferimento per chiunque avesse necessità di trovare finanziamenti per il proprio progetto: il *Venture Capital* e l'*Investment Banking*.

La ricerca procederà quindi presentando i framework operativi di riferimento di ciascuna tipologia di attori, evidenziando le criticità che hanno generato nuovi spazi per l'affermazione del Crowdfunding come nuova soluzione per un ampio insieme di progetti imprenditoriali alla ricerca di finanziamenti iniziali. Si cercherà infine di descrivere approfonditamente le due principali sfide ai modelli esistenti, a livello di mercato e di cambiamento di paradigma tecnologico, valutando l'impatto e rintracciando le rispettive cause determinanti. Le domande di ricerca principali per questa prima parte, riguarderanno:

- Quali siano state l'origine del successo, le determinanti macroeconomiche e le dinamiche di settore, che sono alla base della diffusione internazionale del Crowdfunding a partire dal biennio 2008/2009;
- quali e di che peso gli effetti sulla crescita economica e l'occupazione;
- quale sia l'interazione con le soluzioni di finanziamento esistenti, e rispetto a quali punti di criticità il Crowdfunding rappresenta la risposta;

- quali siano le sfide poste alle opzioni di finanziamento fino ad allora affermatesi, e principalmente al modello di investimento proprio del Venture Capital.

I capitoli II e III saranno invece dedicati ad approfondire ed analizzare le caratteristiche del fenomeno, degli attori coinvolti, e dei modelli utilizzati, in comparazione costante con gli operatori ed i players strategici dei canali di finanziamento alternativi, il venture capital financing e la soluzione del credito bancario. Il capitolo II avrà come obiettivo quello di arrivare ad una definizione scientificamente valida aderente alla realtà complessa del Crowdfunding, avvalendoci di casi di studio e del contributo della letteratura di settore. Si descriveranno le principali derivazioni e i modelli applicati più diffusi a livello globale, evidenziando i punti di forza e i mercati principalmente interessati dall'utilizzo di questo strumento.

Il capitolo III sarà incentrato piuttosto sull'osservazione delle implicazioni e dell'impatto del Crowdfunding non solo come strumento finanziario, ma come meccanismo per riorganizzare e strutturare il lavoro innovativo di un progetto imprenditoriale sulla base di determinati principi derivati dalle strategie di *Open Innovation* e sviluppo *open source*. Si cercherà di rispondere, quindi, alle seguenti domande di ricerca:

- quali sono gli attori coinvolti e le parte interessate?
- attraverso quali meccanismi interagiscono?
- Quanti e quali modelli di business è possibile individuare, e con quali implicazioni sulla rispettiva adozione?

Il Capitolo IV, infine, momento conclusivo di questa tesi, rappresenterà un'analisi del fenomeno al livello micro, dove si andranno ad osservare e descrivere il funzionamento di una campagna di Crowdfunding e le best practices affermatesi grazie all'opera di condivisione della conoscenza e dell'esperienza sostenuta dalle comunità virtuali di fondatori di campagne, finanziatori e team di gestione dei siti di intermediazione. In questa parte, sarà decisivo il contributo dell'osservazione empirica e di casi di studio reali ricavati dalle piattaforme di intermediazione, che saranno la fonte di supporto principale per verificare effettivamente il funzionamento e lo sviluppo del Crowdfunding e dei meccanismi principali.

Un'ultima nota, riguarda alcuni aspetti di carattere metodologico. Il Crowdfunding, come meglio si vedrà nel corso di questa ricerca, non è una strategia di finanziamento derivata

o progettata a livello accademico o industriale. Il Crowdfunding è prima di tutto una soluzione emersa direttamente dalle esigenze di operatori e players impegnati in un vasto insieme di campi, dall'*innovation financing* all'ecosistema del *non-profit* o dell'industria creativa, per affrontare e vincere la sfida della raccolta di capitali e risorse finanziarie per i propri progetti, di fronte alla crescente divergenza di prospettive ed obiettivi con le opzioni convenzionali, quali il credito bancario o il mercato del Private Equity.

La diffusione di questo strumento in settori sempre più diversificati, ha permesso di ampliare funzionalità e framework applicativi sulla base dei contesti specifici, in cui nascono e si affermano i differenti modelli di crowdfunding che andremo ad analizzare. Pertanto, il contributo di casi di studio reali, siano esse piattaforme virtuali per l'intermediazione finanziaria, oppure progetti e campagne realmente avvenute, sarà costante e proseguirà parallelamente alla presentazione delle teorie economiche e di management che sono emerse successivamente per cercare di mappare e descrivere efficacemente il fenomeno.

Capitolo I

Crowdfunding e Venture Capital: un'analisi macroeconomica sulle nuove prospettive e dinamiche nei mercati high-tech

1.1 Crowdfunding: evoluzione e prospettive di un fenomeno globale

“Thanks to the passage of the JOBS Act, a new market is being born that will revolutionize how early stage investing and fundraising works. [...] For the first time in our lifetime, every American will have access to investing in startups and small businesses. [...] That’s not a game-changer. That’s a revolution.”

Chance Barnett, CEO crowdfunder.com (Forbes Magazine, 07/2012)

Il 5 aprile 2012, giorno dell’entrata in vigore negli USA del *Jumpstart Our Business Startups Act*, rappresenta una data chiave per comprendere come e quanto profondamente siano cambiate le prospettive, le strategie, e le potenzialità di successo per l’universo delle imprese innovative, con un impatto rilevante non solo nel mercato statunitense, ma esteso a livello globale. Il JOBS Act rappresenta infatti il primo documento legislativo organico, finalizzato alla regolamentazione del *Crowdfunding* e della sua evoluzione: da strumento finanziario indirizzato principalmente a progetti artistici, sociali e a bassa profittabilità, a nuova frontiera per la raccolta di capitale ad alto rischio per progetti ed imprese innovative.

Come definire il *Crowdfunding*? Il documento bipartisan del Congresso USA ne dà una definizione sintetica ma efficace, che sarà poi sviluppata e completata, con il contributo della letteratura esistente, nelle parti successive di questo capitolo: si configura come crowdfunding la raccolta di finanziamenti sul web, attraverso partecipazioni di modesta entità da parte di un largo numero di donatori ¹. Ci troviamo dunque di fronte ad una tecnica di fundraising basata sui tre elementi fondamentali: il *web 2.0*, intermediario di riferimento, poi una *community di donatori*, che attraverso la rete effettua donazioni di valore unitario poco elevato (non inferiori comunque a \$/€ 1) in favore di progetti, idee ed iniziative proposti su

¹ JOBS Act, Title III / Crowdfunding, Sec. 301

Internet. E' immediatamente comprensibile quanto le potenzialità di sviluppo dipendano dall'interazione di piccoli importi singoli con un largo network di finanziatori, che controbilancia il basso valore delle donazioni individuali per rendere possibile il raggiungimento di qualsiasi target di finanziamento (fig. 1.1).

Fig. 1.1 Modello di funzionamento del Crowdfunding



Fonte: rielaborazione dell'autore da Van Wingerden, Ryan, 2011

Le prime iniziative di crowdfunding su Internet, ancora in una fase sperimentale, e geograficamente concentrate fra USA e Australia (Agrawal et al., 2011), possono essere individuate già nel 2001. Si trattava spesso di progetti di impatto sociale, iniziative di beneficenza, appelli per raccolte fondi da destinare alla protezione di patrimonio pubblico a rischio, oppure di modesti progetti cinematografici indipendenti, gestiti e coordinati da piccole community di individui e lanciati sul web tramite host acquistati e programmati per la singola iniziativa (Lawton, Marom, 2013).

E' impossibile identificare una strategia unica, o un approccio standardizzato: il *Crowdfunding* è un fenomeno che nasce come una ampia varietà di iniziative parallele e indipendenti fra loro; il contesto comune in cui sono poste, il web, genera un'elevata *path-dependency*², perché ogni attore è in grado di osservare attività e strategie degli altri, e influenzare le rispettive scelte future attraverso imitazione e feedback critici. Internet permette una rapida diffusione di tecniche e format di fundraising, ma a livello sistemico il grado di dispersione resta elevato: ogni community lancia il suo progetto in rete affidandosi al

² Effetti di path-dependency, nella diffusione delle innovazioni, si configurano nell'impatto di scelte, eventi accidentali e feedback verificatisi nel passato, sugli sviluppi di lungo periodo

contributo finanziario di amici e familiari, senza poter disporre di un network di finanziatori specifico, ampio e diversificato (Van Wingerden et al., 2011).

Per evolversi e crescere a livello internazionale, era necessario aggregare le singole iniziative *ad hoc* a livello di rete, per moltiplicare i network di finanziatori e, conseguentemente, il valore del finanziamento. Lo sviluppo e l'affermazione prima di piattaforme nazionali, come la statunitense EquityNet nel 2005, e successivamente di intermediari di dimensioni e diffusione globale, a partire dagli anni 2008 e 2009, come Indiegogo, RocketHub e Kickstarter, ha permesso di aggregare diverse centinaia di migliaia di iniziative di *crowdfunding* all'interno di piattaforme che offrono servizi, format standardizzati e facilmente riconoscibili da consumatori e finanziatori, e community di investitori specifici.

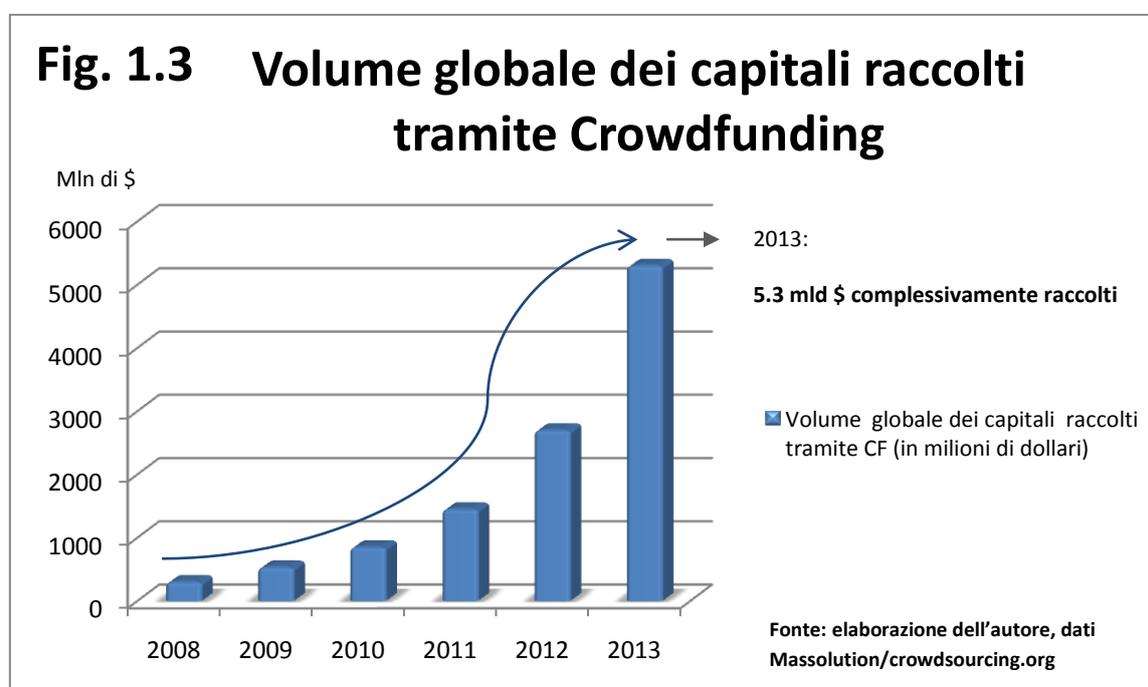
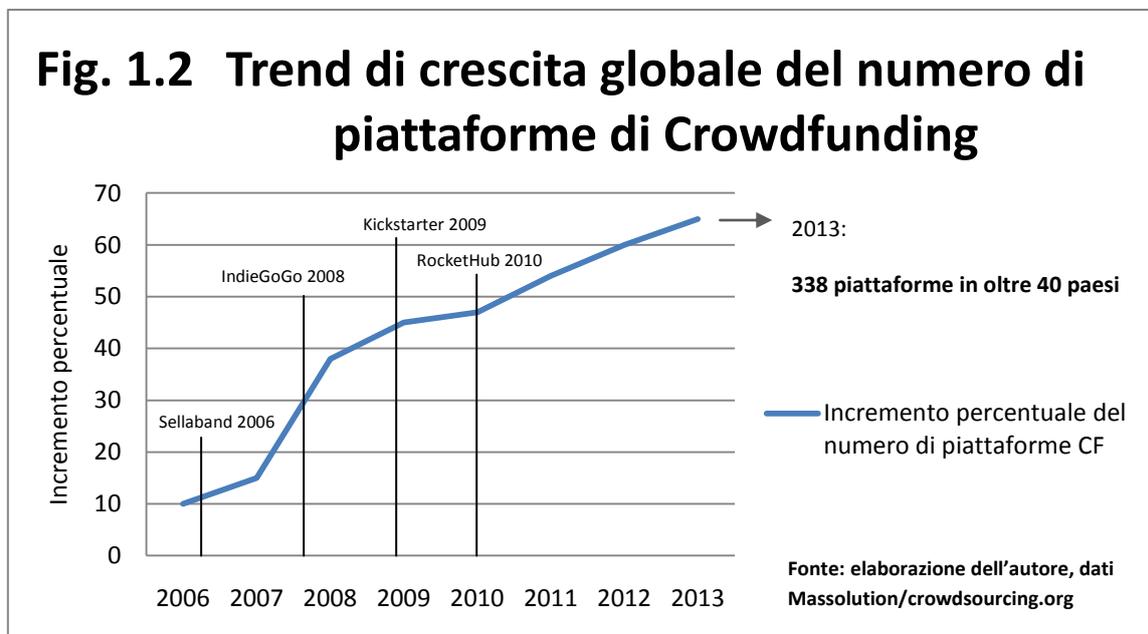
Le piattaforme di crowdfunding diffuse a livello internazionale hanno generato un crescente fenomeno di omogeneizzazione, di proporzione mondiale, delle interfacce web e degli strumenti di fundraising, e hanno permesso l'aggregazione a livello di network di progetti e finanziatori: l'effetto moltiplicatore generato ha accresciuto la visibilità e il potenziale bacino di finanziamento dei primi, e l'impatto del contributo finanziario dei secondi (Belleflamme et al., 2013).

E' fra il 2007 ed il 2011 che si osserva una vera e propria crescita esponenziale del numero di piattaforme online che offrono servizi e strumenti di supporto per campagne di *crowdfunding*. Se l'incremento annuo del numero di piattaforme di intermediazione resta ancora sotto il 20% dal 2006 al 2007, già nel 2008 si raggiunge il 38%, e a partire dal 2009 per gli anni successivi, una crescita media del numero di operatori del 50% ogni anno (*fig. 1.2, pagina successiva*).

La *correlazione* fra l'affermazione di questi intermediari globali, con network di investitori e sostenitori registrati quantificabili in centinaia di migliaia di unità, e la crescita del volume complessivo dei finanziamenti ottenuti tramite *crowdfunding*, può essere immediatamente individuata da una comparazione fra le performance delle due variabili (*figure 1.2, 1.3, pagina successiva*). Fra il 2006 e il 2009, il valore aggregato dei finanziamenti era ancora \leq \$ 530 milioni. Il volume dei capitali raccolti è di \$ 850 milioni nel 2010, e cresce fino a 1.45 miliardi nel 2011, per poi raggiungere il livello di 2.7 miliardi nel 2012 e 5.3 miliardi nel 2013 ³. Si tratta di numeri significativi, il cui impatto è ancora più rilevante se si considera l'intervallo temporale estremamente ridotto in cui il fenomeno si è affermato. Come descritto anche da Lawton e Marom (2013), la nascita e lo sviluppo delle

³ Crowdfunding Industry Report 2013 / www.crowdsourcing.org

grandi piattaforme globali, a partire dal biennio 2008/2009 (fig. 1.2), ha permesso di raggiungere la massa critica necessaria nel numero di investitori e progetti registrati, permettendo ai due network di interagire con efficacia e rapidità, e generando un incremento esponenziale, negli stessi anni, nel volume dei finanziamenti raccolti (fig. 1.3).



Ci troviamo di fronte ad un oggetto di ricerca largamente diffuso, ma altrettanto flessibile e adattabile a diverse tipologie di obiettivi e progetti, si tratti di iniziative no-profit,

di produzione musicale e cinematografica, oppure di prodotti tecnologici riferibili all'industria del software, di Internet, del gaming, della green economy o delle biotecnologie.

A partire da ArtistShare nel 2003, il primo portale specializzato nella raccolta di finanziamenti tramite Internet, per prodotti multimediali o musicali, sono seguite piattaforme sempre meno specializzate, con un ampio range di progetti che va dall'editoria a prodotti ad elevato contenuto tecnologico, come le statunitensi IndieGoGo (2008) e Kickstarter (2009).

Il JOBS Act, nell'aprile 2012, rappresenta solo un primo riconoscimento ufficiale sulla rilevanza assunta dal *crowdfunding*, per il suo potenziale impatto sullo sviluppo economico e sull'occupazione negli Stati Uniti.

Un quadro normativo che ha ispirato evoluzioni successive in Europa, nel corso del 2012 e del 2013, e che ha rivelato una nuova prospettiva: la trasposizione del *crowdfunding* come opportunità per il finanziamento alle imprese innovative, e quindi la graduale affermazione come modello di *venture financing*, la realtà degli investimenti ad alto rischio su progetti ed aziende ad elevato contenuto tecnologico. Una frontiera definita "strategica" dallo stesso presidente Barack Obama, per le possibili ricadute positive sulla disponibilità di nuovi capitali per piccole e medie imprese ⁴.

Il *crowdfunding* ha portato il Web 2.0 ad emergere come intermediario di successo per la donazione di denaro a progetti sociali, artistici o comunque a bassa profittabilità, per poi evolversi e affermarsi potenzialmente come nuovo strumento per la raccolta di finanziamenti a start-up e piccole imprese. Nel corso di questo capitolo si cercheranno di comprendere le caratteristiche e le diverse opportunità messe a disposizione dal *crowdfunding*: come tecnica di fundraising estremamente innovativa, capace di cambiare in profondità il panorama degli strumenti a disposizione di idee, progetti sociali ed imprenditoriali alla ricerca di capitali iniziali.

Stiamo osservando un fenomeno di recente affermazione, che va però ad affiancarsi a tecniche e canali di finanziamento dell'innovazione già globalmente consolidati, come il *Venture Capital Financing*, e il ricorso al credito bancario.

Come molte innovazioni nel settore dei servizi, anche il *crowdfunding* nasce dalla convergenza fra una serie di cambiamenti e miglioramenti paralleli e complementari, quali le innovazioni nelle interazioni online fra individui, grazie agli strumenti offerti dal web 2.0, e le nuove funzioni a livello di community, grazie all'emergere del social networking.

⁴ The White House, Press Office: "[...]For start-ups and small businesses, this bill is a potential game changer. Right now, you can only turn to a limited group of investors - including banks and wealthy individuals -- to get funding."

E' inoltre cruciale per la nostra analisi considerare quali siano i bisogni e le necessità espresse da utenti, consumatori e operatori, a cui un'innovazione, come il *crowdfunding*, risponde.

Come descritto fino ad ora, il *crowdfunding* raccoglie al suo interno progetti di tipologia e dimensione estremamente diversificate. Se è facilmente identificabile come progetti a valenza sociale e iniziative di beneficenza rappresentino un insieme estraneo a mercati e players orientati da strategie rent-seeking, come il Venture Capital e il finanziamento bancario, il *crowdfunding* rappresenta invece un modello alternativo e sostitutivo per settori quali l'*Information and Communication Technology*, le biotecnologie, o qualsiasi categoria di prodotti innovativi di largo consumo, tradizionalmente sostenuti da operatori Venture o istituzioni finanziarie.

Per comprendere in profondità l'impatto, le cause di una diffusione tanto rapida e ampia, e le prospettive di crescita nel breve e lungo termine per questo strumento finanziario innovativo, sarà fondamentale iniziare la nostra analisi delineando il contesto, i players e i mercati in cui il *crowdfunding* va a posizionarsi, e gli aspetti critici dei canali di finanziamento tradizionali, sui quali sono state sviluppate le principali potenzialità come opzione alternativa per milioni di progetti, idee e imprese innovative a livello globale.

Il paradigma di ricerca verrà sviluppato sui due vettori di cambiamento prima brevemente descritti, nell'ambito dei mercati dei capitali per l'innovazione:

1. Le esigenze espresse dagli utenti, e le criticità emerse dalle soluzioni già esistenti (Venture Capital Financing, Investment Banking), che il *crowd capital* ha intercettato e verso cui si propone come valido canale alternativo;
2. Le innovazioni di sistema che hanno portato all'emergere delle funzioni principali alla base del crowdfunding (Web 2.0, Social Networking, Crowdsourcing).

Nel corso di questo capitolo, si presenterà quindi la realtà in cui il *crowdfunding* va ad inserirsi, e verrà offerta una analisi completa di tutti gli strumenti a disposizione per un progetto, un'idea innovativa, o un'impresa che abbia la necessità di finanziarsi, con una particolare attenzione ai rispettivi vantaggi e punti critici.

1.2 Imprese innovative, seed financing e capitale di rischio: quali opzioni?

Per un progetto imprenditoriale allo stadio iniziale o per un'idea innovativa, la raccolta di finanziamenti di *seed stage*⁵ è un passaggio critico per il successo o meno del potenziale business. L'acquisizione di capitali per avviare l'attività ed entrare nella fase realizzativa, può seguire generalmente due opzioni: il debito, tramite l'accesso ad un prestito bancario, o il capitale, attraverso la ricerca di investitori in *equity* (Berger et al., 1998).

La prima fonte per ottenere liquidità iniziale, l'accensione di debito, è sicuramente la più complessa per un progetto ancora in fase di start-up, principalmente perché la gran parte di essi non è ancora in grado di rispettare gli standard minimi in termini di valore degli asset, previsti per ottenere un finanziamento bancario. La responsabilità sulle garanzie richieste, in assenza di un soggetto aziendale con un sufficiente flusso di cassa (*cash-flow*), potrebbe passare in prima persona ai fondatori e potenziali imprenditori: anche questa scelta, tuttavia, comporta l'assunzione individuale di un rischio molto elevato. Il vero punto di criticità, che ha portato alla definizione del finanziamento tramite debito come "*stupid money*", si presenta nella mancanza di supporto al management dell'impresa innovativa nei vari aspetti: dall'organizzazione aziendale alle prime ricerche di mercato, dalla progettazione del prodotto alla gestione delle campagne di marketing (Schwienbacher, Larralde, 2010). L'opzione migliore e più accessibile è dunque l'*equity*, a cui sono riconducibili una lunga serie di vantaggi competitivi: la gradualità degli investimenti effettuati, il monitoraggio costante della crescita dell'impresa, il contributo professionale degli investitori.

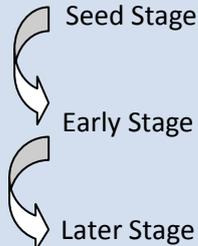
E' questa la strategia che presenta maggiori opportunità di crescita e migliori potenzialità di successo nel lungo periodo per progetti innovativi e start-up. Il panorama del *private equity* comprende un ampio range di tipologie di investimenti e di operatori che intervengono nel processo di crescita di una impresa (*fig. 1.4, pagina successiva*). Risulta particolarmente convincente l'impostazione proposta da Gompers e Lerner (2006). Possiamo distinguere tre categorie di investimenti: una prima tipologia di *Venture Capital financing*, suddivisa a sua volta in tre fasi (*seed stage, early stage, later stage*), una seconda categoria di *Growth/Expansion financing*, e una terza di *Buyout financing*.

⁵ In un ciclo di VC financing, la letteratura individua principalmente tre fasi di investimento progressive: *seed stage, early stage, later stage financing*. La fase di *seed financing* si riferisce ad investimenti effettuati in una fase iniziale, spesso ancora progettuale e immediatamente pre-startup, finalizzati a costituire la struttura aziendale, ad affrontare i primi costi fissi per il capitale umano e fisico (infrastrutture, strumenti e personale), ad avviare test di mercato sul prodotto e sulle potenzialità del settore, ad organizzare campagne di marketing per il lancio dell'impresa e per studiare le preferenze del target di consumatori individuato.

Al *Venture Capital* riconduciamo tutte le operazioni di investimento che intervengono dalla fase di start-up di un progetto imprenditoriale, dal momento in cui devono ancora essere gettate le basi della futura struttura aziendale (*seed stage*), allo sviluppo del business (*early stage*) fino all'ingresso dell'impresa sui mercati azionari (*later stage*) attraverso un'offerta pubblica iniziale (IPO).

Negli investimenti di *Growth o Expansion* individuamo obiettivi differenti, dal momento che le operazioni avvengono su compagnie già sviluppate, nella gran parte dei casi per l'acquisizione di quote di capitale minoritarie, al fine di portare nuova liquidità per attività di espansione in nuovi mercati o settori, oppure per ristrutturazioni dell'organizzazione aziendale e della produzione ⁶. Nella terza ed ultima tipologia, gli investimenti di *Buyout financing*, la finalità è l'acquisizione di quote di capitale maggioritarie, per garantire il pieno controllo di una compagnia.

Fig. 1.4 Il Private Equity e le tipologie di investimento

Venture Capital Financing	Expansion Financing	Buyout Financing
 <p>Seed Stage Early Stage Later Stage</p>	<p>Acquisizione di quote di imprese già consolidate, per sostenere la crescita del business in nuovi mercati o settori</p>	<p>Acquisizione di quote di capitale di maggioranza per ottenere il controllo completo della compagnia</p>

Fonte: elaborazione dell'autore da Gompers, Lerner (2006), *The Venture Capital Cycle*

Possiamo inoltre individuare cinque tipi di investitori di *private equity*, secondo una classificazione proposta da Schwiendbacher (2010):

- ❖ L'imprenditore stesso o il team di ricercatori

⁶ Negli USA, dalla metà degli anni '90, gli investimenti di Expansion-stage vengono sempre più spesso considerati un ulteriore passaggio di venture financing: si veda NVCA, Yearbook 1998, primo report ufficiale dove iniziative di growth financing vengono aggregate all'insieme VC. Questa tendenza nasce principalmente dalla tipologia di fondi venture che opera nel mercato dei capitali statunitense, istituzioni ad elevata capitalizzazione e per questo orientati a diversificare le attività di investimento in un range che va dal seed stage all'expansion stage.

- ❖ Familiari e reti di amicizie
- ❖ Business angel
- ❖ Fondi di Venture Capital
- ❖ Altre imprese o investitori strategici
- ❖ Operatori del mercato azionario

La realtà che prenderemo in analisi in questo capitolo sarà il Venture Capital, in cui configuriamo tutti quegli investimenti riconducibili agli obiettivi e alle caratteristiche di una impresa nelle tre fasi di *seed*, *early* e *later stage*, nonché riferibili a progetti imprenditoriali operanti in settori ad alto contenuto di innovazione, raggruppati dai principali operatori globali in tre macro-aree: *Information and Communication Technology*, *HealthCare Technology* (biotecnologie, tecnologia biomedica), *Clean Technology* (tecnologie per la sostenibilità ambientale, green economy) ⁷. Le tre fasi fino ad ora indicate rappresentano dei segmenti, consequenziali fra loro, di un processo noto come *venture capital financing* (fig. 1.5, pagina successiva). Gli investimenti procedono gradualmente in termini di portata ed efficacia, accompagnati da un monitoraggio costante dello sviluppo del progetto; una volta designati gli obiettivi di crescita, il passaggio ad una fase (*stage* o *milestone*) di finanziamento successivo, avviene solo se la società ha raggiunto i target attesi (Lerner et al. 2012).

Nel primo *stage*, il *seed financing*, l'oggetto dell'investimento non è ancora una impresa strutturata, ma nella gran parte dei casi semplicemente un progetto o un'idea, con un possibile sviluppo imprenditoriale. L'investitore dopo un'attenta fase di *screening* del progetto, valutata la richiesta di capitale dell'impresa (*cash-need*) e la potenziale ricaduta in termini di profitto, decide di effettuare un primo investimento, solitamente compreso fra 150.000 \$ e 1 milione di dollari, per affrontare i primi costi fissi: implementazione del *business plan* ⁸, organizzazione del management, ricerche e test di mercato per valutare le potenzialità del prodotto e il target di riferimento, preparazione di campagne di marketing. Se questa prima fase mostra risultati positivi, gli investitori possono valutare di procedere con un secondo *round* di finanziamenti, di *early stage*. In questo momento l'impresa ha una organizzazione di base, ma non è ancora in grado di effettuare operazioni di produzione o di vendita del prodotto; gli investimenti, che nella gran parte dei casi non superano come importo complessivo 5 milioni di dollari, servono per organizzare una prima struttura in grado

⁷ La suddivisione proposta è quella maggioritaria nella letteratura, come in Lerner et al. (2012) o in Gompers, Lerner (2006), o utilizzata negli studi di settore dall'NVCA (National Venture Capital Association USA).

⁸ Modello di business che si vuole adottare: rappresenta l'architettura di una futura impresa, della sua organizzazione, dei suoi obiettivi e del suo mercato di riferimento.

di affrontare attività di produzione e commercializzazione, sicuramente su scala ridotta, per far entrare gradualmente l'impresa sul mercato e testare l'efficacia del business plan.

Una volta raggiunti gli standard preposti, gli investitori possono decidere di dare il via ad un nuovo round di finanziamenti. Questa volta, il valore complessivo può oscillare anche fino a 20 milioni di dollari, e i nuovi capitali raccolti hanno l'obiettivo di implementare tutte le aree operative strategiche: produzione, marketing, commercializzazione e possibile ampliamento dell'offerta di prodotti, e incrementare la profittabilità dell'impresa fino ad una possibile offerta pubblica iniziale sui mercati azionari (Klonowski, 2010).

Fig. 1.5 Fasi principali (milestones) in un ciclo di venture capital financing



Prendendo come riferimento la precedente classificazione secondo Schwienbacher (2010), sono *business angel* e *fondi di venture capital* i soggetti finanziari che operano più specificatamente nel *venture capital financing*. I primi sono spesso individui che effettuano investimenti mirati di piccola entità, su progetti non ancora definiti e quindi difficilmente valutabili in termini *asset value* da investitori di venture capital più grandi (Lerro, 2013). I *business angel* sono le figure più frequenti nelle fasi di *seed financing*, tuttavia anche fondi specializzati con ampi portafogli e alta capitalizzazione (la californiana *Sequoia Capital* ne è un esempio) intervengono spesso nelle fasi di *seed stage*, se riscontrano progetti innovativi con elevate potenzialità di crescita.

Gli investitori di Venture Capital, oltre al fondamentale apporto di capitali iniziali, offrono a start-up ed aspiranti imprenditori un solido background di conoscenza e supporto manageriale (Davila et al., 2002). Il contributo in termini di consulenza riguarda ogni aspetto strategico dell'organizzazione, della nascita e del consolidamento di una impresa: dalla definizione dei ruoli, ai primi test di mercato per esaminare le potenzialità del business, alle ricerche sulle preferenze del target di consumatori, all'accesso ad una community di imprese presenti nel portfolio dell'investitore, con possibili e conseguenti esternalità positive derivanti dal network (Gompers, Lerner, 2006).

Un ciclo di investimenti, costituito da più round consecutivi, permette un monitoraggio approfondito e costante della crescita del progetto imprenditoriale. Riduce inoltre il rischio iniziale per finanziatori e management, configurandosi come la strategia migliore per idee e progetti innovativi che abbiano ambizioni imprenditoriali, rispetto al ricorso al prestito bancario, inaccessibile in molti casi per l'assenza di garanzie in grado di superare un esame creditizio, e privo dei vantaggi in termini di supporto alla crescita del business (Lerro, 2013).

Il framework operativo ⁹ finora delineato, permette dunque ad un operatore di Venture Capital di diluire il rischio legato all'investimento in imprese o progetti innovativi, attraverso una suddivisione dell'importo complessivo stabilito in più flussi, collegati alle rispettive fasi di sviluppo della start-up sulla quale si è deciso di investire. Un ciclo di venture capital financing, è comunque un processo di investimento a lungo termine, con un'*exit* difficilmente prevedibile ex-ante, e strettamente correlato con le *ciclicità a livello macro-economico*, e dipendente ora dai limiti, ora dalle opportunità, che emergono dal più ampio insieme dei mercati del *Private Equity* (Jeng, Wells, 2000).

Quali sono stati i cambiamenti principali, generati tanto da evoluzioni endogene ai mercati di riferimento dell'*innovation financing*, quanto dalle sfide economiche globali?

Rispondere a questo quesito di ricerca, ci permetterà di comprendere come siano venute a crearsi le condizioni, le opportunità e gli spazi per lo sviluppo e l'affermazione del *Crowdfunding* come opzione alternativa, per start-up e imprese innovative, a soluzioni storicamente ed economicamente consolidate, come gli operatori e le istituzioni operanti nei mercati del Venture Capital.

Saranno quindi analizzate nel paragrafo successivo le evidenze empiriche e le dinamiche dei mercati e delle istituzioni operanti nel *Private Equity*, nelle due realtà più

⁹ Un framework operativo (operational framework) rappresenta una guida per l'impresa nel delineare le strategie, gli standard, i processi e la diffusione della conoscenza, relativamente ai propri obiettivi di business (Dogson, 2008: *The Management of Technological Innovation*)

rilevanti a livello quantitativo per flussi di capitale e volumi degli investimenti: Stati Uniti d'America e paesi UE, aree geografiche che riassumono al loro interno quasi il 70% delle transazioni totali di venture capital financing. Più nello specifico, si osserverà come interviene il Venture Capital in questi scenari, quali sono stati gli effetti delle tensioni globali sui mercati finanziari, a partire dal 2007, sugli investimenti per le società high-tech, e quali sono i punti critici che emergono da tali realtà, che hanno portato le imprese innovative a rivolgersi verso strategie di finanziamento alternative.

1.3 I mercati del Venture Capital per le start-up innovative negli USA e nei paesi UE: Equity Gap e Credit Crunch alle origini del Crowdfunding

Negli Stati Uniti d'America, le tensioni nel settore bancario fra il 2007 ed il 2008, avevano portato ad una fase di *credit crunch*: nuovi standard per la valutazione degli asset di proprietà, prima di garantire un prestito, erano resi operativi già nel primo trimestre del 2008 da tutti i principali istituti di credito. Nel luglio 2008 la Federal Reserve emanava nuove linee guida per la verifica degli aspiranti debitori e nuove disposizioni per la liquidazione in tempi rapidi (entro la fine dell'anno) degli asset finanziari più rischiosi per oltre dodici banche del Paese ¹⁰. I rischi legati all'emissione di prestiti senza accurata valutazione delle garanzie di pagamento, erano già sotto lo sguardo dell'opinione pubblica dopo il supporto della Fed e del Tesoro USA alla Bear Sterns qualche mese prima, nel marzo 2008, colpita da una crisi di liquidità (Taylor, 2009).

La risposta delle istituzioni finanziarie e del Governo federale per arginare gli effetti del diffuso rischio morale che aveva portato all'emissione dei mutui subprime, bloccò il mercato del credito fino ai primi mesi del 2009, mentre l'inasprimento delle coperture richieste per la concessione di un prestito portavano l'impatto del *credit crunch* sull'economia a livelli vicini a quelli registrati nel 1929 ¹¹. Nonostante la contrazione della liquidità per i finanziamenti a consumatori ed aziende, la realtà delle imprese innovative negli USA era dipendente per più del 80% di esse, già da diversi decenni, dal Venture Capital. L'impatto del *credit crunch* sull'universo delle start-up fu dunque ridotto rispetto agli effetti registrati in Europa, e che si vedranno successivamente. Una ricerca settoriale del 2011, effettuata da IHS Global Insight per la NVCA ¹², mostra una crescita dell'1.5% dei profitti per le aziende sostenute da investimenti di Venture Capital proprio fra il 2007 e il 2009, in netta

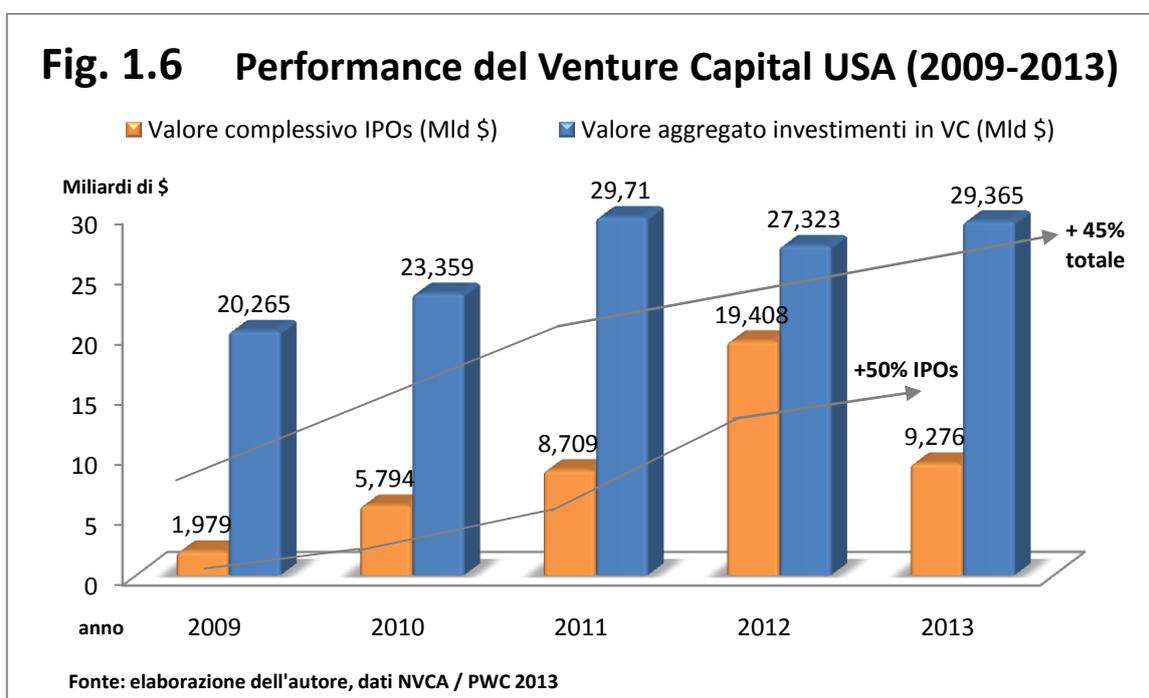
¹⁰ Mizen P., Discussion of the Background of 2007-08 Credit Crunch / Report per la Federal Reserve di St. Louis (09/2008).

¹¹ Milne, Wood, Discussion of Banking Crisis Solution / Report per la Federal Reserve di St. Louis (10/2008).

¹² NVCA: National Venture Capital Association USA.

controtendenza con il resto della realtà industriale statunitense, che registrava un crollo dei profitti di quasi il 2%: i trend di crescita del valore complessivo degli investimenti e delle imprese innovative fondate grazie al capitale di rischio avevano rallentato fra il 2007 e il 2009, parallelamente alla tempesta che si abbatteva sui mercati finanziari, ma restavano comunque positivi.

Alla metà del 2009, anno della ripresa del NASDAQ dopo il crollo nell'ultimo trimestre del 2008, e che per questo prenderemo come benchmark per analizzare i dati che seguiranno, le imprese innovative finanziate tramite il mercato del Venture Capital rappresentavano il 21% del prodotto interno lordo USA, con un impatto sull'occupazione misurabile in oltre 11 milioni di posti di lavoro ¹³. Altrettanto significativi i dati sulla *MPK* ¹⁴ per gli investimenti di venture capital financing: pur rappresentando meno dello 0.2% del Pil USA, le imprese da essi sostenute hanno generato stabilmente dal 2009 al 2013 più del 21% della ricchezza nazionale. Le performance dei mercati dei capitali di rischio, mostrano trend estremamente positivi sia nel peso degli investimenti che, nelle *exit* di successo: il valore aggregato dei finanziamenti alle start-up, effettuati da fondi di Venture Capital dal 2009 al 2013, è cresciuto di circa il 45% in quattro anni ¹⁵ (fig. 1.6).



¹³ 2011 Venture Capital Impact Study, redatto da IHS Global Insight per NVCA.

¹⁴ *MPK*: Marginal Product of Capital, l'incremento di produzione ΔQ che risulta da aumenti unitari nell'impiego di un fattore, a parità degli altri input (Lieberman, Hall, 2005).

¹⁵ NVCA / PricewaterhouseCoopers: Report on VC Performance (2009-2013) / risultati raggiunti autonomamente sui dati resi disponibili.

Prendendo in considerazione le exit di successo (qualora sia raggiunta l'offerta pubblica iniziale), nello stesso intervallo temporale 2009-2013, individuiamo un aumento del valore complessivo delle *IPO* presso il Nasdaq, del 50% in quattro anni (*fig. 1.6*). Il trend di crescita delle *exit*, attraverso la quotazione sui mercati azionari, è un dato importante per valutare la qualità e le prospettive degli investimenti e dei percorsi di venture capital financing avviati. La frazione di imprese innovative che raggiungeva l'ultimo traguardo di un processo di crescita e consolidamento del business, dalla prima fase di seed financing all'offerta pubblica iniziale, è cresciuta in media del 50% dal 2009 al 2013 ¹⁶.

Aver scelto tali indicatori: il *valore aggregato degli investimenti di venture capital* e il *valore complessivo delle IPO avviate*, ci permette di raggiungere due obiettivi. Rispettivamente, possiamo valutare la disponibilità e la mobilità dei capitali di rischio per le imprese e i progetti innovativi, nonché osservare l'efficacia e le prospettive di successo per le imprese avviate ad un percorso di venture capital financing.

Il settore che mostra le performance migliori, dal 2009 all'ultimo trimestre del 2013, è quello dell'*Information and Communication Technology*, che rappresenta un segmento del 28% rispetto al mercato complessivo dell'high-tech, guidato dalla realtà delle imprese fondate su Internet, seguite a distanza dall'industria del software ed infine dalla produzione di materiali hardware. Percentuali minoritarie, ma comunque rilevanti, appartengono ai settori delle biotecnologie, della green economy e della produzione energetica, della ricerca biomedica e dell'industria dell'intrattenimento cinematografico e musicale, che rappresentano complessivamente il 30% del panorama delle imprese innovative finanziate tramite venture capital ¹⁷. Entrambe le rilevazioni ci mostrano un mercato del Venture Capital statunitense estremamente dinamico, e con percentuali di fallimento mai superiori al 20% degli investimenti complessivi effettuati ¹⁸. L'impatto dei capitali di rischio sull'occupazione e lo sviluppo economico statunitense è certamente rilevante, come precedentemente illustrato, ma è necessario porci un'ulteriore domanda.

Il Venture Capital USA è una opzione realmente accessibile per tutti i progetti imprenditoriali, oppure presenta delle barriere evidenti all'ingresso? E' utile osservare la composizione del panorama degli operatori di venture financing negli Stati Uniti, forniti dall'NVCA e aggiornati all'ultimo trimestre del 2013: i fondi che risultano attivi sono 185, ma quasi il 49% del totale dei capitali di rischio disponibili, è stato raccolto dai dieci più

¹⁶ NVCA / ThomsonReuters: Venture Backed Exits Report (2009-2013)

¹⁷ NVCA Yearbooks: 2008-09-10-11-12-13-14 / risultati raggiunti autonomamente sui dati resi disponibili

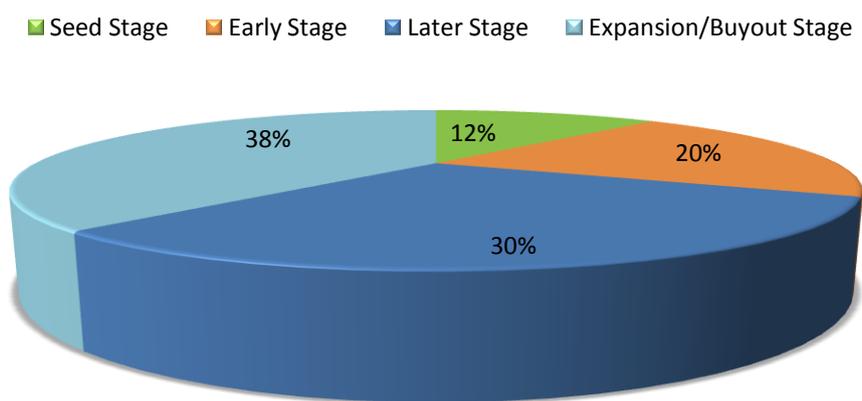
¹⁸ NVCA Venture Capital Performance Q.3 2013

grandi fondi operativi, con il rimanente 51% suddiviso fra i restanti 175. Emerge dunque un mercato dominato da una decina di grandi fondi d'investimento in venture capital financing, responsabili di quasi la metà degli investimenti complessivi effettuati.

In un campionamento effettuato parallelamente a questa ricerca su 160 fondi di *private equity* più attivi a livello globale, classificati sulla base della composizione del portfolio di investimenti ¹⁹, gli USA occupano la prima posizione, con oltre 78 soggetti registrati. Si tratta di istituzioni finanziarie con un'elevata capitalizzazione ed un ampio portfolio di imprese, ed il Venture Capital occupa una parte maggioritaria degli investimenti complessivi. Tuttavia, ci troviamo ad analizzare un ciclo formato da tre fasi, e solo il 12% fra di essi risultano operativi, in modo rilevante, anche in attività di seed financing, numero che cresce appena al 32%, considerando anche le operazioni di early stage (*fig. 1.7*).

Anche per quanto concerne l'importo medio del singolo investimento, dal crollo del Nasdaq e dei mercati ad alto contenuto tecnologico nel 2001, gli standard stabiliti dagli *advisor* dei fondi venture per selezionare i progetti in cui investire, si sono notevolmente alzati (Lerro, 2013), al fine di raggiungere due obiettivi: ridurre l'esposizione in progetti con un rischio più elevato, e concentrare gli investimenti nei progetti con potenziale di crescita verificati, nella gran parte casi imprese innovative già in fase di early stage (Hellmann, 2002).

Fig. 7.1 Fondi di Private Equity più attivi negli USA, classificati per indirizzo operativo (2013)



Fonte: dati elaborati dall'autore

¹⁹ Nel campionamento si è tenuto conto del numero degli investimenti registrati nel portfolio, non dell'importo di essi. Gli investimenti di Later ed Expansion stage presentano un importo singolo medio sicuramente più alto di un investimento di seed o early stage, questi ultimi solitamente $\leq 5.000.000$ \$. Valutare la concentrazione dell'attività di un fondo venture in un ramo piuttosto che in un altro basandoci sull'importo complessivo dei finanziamenti per ognuna delle tre fasi avrebbe indebolito i risultati della ricerca, poiché è naturale aspettarci sempre un peso maggiore nel portfolio investimenti per la raccolta di capitali di later, expansion e buyout stage. Utilizzare come indicatore dell'attività il numero di operazioni effettuate indipendentemente dall'importo, ci permette di valutare con un margine di errore più basso e in modo più congruo alla realtà, quali sono effettivamente le strategie operative di un fondo nel panorama delle imprese innovative.

L'attività di investimento che dal 2001 ha subito la riduzione maggiore è stata proprio quella di seed financing. Questa tipologia di operazioni è caratterizzata da investimenti di importo inferiore a 1 milione di dollari (Klonowski, 2010), tuttavia più impegnativi da monitorare e supportare nella crescita: sono indirizzati a progetti, idee innovative o prototipi senza ancora prospettive di crescita chiare. Il rischio per queste attività di venture financing è molto elevato e i costi in termini di monitoraggio crescono tanto più il progetto imprenditoriale è in una fase iniziale.

La tendenza a concentrare le attività di investimento in aziende già in fase di later stage, e parallelamente ad alzare gli standard minimi di cash-need, ha creato una nuova barriera all'entrata nel mercato dei capitali di rischio, e ridotto le opzioni di finanziamento per tutti quei progetti con una richiesta di finanziamento troppo esigua per essere considerata da fondi venture e business angel (Lerro, 2013).

Una parte consistente della domanda di finanziamenti di seed stage rimane dunque impossibilitata ad accedere al mercato dell'equity, e riguarda tutta quella serie di progetti di dimensione ridotta o indirizzati verso settori con bassi livelli di profittabilità per nuovi competitor, come il mercato dei prodotti multimediali, musicali e cinematografici.

Fondi Venture e business angel, pure in una realtà dinamica e con elevata propensione all'investimento in equity, come quella statunitense, non ha ridotto il *funding-gap*²⁰, la differenza fra il cash-need di una impresa e la reale disponibilità di capitale di rischio, per i progetti innovativi di modeste dimensioni (Cordova et al., 2013). Il mercato del private equity, negli USA, rappresenta una frazione consistente degli investimenti complessivi, quasi il 42%²¹, ma solo una percentuale estremamente ridotta è di seed ed early stage, indirizzata quindi a soggetti con un cash-need iniziale inferiore ai 250.000 \$ (come illustrato nella fig. 1.7).

Per progetti troppo piccoli, la possibilità di ottenere capitale iniziale tramite investimenti di venture capital financing resta una strategia difficile da seguire, parallelamente alla non percorribilità della via del credito bancario, che richiede garanzie impossibili da presentare negli stadi iniziali di un percorso imprenditoriale. La scarsa attrattività per la soluzione dell'equity e l'assenza di asset in grado di superare l'esame di un istituto bancario, costituiscono una significativa barriera all'entrata per un vasto panorama di iniziative imprenditoriali, impossibilitate di fatto ad ottenere *seed money*.

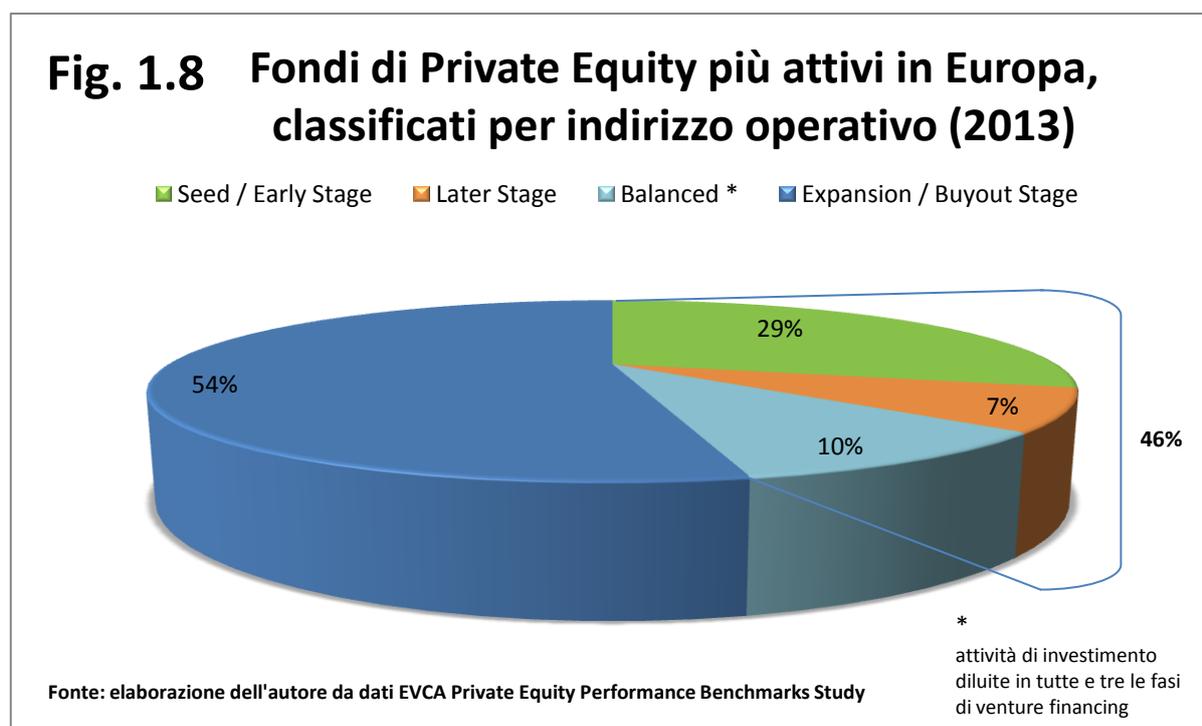
²⁰ Più specificatamente, se si considera il mercato *dell'equity* come unica opzione per la raccolta di capitali di start-up, si parla di *equity-gap*.

²¹ McKinsey Global Institute, The Emerging Equity Gap, 2011.

La persistenza di un significativo *equity gap* ha un impatto ancora più rilevante in Europa, dove la strategia di raccogliere capitali iniziali attraverso investitori in equity risulta ancora marginale, e la strada più seguita resta quella dell'indebitamento bancario, caratterizzato a partire dal 2007/08, come visto, da una significativa fase di credit crunch.

Analizzare il mercato del Venture Capital al di là dell'Atlantico, presenta una maggiore complessità e risultati non sempre univoci. Gli investimenti riferibili alle tre fasi di venture financing, nel panorama totale del private equity europeo, rappresentano in media fra il 2007 e il 2013 la sola frazione del 12% ²².

Secondo i dati forniti dall'EVCA sugli operatori del mercato dell'equity in Europa nel 2013, classificati per area di attività strategica, osserviamo come i fondi venture siano appena il 46% (*fig. 1.8*) sul totale delle istituzioni finanziarie di private equity.



Occupano tuttavia una frazione rilevante, nel venture financing, i fondi specializzati in investimenti di start-up, e dunque di seed ed early stage (il 29%, *fig. 1.8*): questo elemento è di grande interesse, e rispecchia la tendenza dei fondi venture europei a strutturarsi in società caratterizzate da modesta capitalizzazione (*micro-fund*) e specializzate in investimenti di seed

²² EVCA (European Venture Capital Association) Data on Fundraising, Investments, Divestments (01/11/2013)

ed early stage portata inferiore o uguale a 100.000 €²³, mentre si rileva un largo numero di agenzie semi-pubbliche, direttamente o indirettamente controllate da fondi governativi, che operano nel sostenere investimenti di venture financing all'interno dei singoli confini nazionali.

Il livello di capitalizzazione inferiore, rispetto ai fondi USA, spiegherebbe inoltre la particolare distribuzione degli investimenti di venture capital financing: un ampio range di operazioni che vanno dal seed stage all'early stage avanzato (36%, *fig. 1.8*) con un importo medio piuttosto basso, e una frazione minore di attività di later stage financing (10%, *fig. 1.8*), di importo singolo mediamente molto superiore. Il mercato del private equity europeo resta comunque fortemente orientato verso investimenti di expansion e buyout stage (54%, *fig. 1.8*), mostrando una limitata propensione al rischio.

Il Venture Capital nei paesi UE rappresenta dunque uno strumento di minore impatto e rilevanza per start-up e progetti innovativi, rispetto a quanto osservato negli Stati Uniti. Gli investimenti in capitale di rischio per l'innovazione, nei paesi UE, rappresentavano ancora nel 2013 solo lo 0,02% del *GDP* aggregato dell'Unione²⁴. Inoltre, secondo un recente rapporto *Frontier Economics* per l'EVCA (2013), rimane un fenomeno particolarmente concentrato ed in crescita solo in tre mercati: Regno Unito, Francia e Germania. Queste tre realtà, da sole, presentano una media di quasi 3700 imprese create e sostenute tramite l'equity dal 2007 al 2013, un risultato che è quasi il triplo rispetto alla media di tutti i rimanenti paesi dell'Unione nello stesso intervallo temporale²⁵.

Per gran parte delle start-up e delle imprese innovative europee, il credito bancario rappresenta ancora lo strumento privilegiato per poter trovare capitali iniziali, pur con tutte le difficoltà precedentemente citate, quali l'assenza di un controvalore necessario per garantire l'investimento, e spesso nessuna prospettiva di crescita futura chiara da poter sfruttare come asset di valore. Le opzioni, per il mondo delle imprese innovative europee, sono state tuttavia ridotte in una percentuale ancora maggiore, dal crollo della flessibilità a concedere prestiti da parte degli istituti bancari dal 2007 ad oggi (Wehinger, 2013).

Il credit crunch ha avuto un impatto estremamente significativo per le nuove imprese nei paesi UE. Un rapporto dell'agenzia britannica *Nesta*, del 2013, ci fornisce alcuni dati sulla percentuale di prestiti negati a piccole e medie imprese, nonché a nuovi progetti imprenditoriali, fra il 2007 e il 2010, in dieci paesi europei.

²³ The Economist, *Venture Investing in Europe: Comeback Capital*, 04/12/2013.

²⁴ EVCA, *2013 European Private Equity Activity*.

²⁵ EVCA, dati sulla realtà di Private Equity in Europa per ogni Stato UE.

Nell'area mediterranea, Spagna e Italia presentano una crescita delle richieste di credito effettuate da parte di imprese di piccole e medie dimensioni, e *rifiutate dagli istituti bancari*, pari rispettivamente al 340% e al 308%. L'incremento dei finanziamenti respinti, sempre nello stesso intervallo 2007 – 2010 è pari al 250% in Francia e al 231% nei Paesi Bassi. Nel Regno Unito, dove il Venture Capital rappresenta una percentuale della ricchezza nazionale superiore rispetto alla media europea, e di conseguenza una strategia alternativa di valore per trovare finanziamenti iniziali, la percentuale di prestiti rifiutati per avviare nuove attività imprenditoriali è cresciuta del 271% ²⁶.

Nell'Unione Europea, la forte dipendenza da una realtà del credito bancario in piena fase di credit crunch, ha ristretto in maniera significativa le opportunità di attrarre capitali per un vasto panorama di progetti imprenditoriali ed imprese innovative, specialmente quando troppo ridotti per poter presentare anche solo un controvalore potenziale, sufficiente a garantire il prestito.

1.4 Dinamiche macroeconomiche globali e cambiamenti endogeni: quali scenari?

Da una sintesi fra le osservazioni riportate nei due contesti, USA e paesi UE, possiamo ricavare due punti di criticità.

Negli USA, osserviamo una realtà dove l'*investment banking* assume un ruolo limitato negli investimenti per l'innovazione e le imprese, rispetto agli *stock market* e alle istituzioni operanti nel Venture Capital financing (Black, Gilson, 1998). In questo contesto, l'aumento dei valori minimi di *cash-need* per potere avviare un investimento di seed stage, da circa \$ 250.000 fino anche a \$ 500.000, da parte dei fondi venture più grandi e storicamente consolidati (che d'ora in avanti definiremo *incumbent*), ha di fatto incrementato significativamente l'*equity gap* nel mercato dei capitali di rischio (Cumming, Walz, 2009). Il Venture Capital USA, pur restando una realtà dinamica e con elevati margini di profitto, in particolar modo nei settori a maggiore competitività come l'*ICT*, il *CleanTech* e l'*HealthCare Technology*, ha di fatto escluso dal suo segmento di mercato un ampio numero di progetti innovativi, con richieste di capitale iniziale al di sotto delle soglie sopra indicate. Questi soggetti imprenditoriali hanno perso attrattività per gli investitori *incumbent*, e hanno dovuto conseguentemente trovare nuove soluzioni per il finanziamento iniziale, oltre all'ipotesi del credito bancario e dell'*equity*.

²⁶ NESTA, Banking on Each Other, 2013.

In Europa, la realtà degli investitori di private equity si è evoluta verso una polarizzazione fra un'ampia frazione di investitori specializzati esclusivamente nell'expansion e buyout stage, ed un crescente numero di piccoli fondi specializzati nel seed ed early stage financing, con un importo medio per singolo investimento uguale o inferiore a 100.000 €.

Essi sono tuttavia caratterizzati, considerato anche il valore ridotto degli importi investiti, da bassi livelli di profittabilità e da un margine di successo per la star-up supportata, che si aggira intorno al 12%, meno della metà del corrispettivo valore negli USA (Veugelers, 2011). E' necessario tenere presente, inoltre, la diffusione irregolare del Venture Capital all'interno dei paesi UE, che genera un elevato margine di variabilità (*Report Frontier Economics per EVCA, 2013*).

Il dato che emerge è sicuramente una minore propensione al rischio: i fondi europei specializzati in seed ed early stage compensano il rischio maggiore con importi nettamente inferiori, come visto, ai corrispettivi statunitensi. Allo stesso tempo, una parte maggioritaria del mercato dell'equity è concentrata su imprese già consolidate ed in fase di espansione, con outlook a lungo termine e prospettive di crescita tendenzialmente positive, a garanzia di rischi minori e futuri profitti. Gli investimenti di *buyout* e *later stage* rappresentavano complessivamente, nel 2013, oltre il 90% del mercato del Private Equity nei paesi UE ²⁷. In conclusione, tuttavia, il vero ostacolo per un progetto innovativo o una start-up alla ricerca di finanziamenti, nei paesi dell'Unione Europea, resta la forte dipendenza dal credito bancario, già condizionato da una marcata riduzione della liquidità concessa, e da un innalzamento degli standard da dare in garanzia di un prestito ²⁸.

La graduale riduzione di opportunità di finanziamento per progetti imprenditoriali, sociali o imprese innovative, ha però generato la spinta a cercare nuove strategie per raccogliere capitali. In alcuni casi, sono gli stessi operatori di Venture Capital a rinnovare le tecniche di investimento, come il fondo statunitense *First Round Capital*, di base a San Francisco e New York City: la nuova filosofia gestionale ha portato ad una specializzazione in investimenti di seed stage di importo variabile, con un programma di selezione che avviene principalmente sul web. Non sono presenti standard rigidi in termini di cash-need richiesto per selezionare i progetti, e l'approccio è stato sviluppato per aprire il mercato dei capitali a quegli imprenditori o startuper rimasti esclusi per la dimensione ridotta dei loro progetti (Schwienbacher, Larralde, 2010).

²⁷ EVCA, 2013 European Private Equity Activity.

²⁸ ESBA Report on Access to Finance for SMEs, 2011.

Altre iniziative, come la britannica *Funding Circle*, hanno creato un collegamento fra un network di prestatori, principalmente consumatori comuni, ed imprenditori alla ricerca di capitali, attraverso Internet: i *primi* nella veste di *creditori*, attraverso il prestito di piccoli importi singoli, e i *secondi* di *debitori* con un tasso d'interesse minimo, riducendo in maniera significativa lo spread sui prestiti effettuati tramite la diluizione del rischio su un ampio numero di individui (Pierrakis, Collins, 2013).

Un'ulteriore sfida ai limiti imposti dall'equity gap per start-up e idee innovative alla ricerca di capitali iniziali, è rappresentata dalla continua crescita e diffusione di *business incubators*. Gli incubatori, specializzati nel supporto ai team imprenditoriali nelle prime fasi di vita dei rispettivi progetti, e concentrati sull'erogazione di finanziamenti di *seed* ed *early stage*, sono una delle risposte migliori dell'ecosistema dell'*innovation financing*, rispetto alle barriere all'entrata imposte gradualmente dai *fondi venture incumbent* (Rice, 2002). Il modello operativo degli incubatori presenta differenze rilevanti rispetto ad un ciclo di investimento di *venture capital financing*, per una serie di caratteristiche distintive che andremo ad analizzare.

Si tratta di operatori preposti al supporto di idee imprenditoriali o *prototipi*: progetti in una fase di vita iniziale, per cui le prospettive in termini di successo sono impossibili spesso da delineare (Grimaldi, Grandi, 2005). Il capitale disponibile viene concentrato su operazioni di seed o early stage, mentre viene offerto un servizio di *tutoring* al team di sviluppatori, con una partecipazione in equity estremamente ridotta (solitamente, non oltre il 10%): un approccio di basso profilo, garantisce infatti un maggiore grado di *flessibilità* all'infrastruttura di supporto.

La diffusione costante di nuovi incubatori nelle realtà a maggiore concentrazione di start-up digitali o più generalmente ICT, è al tempo stesso una conseguenza e una possibile risposta al crescente bisogno di risorse di seed stage, per un ampio insieme di imprese innovative che resterebbero altrimenti escluse dal mercato del Venture Capital (Al-Mubarak, Busler, 2010).

Incubatori come *Rocket-Internet* in Europa, ed *Y Combinator* negli Stati Uniti, sono due modelli di riferimento per migliaia di iniziative imprenditoriali *non-capital intensive*, quindi con un cash-need al di sotto dei livelli che renderebbero tali progetti attrattivi per investitori incumbent. L'acceleratore statunitense Y Combinator, fondato a Mountain View (CA) nel 2005 ²⁹, è uno dei casi di maggior successo nel settore degli investimenti di seed

²⁹ Y Combinator seed accelerator: www.ycombinator.com

stage. Il framework operativo prevede una partecipazione del 6% nel capitale della start-up, e un programma di incubazione che offre supporto finanziario, formazione manageriale, fornitura di asset fisici per lo sviluppo del business, e opportunità di partnership e networking con le altre imprese incubate (Livingstone, 2007).

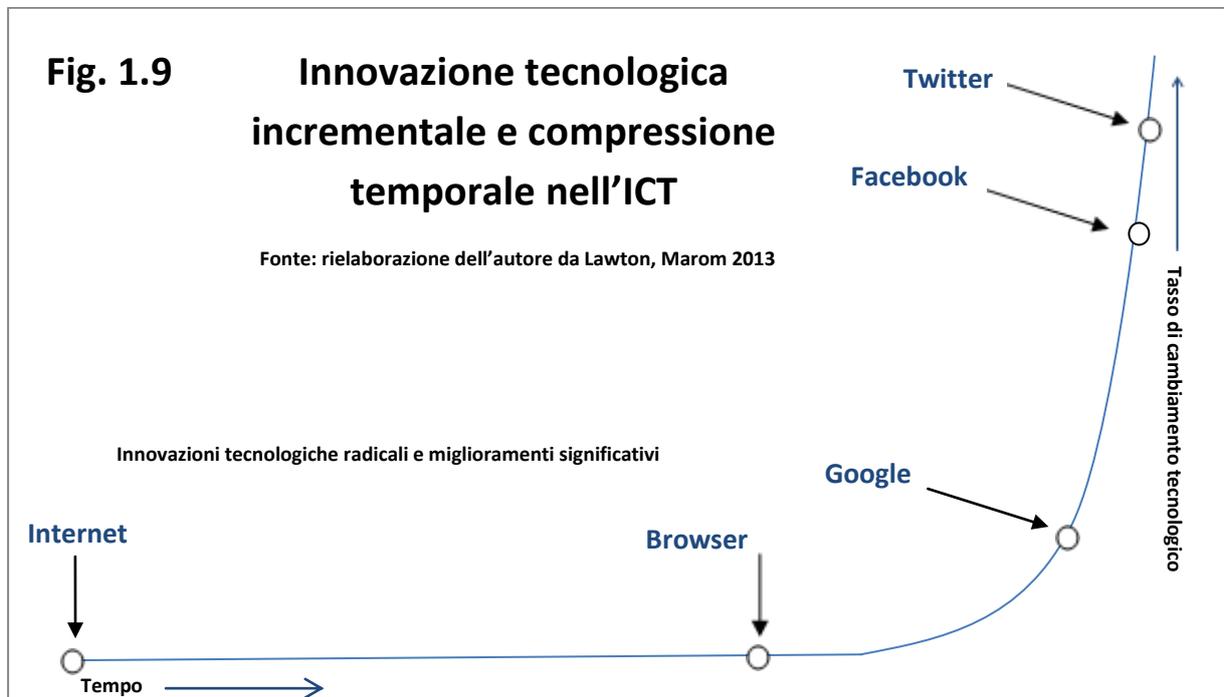
L'analisi fin qui effettuata, sulle implicazioni generate dai cambiamenti e dalle tensioni macroeconomiche sui mercati dei capitali di rischio, negli USA e nei paesi UE, non ha però considerato gli effetti prodotti dai *cambiamenti tecnologici*, endogeni quindi al più ampio sistema dell'*innovation financing*, sulle strategie e sulla capacità degli operatori tradizionali (business angel, fondi di venture capital) nell'individuare, sostenere ed investire in innovazioni ad alto potenziale. C'è un ulteriore aspetto che sembra emergere da un'attenta osservazione delle performance dei grandi fondi venture: si tratta della progressiva perdita di efficacia degli incumbent nell'esplorare i mercati e le realtà dove si realizza il cambiamento tecnologico, e di un deficit crescente nell'attitudine a percepire e selezionare le innovazioni ad alto potenziale. Diventa quindi cruciale introdurre una nuova variabile, per comprendere le origini e le cause della progressiva *divergenza* fra Venture Capital e segmento di mercato del *seed* ed *early stage investment*, diventato gradualmente la principale area strategica per il crowdfunding: il *tasso di cambiamento tecnologico* (Lawton, Marom, 2013).

Nel paragrafo 2.1 si è definito un ciclo di venture capital financing come un processo in sequenza di più round di investimenti, con obiettivi in termini di profitto (*capital gains*) a *lungo termine*, che prevede un impegno crescente del venture capital management, relativamente al raggiungimento dei target fissati per ogni round (Hellmann, Puri, 2000). Si tratta dunque di un processo di *value creation* (per la start-up) e *revenue generation* (per l'investitore istituzionale) basato su un intervallo temporale di lungo periodo (Gompers, Lerner 2006).

L'*esperienza* diventa quindi un asset cruciale per il venture capital management, perché rappresenta la fonte principale di vantaggio competitivo, al fine di individuare con rapidità le tecnologie emergenti, in una fase di sviluppo ancora embrionale, ma con un elevato potenziale di crescita e di profittabilità per il portfolio dell'investitore (Kortum, Lerner, 2000). Consideriamo ora l'attività di un operatore standard di venture capital financing come una sequenza che procede lungo l'asse: *screening del mercato e della frontiera della tecnologia (search)* → *selezione delle innovazioni ad alto potenziale* → *venture capital financing* → *possibile exit*. Fondi e istituzioni di venture financing sono dunque dei *follower*, rispetto agli attori impegnati nella produzione di nuova conoscenza o di tecnologie e prodotti innovativi.

Solo la capacità del venture capital management di individuare rapidamente ed efficacemente le *innovazioni ad alto potenziale*, cioè di intercettare i *first mover* (siano essi team di ricercatori, inventori isolati, imprenditori o startuper) prima dei competitor, garantisce profitti futuri sufficienti a consolidare o migliorare la posizione sul mercato. (Mason, Harrison, 1995).

I tempi del venture capital financing si sviluppano successivamente in un intervallo di lungo/lunghissimo periodo, e l'obiettivo di realizzare un portfolio di innovazioni con elevati margini di profitto dipende quindi in modo determinante dalle fasi iniziali di *screening e selezione*, in cui viene individuato l'orizzonte di ricerca e vengono attentamente analizzati progetti, prototipi e idee innovative (Klonowski, 2010). Il cambiamento tecnologico ha vissuto però una crescita esponenziale a partire dall'inizio degli anni '90, e nuove innovazioni radicali nascono ad un ritmo sempre più elevato (*fig. 1.9*), comprimendo lo spazio temporale fra la scoperta di una nuova tecnologia e quella precedente. Dalla diffusione commerciale di Internet, all'inizio dell'era dei Social Network, il tasso di cambiamento tecnologico nell'ICT (*fig. 1.9*) è diventato sempre più rapido, con degli effetti estremamente importanti sulla principale fonte di supporto all'innovazione: il Venture Capital (Lawton, Marom, 2013).



Mentre l'intervallo fra un'innovazione e quella successiva si comprime con percentuali di crescita esponenziali, l'effetto immediato è una diminuzione nel valore dell'esperienza, asset su cui i venture capitalist hanno consolidato la propria posizione. Le

*dynamic capabilities*³⁰ che consentivano ai fondi di venture capital *incumbent* di individuare rapidamente le innovazioni ad alto potenziale, e realizzare profitti di lungo termine su di esse (Gompers, Lerner, 2001), sono state profondamente cambiate e ri-configurate dall'improvvisa accelerazione del progresso tecnologico.

Delineare un trend di settore, e selezionare i progetti innovativi più competitivi, diventano attività sempre più complesse in un mercato turbolento, dove l'esperienza acquisita da un team di venture manager viene continuamente messa in discussione e sfidata dalla rapidità e dai cambiamenti radicali (Lawton, Marom, 2013). Ne conseguono dunque:

1. un notevole aumento del livello di rischio per i portafogli di innovazioni improntati su investimenti di *seed* ed *early stage*, in fasi quindi estremamente fluide e incerte della vita di un progetto innovativo, per cui l'incremento del tasso di cambiamento tecnologico genera un aumento esponenziale delle possibilità di fallimento o di superamento da una nuova tecnologia in tempi brevi;
2. una maggiore concentrazione dei fondi *incumbent* su realtà di *later* ed *expansion stage*, dove i margini di profitto da un'*exit di successo* sono sufficientemente elevati da bilanciare i rischi della partecipazione in equity.

Le implicazioni, per start-up, progetti ed idee innovative, sono rappresentate da una progressiva diminuzione delle opportunità di accesso ad un programma di venture capital financing, in favore di realtà imprenditoriali già in fase avanzata, e sufficientemente attrattive per gli *incumbent*.

Le due forze di cambiamento fin qui analizzate: le tensioni che dal 2007 hanno coinvolto i mercati finanziari globali, e l'aumento esponenziale nella velocità del cambiamento tecnologico, hanno prodotto implicazioni complementari sugli investimenti in innovazione, con il risultato di generare una significativa barriera all'entrata per un vasto universo di imprese innovative, e di dividere il mercato del Private Equity in due segmenti sempre più distanti per valore e tipologie di investimenti.

³⁰ Dynamic Capabilities: consistono nell'attitudine a concepire, attivare e gestire il cambiamento, per poter trarre sistematico vantaggio dalle innovazioni (Dogson, 2008: The Management of Technological Innovation)

La riduzione dell'esposizione dei fondi venture negli investimenti di *seed* ed *early stage* è un trend già avviato dalla bolla finanziaria di Internet, o più correttamente *dot.com bubble* nei primi anni 2000 (Goodnight, Green, 2010; Hege et al., 2003), di cui le recenti turbolenze finanziarie hanno tuttavia contribuito ad acuirne gli effetti. La parallela concentrazione delle attività in finanziamenti di *later stage* ed *expansion stage* è una conseguenza è una soluzione generata dalla necessità di focalizzare il core-business su profitti di medio periodo, in investimenti con un livello di rischio inferiore o comunque adeguatamente bilanciato da ricavi estremamente più elevati rispetto a qualsiasi partecipazione in imprese o progetti imprenditoriali nelle fasi iniziali (Valliere, Peterson, 2004).

Per ridurre i rischi crescenti, legati a cambiamenti estremamente rapidi nei mercati tecnologici e nei consumi, nonché agli effetti delle tensioni generate dai cicli macroeconomici, i *venture capitalist* hanno optato per una riconfigurazione del business e delle attività di portfolio verso investimenti in equity su società già affermate, con un mercato consolidato e una redditività elevata (Kedrosky, 2009).

Le operazioni chiave sono state quindi re-indirizzate dalla fase di *exploration*, propria degli investimenti di *seed* ed *early stage*, su idee e prototipi posizionati sulla frontiera della tecnologia con potenzialità elevate ma margini di profitto a lungo termine, verso la fase di *exploitation*, ugualmente indirizzata verso tecnologie innovative, ma generate da attori con una posizione di mercato già affermata, a cui il *venture capitalist* si affianca come partner strategico, non come finanziatore principale.

L'effetto generato dalla convergenza di cambiamenti ed evoluzioni, a partire dall'inizio del XXI secolo, sui mercati dell'high-tech e dei capitali per l'innovation financing, ha creato uno spazio estremamente ampio per soluzioni nuove e al tempo stesso compatibili con i rischi imposti dall'innovazione tecnologica incrementale. Il *Crowdfunding* rappresenta uno dei canali di finanziamento di maggiore interesse e impatto nel panorama dell'*innovation financing*. Il *crowd capital* ha fornito a startuper e innovatori la soluzione con il minore livello di rischio incorporato, permettendo ad essi di dividere importi elevati, non accessibili attraverso il finanziamento bancario per la mancanza di garanzie creditizie, ma allo stesso tempo non attrattivi per investitori di Venture Capital incumbent, in un vasto insieme di piccole donazioni individuali, da parte di una platea di investitori non specializzati (Pope, 2010).

E' stato dunque possibile intercettare e assorbire quel segmento di innovazioni, progetti e prototipi altrimenti esclusi da programmi di *venture capital financing* o dal

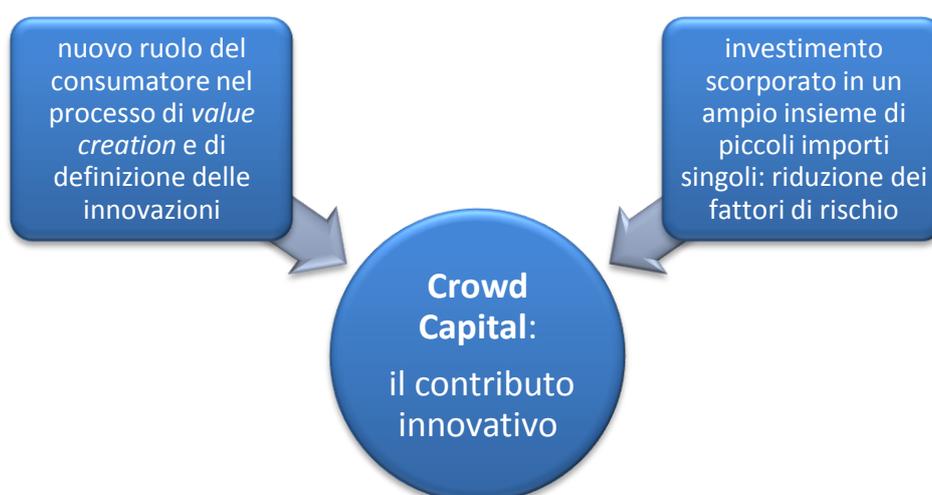
supporto di operatori attivi nell'*investment banking* (Van Wingerden et al., 2011). Tuttavia, le fonti principali di un successo tanto rapido ed esponenziale del *Crowdfunding*, come evidenziato nei dati presentati nel corso di questo capitolo, possono essere individuate nelle funzionalità innovative offerte tanto per startuper quanto per investitori.

Il valore aggiunto del *Crowd Capital* non si esaurisce nella funzione di investimento e nell'apporto di liquidità al progetto o alla campagna lanciata (*Capital*), ma esprime le potenzialità migliori in termini innovativi grazie all'emergere di un nuovo ruolo dei consumatori nella definizione e nella creazione di innovazioni (*Crowd*): non più come semplici utilizzatori finali di un servizio o di un prodotto, ma in qualità di attori pienamente coinvolti nel processo di design ed implementazione (Dahlander et al., 2009).

Il contributo crescente dei consumatori nella fornitura di feedback, suggerimenti critici, creatività e nuova conoscenza, attribuisce ai finanziamenti ottenuti tramite crowdfunding un impatto di assoluta novità, grazie al valore creato da entrambi i fattori. Le fasi di creazione, miglioramento e supporto dell'innovazione tecnologica assumono nuove caratteristiche e vengono ridefiniti i confini di tali processi, con l'emergere di nuove funzioni prima estranee a determinati players o specifiche di determinati attori (*fig. 1.10*).

Il *Crowdfunding* è uno strumento finanziario che ha riconfigurato modelli, framework operativi e protagonisti nei mercati dei capitali per l'innovazione (Belleflamme et al., 2013).

Fig. 1.10 Fonti di vantaggio competitivo e impatto innovativo del Crowdfunding



Fonte: elaborazione dell'autore da Belleflamme et al. (2010)

Il capitolo che seguirà, sarà incentrato ad ottenere una descrizione completa del fenomeno, dei principali cambiamenti introdotti e dei modelli operativi emersi dall'interazione fra finanziatori e startuper, a partire dal contributo della letteratura scientifica esistente e dei dati quantitativi fino ad ora raccolti, con l'obiettivo finale di delineare un possibile scenario sul panorama dell'*innovation financing* nell'immediato futuro, a partire da una ridefinizione dei ruoli e dei rispettivi segmenti di mercato nel binomio fra il Crowdfunding e il Venture Capital Financing.

Capitolo II

Il Crowdfunding e la sfida all'Equity Gap: evoluzione, players e caratteristiche dei nuovi modelli di innovation financing

2.1 Crowdfunding: le tre dimensioni di uno strumento finanziario innovativo

“There is widespread agreement that an equity gap exists for companies seeking small amounts of risk capital which constrains the development of the SME sector [...] it is particularly acute in peripheral regions which lack an indigenous venture capital industry”

C. Mason, R. Harrison (Closing the regional equity capital gap, 1995)

Nel Capitolo I abbiamo definito il *Crowdfunding* come la raccolta di finanziamenti attraverso *Internet*, con donazioni di piccolo importo da parte di un largo numero di donatori, secondo le linee guida delineate dal JOBS Act nel 2012. La definizione di cui ci siamo serviti è certamente sintetica, ma ci permette di evidenziare i tre elementi alla base del fenomeno:

1. L'utilizzo del *web come intermediario* per la raccolta, il controllo e la distribuzione finale di donazioni in denaro
2. La partecipazione degli utenti *Internet* in nuovo ruolo: quello di *consumatori finanziariamente attivi* nel processo di design, sviluppo e creazione di un prodotto
3. La *riduzione del rischio* associato all'investimento in progetti innovativi, ancora lontani dalla fase di lancio sul mercato di riferimento, scorporando la partecipazione finanziaria richiesta in un *ampio numero di piccole quote*.

Il principio alla base del crowdfunding, cioè di coinvolgere un pubblico generico di individui a partecipare finanziariamente, attraverso piccoli contributi, per la realizzazione di un progetto complesso, ha origini antiche, come ricordano Ordanini et al. (2011): facendo riferimento ad iniziative come la sottoscrizione di donazioni pubbliche, per sostenere la costruzione della Statua della Libertà, già nel 1883.

Possiamo individuare nel 2003, con il lancio della piattaforma online *ArtistShare*, il primo esperimento di crowdfunding su Internet, *con l'intermediazione di una piattaforma*. Il progetto si poneva l'obiettivo di coinvolgere il vasto pubblico di appassionati di musica, cinema e progetti artistici multimediali, direttamente nel processo creativo dei prodotti che avrebbero acquistato: brani musicali, come film. La piattaforma *ArtistShare* avrebbe svolto una posizione di intermediazione, con un mark-up per i servizi offerti del 30% sull'importo totale finanziato.

Il settore musicale e video è stato fra i più condizionati dalla progressiva digitalizzazione degli strumenti e delle tecniche di produzione, ma proprio per questo fra i più colpiti dai tentativi di riproduzione illegale e diffusione tramite il web. Ipotizzando che fosse proprio la distanza fra consumatori e industria musicale e cinematografica, alla base dei crescenti tentativi di pirateria, i fondatori di *ArtistShare* hanno sviluppato un processo di pieno coinvolgimento dell'utente finale nella fase che portava realmente valore aggiunto al prodotto finale, il processo creativo (Gordon, 2011).

Gli artisti avrebbero avuto l'opportunità, attraverso gli strumenti interattivi messi a disposizione dal web 2.0, di rendere il consumatore parte di quel valore, offrendo la possibilità di contribuire finanziariamente alla nascita del prodotto, di offrire contributi creativi nella fase di sviluppo, e di venire ricompensati con la possibilità di pre-ordine del prodotto, di partecipare agli eventi pubblicitari, o di veder riconosciuto il proprio supporto con un ringraziamento individuale pubblico (Belleflamme, Schwienbacher et al., 2010).

Il progetto *ArtistShare* ci permette di approfondire la relazione fondamentale alle origini del successo del crowdfunding: fra una *community*, un network in grado di aggregare individui in base a diversi tipi di stimoli o caratteristiche (chiavi di lettura), quali le stesse passioni, interessi, oppure obiettivi (Lerro, 2013), e i *fondatori* di un progetto o iniziativa di qualsiasi tipo, sociale, artistica o imprenditoriale.

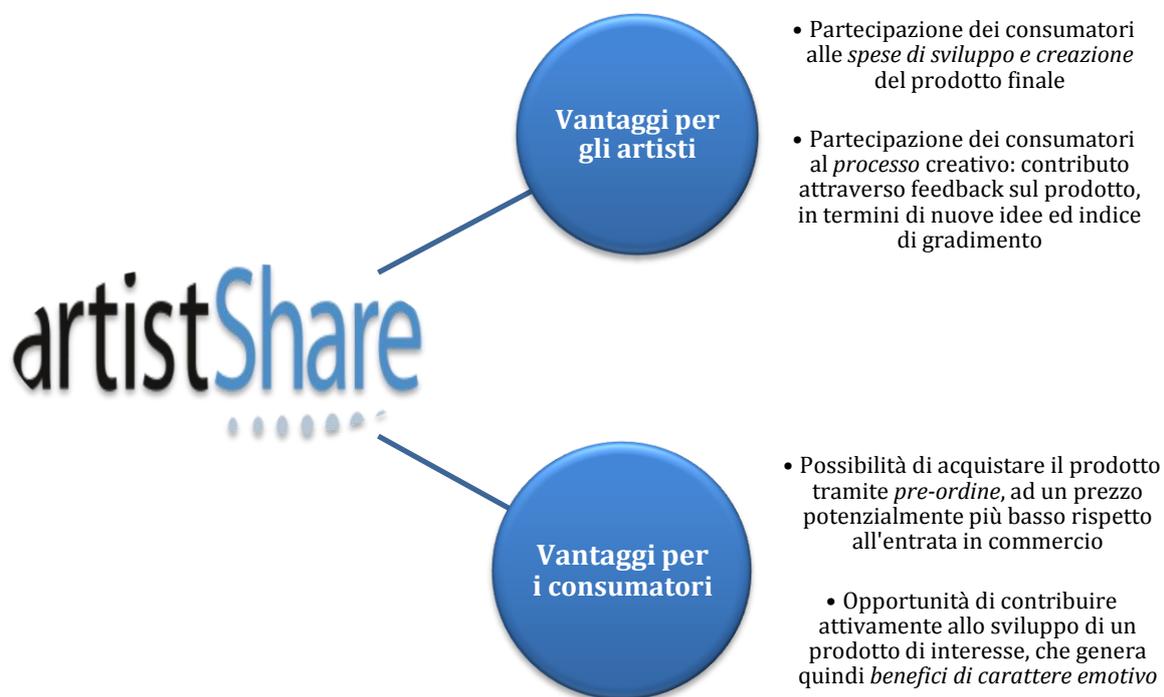
Il crowdfunding è un fenomeno che si afferma grazie agli strumenti messi a disposizione dal Web 2.0: la possibilità per ogni utente di creare e mettere in rete contenuti,

nonché usufruire di quelli caricati da altri utenti, ha generato negli anni un flusso estremamente ampio di informazioni.

Da qui, la necessità di rivolgersi a strutture organizzative più ristrette, network emersi dall'aggregazione di individui che condividono caratteristiche comuni (Lee, Persson, 2012).

Tramite *ArtistShare*, un artista ha la possibilità di coinvolgere nello sviluppo di un progetto una *community particolare e differenziata* di individui, che definiamo *web fan zone*, aggregata sulla base di un comune interesse per l'artista e per il prodotto creativo, dalla quale attingere feedback in termini di idee e contributi finanziari. Questo scambio inter-attivo consente di raggiungere per entrambe le parti due target, che definiremo più genericamente "finanziari" e "non finanziari" (fig. 2.1).

Fig. 2.1 Benefit per artisti e finanziatori: il caso ArtistShare



Fonte: elaborazione dell'autore da Belleflamme et al. (2010)

L'artista ottiene un contributo finanziario da parte del pubblico già nella fase creativa, piuttosto che nel solo momento della vendita, e riceve inoltre importanti feedback sul

prodotto, quali le caratteristiche preferite dai potenziali consumatori, ottenendo così rilevanti vantaggi competitivi. Dall'altra parte, gli utenti possono ricevere un riconoscimento per il loro contributo, che li ripaga del coinvolgimento emotivo in un progetto che li interessa e di cui si sentono parte, e ottenere dei vantaggi economici attraverso un pre-ordine del prodotto finale, con una partecipazione finanziaria potenzialmente inferiore ³¹ a quella da affrontare una volta che il prodotto sia in commercio.

Proprio a partire dal modello di intermediazione online offerto da *ArtistShare*, nel 2003, hanno sviluppato i propri progetti piattaforme come la statunitense *EquityNet* nel 2005, specializzata nella raccolta di capitale di rischio per imprese innovative, l'europea *SellaBand* nel 2006, che presentava una struttura simile ad *ArtistShare*, ma più complessa per opzioni e strumenti a disposizione, fino alle più grandi e diffuse *Indiegogo*, *Kickstarter* e *RocketHub* fra il 2008 e il 2009 (Belleflamme et al., 2010). Le campagne presentate e finanziate con l'intermediazione di una piattaforma rappresentano il framework operativo più comune a livello globale, per i vantaggi e la flessibilità offerti dagli strumenti disponibili, le maggiori garanzie per gli investitori, e l'opportunità di trarre vantaggio da community di investitori registrati e fidelizzati, come difficilmente una singola iniziativa *ad hoc* riuscirebbe ad aggregare (Agrawal et al., 2013).

Non sono rare, ma sicuramente di minore impatto a livello di un'analisi macroeconomica del fenomeno, le iniziative di crowdfunding senza l'intermediazione di piattaforme che forniscono lo spazio in cui condividere informazioni e gli strumenti per avviare la campagna e raccogliere le donazioni. Una delle campagne di crowdfunding di maggior successo, senza l'agevolazione di intermediari online, è stata la raccolta di finanziamenti per la candidatura presidenziale di Barack Obama nel 2008: rispetto alla somma complessiva, più del 50% delle donazioni era di importo inferiore o uguale a 200 \$ (Hemer, 2011).

L'utilizzo di Internet come strumento e realtà in cui progettare, concretizzare e diffondere una campagna di fundraising, è il primo degli elementi peculiari del crowdfunding, ma possiamo osservare un secondo aspetto strategico che accomuna operatori e campagne fin qui menzionati: il tipo di soggetti specifici a cui sono indirizzate le campagne di fundraising.

³¹ Lerro, 2013 riporta il caso della pubblicazione di un album musicale da parte della cantante sudafricana Verity Price, nel 2005: la campagna di crowdfunding presupponeva l'opportunità di effettuare un pre-ordine del disco da parte dei fan, ad un prezzo ipotizzato più basso di quello che sarebbe stato proposto in fase di commercializzazione. Una volta in commercio, tuttavia, il prodotto presentò un prezzo ancora inferiore, annullando qualsiasi vantaggio economico per i consumatori che avevano partecipato alla campagna di crowdfunding.

Si tratta di consumatori che non sono semplicemente fruitori di un output finale, ma che partecipano attivamente e finanziariamente alla creazione e allo sviluppo di un prodotto.

Osserviamo, per quanto concerne questo aspetto, una rilevante correlazione fra il crowdfunding e il fenomeno del *crowdsourcing*: la strategia di esternalizzazione di precise funzioni e competenze aziendali, verso un pubblico generico di individui. Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2010) si spingono oltre la chiara similitudine fra i due concetti, definendo il crowdfunding come evoluzione, in ambito finanziario, di funzioni e strategie tipiche del *crowdsourcing*.

Jeff Howe, in una pubblicazione su *Wired Magazine* del giugno 2006, è stato il primo a utilizzare specificamente il termine ³² per definire: la tendenza crescente delle imprese a trasferire, tramite un invito aperto, processi aziendali prima interni verso un gruppo esterno indefinito e generalmente ampio di individui.

Si tratta dunque di un'iniziativa, rivolta nella maggior parte dei casi attraverso Internet, per coinvolgere i consumatori o più generalmente gli utenti web nel processo di *value creation* di una impresa, prima caratterizzato da un indirizzo strategico top-down, e ora aperto con la pratica del crowdsourcing a nuovi framework collaborativi ed interattivi fra il management ed i network di individui esterni all'azienda. Un consumatore, prima unicamente utilizzatore finale del prodotto, diventa attraverso il crowdsourcing parte attiva del processo produttivo, generando valore aggiunto per il prodotto attraverso il suo contributo creativo.

Il profitto per l'impresa, in termini di idee su potenziali problemi posti dalla quotidiana amministrazione aziendale, o di feedback sull'output in produzione, è estremamente più elevato del guadagno degli individui che partecipano all'attività di crowdsourcing, che viene fornito dall'azienda e solitamente varia in base all'entità e alla complessità della questione proposta.

Kleemann, Voss e Rieder (2008) hanno sviluppato l'espressione "*working consumer*" per comprendere sinteticamente le nuove funzioni aggiunte rispetto al semplice consumo finale : il consumatore che interagisce nelle pratiche di crowdsourcing, attraverso gli strumenti offerti dal web 2.0, è parte attiva del processo produttivo, impiegabile allo stesso modo di un lavoratore sotto contratto presso l'azienda, il capitale umano in suo possesso è un asset economicamente quantificabile, e la sua attività può essere monitorata e indirizzata dal management. Gli obiettivi, per cui una impresa potrebbe ritenere profittevole attivare

³² Jeff Howe: The Rise of Crowdsourcing, pubblicato su *Wired Magazine* 06/2006

operazioni specifiche di crowdsourcing sono molteplici, e dipendono largamente dalla tipologia di attività aziendale coinvolta: può trattarsi della fase di produzione, sviluppo, design del prodotto, oppure di iniziative per acquisire vantaggi competitivi su questioni o problemi particolari, attraverso il contributo di un largo numero di idee, fino all'utilizzo dei feedback ottenuti come primo test di mercato per futuri prodotti.

E' importante comprendere allo stesso tempo quali motivazioni spingano i consumatori a partecipare ad iniziative di *outsourcing* di questo tipo, e sempre Kleemann et al. (2008) propongono due principali stimoli: motivazioni estrinseche, quali la ricerca di profitto, ricompense o benefit tangibili, e motivazioni intrinseche, di fatto le più condizionanti³³, configurabili nella soddisfazione personale o nel divertimento nello svolgere una determinata funzione.

Una campagna di *crowdfunding* e una strategia di *crowdsourcing* hanno ben più di un aspetto in comune: l'utilizzo degli strumenti interattivi del web 2.0 e il coinvolgimento di una platea ampia di utenti, stimolati o già individualmente motivati a contribuire ad un determinato progetto. Inoltre, come già osservato in *ArtistShare*, anche il crowdfunding può rappresentare uno strumento utile per ottenere (*indirettamente*) feedback sul prodotto, fornendo informazioni rilevanti sul gradimento dei consumatori. Ciò che li differenzia, è la tipologia di contributo che i consumatori sono disposti ad offrire; nel crowdfunding, l'invito rivolto ai network di utenti è di partecipare *finanziariamente* allo sviluppo di un progetto sociale, artistico, o imprenditoriale (Braet, Spek, 2010).

Sulla base di queste caratteristiche comuni, Schwienbacher e Larralde (2010) propongono una definizione di crowdfunding derivata direttamente dalla sintesi di *crowdsourcing* offerta da Kleemann (2008)³⁴: si definisce crowdfunding un invito aperto tramite il web a contribuire finanziariamente, tramite donazioni pure o in cambio di qualsiasi forma di ricompensa e/o diritto di voto, per sostenere iniziative basate su proposte specifiche.

Il finanziamento complessivo, che viene offerto dagli utenti, può variare significativamente, ma è contenuto in un range per cui una campagna di crowdfunding rappresenta spesso l'unica opzione possibile. Un ampio numero di iniziative sociali o di

³³ Kleemann, Voss, Rieder (2008) nella ricerca "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing" supportano la tesi di Dabholkar et al. (2003), svolta tramite un questionario su un largo numero di partecipanti ad iniziative di crowdsourcing, che rivelano in una scala di valori l'importanza di alcune determinanti: compenso ricevuto, soddisfazione nel sentirsi parte di un processo interno alla società etc. I risultati mostrano il peso critico delle motivazioni intrinseche, a scapito di quelle estrinseche, certamente importanti ma non decisive.

³⁴ "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 [...]" Kleemann, Voss, Rieder (2008): "Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing".

progetti artistici non supera come valore medio di cash-need 20.000 \$, mentre la dimensione media di un investimento in progetti imprenditoriali, per cui il crowdfunding diventa una strategia per raccogliere capitali di seed stage, è di circa 200.000 \$ ³⁵.

Per la prima tipologia, che può comprendere progetti generici (fundraising per eventi, raccolta di finanziamenti per iniziative artistiche o commerciali) e programmi configurabili più precisamente come *social venture*, progetti innovativi con obiettivi di tipo sociale o ambientale (Lehner, 2013), l'importo medio è difficilmente affrontabile da un individuo o da un ristretto gruppo di soggetti, ma altrettanto escluso dall'interesse di qualsiasi investitore istituzionale. Il crowdfunding diventa quindi lo strumento attraverso cui scorporre il valore complessivo necessario, in piccole quote di importo unitario ridotto, che possono essere fornite tramite donazioni da una platea di utenti, sensibili o interessati agli obiettivi del progetto.

Il crowdfunding diventa uno strumento innovativo anche per progetti con potenziali ricadute imprenditoriali o start-up alla ricerca di finanziamenti iniziali. Questa tipologia di iniziative presentano spesso un cash-need al di sotto degli standard di valore richiesti da investitori istituzionali, business angel o fondi venture, prospettive di profitto troppo basse per essere considerate attrattive, oppure un prodotto sulla frontiera tecnologica, che dovrà essere lanciato in segmenti di mercato ancora in formazione e dal futuro incerto, per cui associato a rischi troppo elevati.

Una strategia di seed financing attraverso una campagna di crowdfunding, consente all'impresa innovativa di diluire sia i fattori di rischio che l'importo troppo elevato per essere affrontato direttamente dall'imprenditore, dal nucleo familiare o dalle reti di amicizie ³⁶, in un ampio numero di partecipazioni di valore unitario ridotto (Belleflamme et al., 2013). Quello che si osserva, è una realtà estremamente ampia e diversificata di progetti, iniziative sociali, no-profit, imprenditoriali, e una serie di strategie e tecniche di crowdfunding diverse fra loro, in continua evoluzione sulla base delle esigenze e dei feedback provenienti da startupper e finanziatori.

In ciascuna delle categorie precedentemente analizzate, individuiamo imprenditori o più genericamente fondatori (*founders*), con *obiettivi diversi* (iniziative no-profit, profit-oriented, o dalle prospettive in evoluzione e ancora non chiare), *tecniche di fundraising differenti* (donazioni pure, ricompense finanziarie o benefit tangibili, come un pre-ordine del

³⁵ Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

³⁶ Tipologie di investitori secondo Schwienbacher: par. 2.1, pag. 5.

prodotto ed intangibili, come la menzione nei *credits* di un progetto multimediale, fino ad investimenti in equity per imprese innovative), e motivazioni intrinseche ed estrinseche dei sostenitori (*project backers*) altrettanto diversificate (sensibilità per un'iniziativa sociale, oppure prospettive di profitto da un investimento in equity).

Fig. 2.2 Le tre dimensioni strategiche del Crowdfunding

Uso di Internet	Ampia platea di finanziatori	Importo singolo ridotto
<p>Offre strumenti per l'interazione fra gli utenti (web 2.0)</p> <p>Stimola l'aggregazione dei consumatori in community specifiche, associati sulla base di precise chiavi di lettura</p>	<p>I sostenitori contribuiscono finanziariamente allo sviluppo e di un prodotto o di una iniziativa</p> <p>Derivazione dalle funzioni del "working consumer" proprio delle strategie di crowdsourcing</p>	<p>Permette di scorporare un importo troppo elevato per singoli individui in molte piccole quote</p> <p>Diluisce su più persone il rischio associato a progetti innovativi</p>

Fonte: elaborazione dell'autore da Schwienbacher, Larralde (2010)

2.2 Variabili, dinamiche e obiettivi di una campagna di crowdfunding: una possibile classificazione del fenomeno in quattro modelli

In base a quanto osservato finora, il crowdfunding rappresenta un fenomeno diversificato e dinamico, vista la continua evoluzione del panorama dei progetti sostenuti, delle campagne avviate, delle modalità di finanziamento.

La definizione che abbiamo precedentemente considerato, proposta da Schwienbacher e Larralde (2010)³⁷, descrive indirettamente tre possibili tecniche di fundraising:

³⁷ Definizione di Crowdfunding secondo Schwienbacher, Larralde (2010): par. 4.1, pag. 23.

1. la *donazione pura*, associabile a progetti o iniziative tipicamente non profit, non in grado dunque di ricompensare i sostenitori con benefit tangibili di qualsiasi natura;
2. il finanziamento in cambio di *una ricompensa in asset tangibili* di qualsiasi tipo, finanziario e non (può trattarsi, ugualmente, di iniziative che prevedono di distribuire una percentuale degli utili futuri ai sostenitori, come di imprese innovative che consentono un pre-ordine del prodotto prima dell'entrata in commercio); in casi più particolari, la *ricompensa* considerata può coincidere con la *restituzione della somma* finanziata più una ridotta percentuale di interessi, che rende questo particolare tipo di finanziamento estremamente simile al microcredito (*peer-to-peer lending*);
3. il supporto finanziario del pubblico assimilabile ad un investimento vero e proprio, al fine di *raccogliere capitali di seed stage* per start-up e progetti innovativi (è prevista, oltre alla suddivisione futura dei profitti, anche la partecipazione alla vita societaria attraverso *l'esercizio del diritto di voto*, come se si trattasse dell'acquisizione di quote azionarie rilevanti).

Ognuna di queste tre tecniche di finanziamento dipende dagli strumenti messi a disposizione dalle piattaforme, ma un elemento comune è l'obbligo di indicare un soglia di capitale richiesto (*threshold*), raggiunto il quale la campagna di crowdfunding potrà definirsi completata; sempre più spesso, inoltre, al target finanziario è associata una soglia temporale entro la quale deve essere raggiunto, perché la campagna abbia successo.

Dalle caratteristiche osservate per ciascuna strategia, emerge una *relazione fra le aspettative di due soggetti*: startuper, o più genericamente fondatori di un iniziativa, e finanziatori (Rubinton, 2011).

Per comprendere come si sviluppa la relazione evidenziata, risulta particolarmente efficace la proposta di Mollick (2013) di evidenziare due variabili: *gli obiettivi del fondatore di un progetto innovativo*, finanziato tramite crowdfunding (può trattarsi, come visto, di social venture, di una iniziativa artistica o culturale, di un evento, di un prodotto tecnologico, come di una start-up, o più genericamente di un progetto profit-oriented o non profit), e *gli obiettivi*

dei finanziatori/sostenitori di una campagna di crowdfunding (partecipazione finalizzata a ricavare profitti futuri, benefici tangibili di natura non finanziaria o non tangibili, quali soddisfazione personale e divertimento). Startupper, artisti, fondatori di iniziative sociali o di eventi (*founder*), scelgono di intraprendere una campagna di finanziamento attraverso crowdfunding per obiettivi strettamente dipendenti dalla tipologia di progetto proposto.

Un vasto range di iniziative *una tantum*, come eventi, campagne di promozione sociale o piccoli progetti artistici, presentano un target di capitale richiesto che spesso non supera in media i 1400 \$³⁸ e una community di finanziatori rappresentata spesso da membri del nucleo familiare e amici (Agrawal et al., 2011). Sono compresi all'interno di questa categoria molti progetti di *social venture*, con obiettivi primari ad impatto sociale ed ambientale, che ambiscono a diventare finanziariamente indipendenti (Lehner, 2013). Per progetti innovativi o start-up alla ricerca di capitali iniziali, ma non attrattivi per investitori tradizionali, per la dimensione ridotta del progetto e del cash-need, o per utili attesi per gli investitori (*ROI, return on investment*) considerati troppo bassi, una campagna di crowdfunding diventa uno strumento per ottenere seed money in grado di porre le basi per la nuova attività.

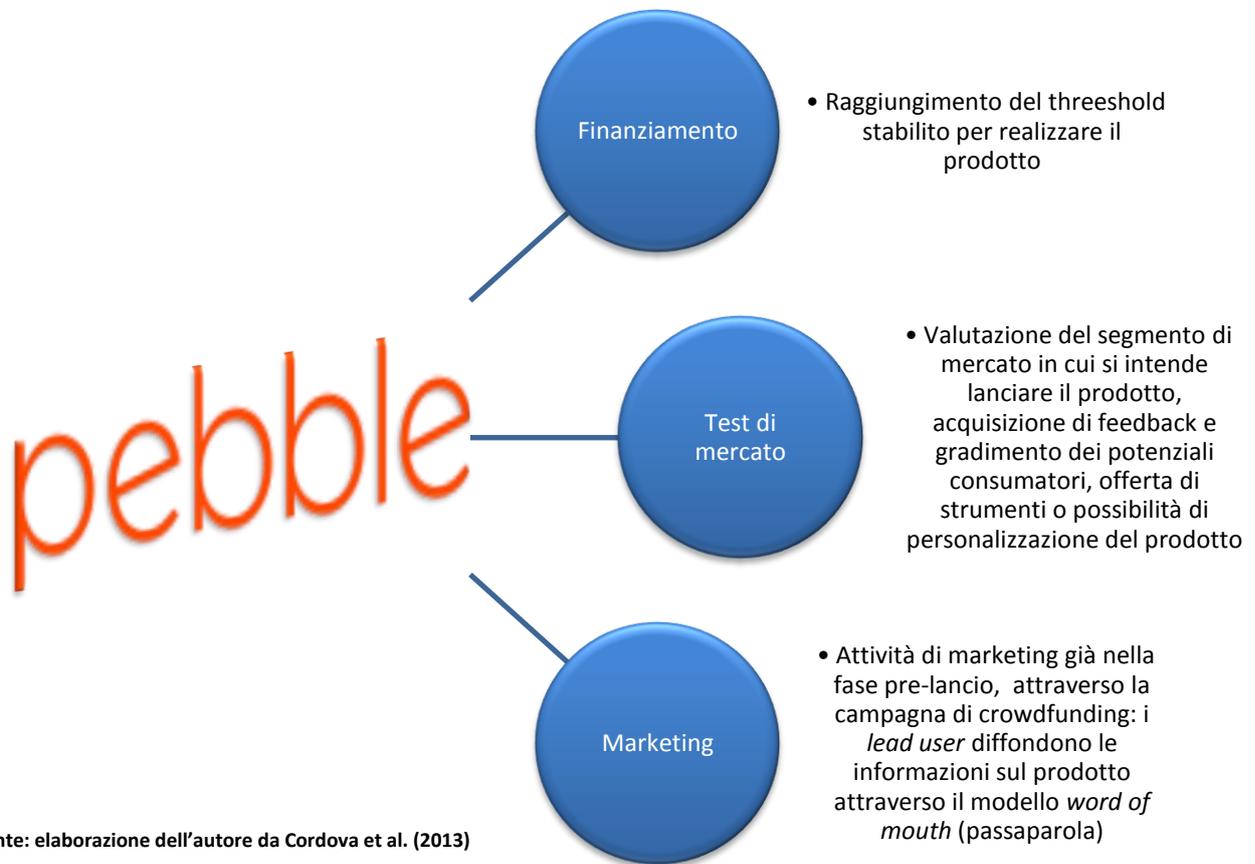
Mollick (2013), propone un terzo ulteriore obiettivo per cui optare per una strategia di crowdfunding: la possibilità di diffondere informazioni preliminari su un prodotto in vista del suo lancio, e la funzione dei sostenitori non solo come canale di finanziamento, ma come community di consumatori (*lead user*) da cui ottenere feedback importanti sul mercato.

E' di esempio il caso "*Pebble smart watch*", il prodotto tecnologico di maggior successo presentato su una piattaforma di crowdfunding (*fig. 2.3, pagina successiva*). *Pebble* è un orologio digitale a cristalli liquidi ideato da Eric Migicovsky, lanciato su *Kickstarter* e sviluppato da Pebble Technology Corporation, con un target di finanziamento pari a 100.000\$, ma che ha raccolto in breve tempo oltre 10 milioni di dollari³⁹; il progetto non era stato inizialmente considerato da diversi investitori di Venture Capital, a cui era stata proposta la partecipazione, a causa di rilevanti perplessità sul gradimento dei consumatori e sulla difficoltà del settore di posizionamento: *l'hardware development*. Solo dopo gli impressionanti risultati raggiunti, e l'altissimo numero di sostenitori (oltre 68.000 potenziali consumatori interessati ad acquistare il prodotto prima del lancio sul mercato), ha ottenuto un ulteriore finanziamento di start-up da parte dell'acceleratore USA specializzato in compagnie hi-tech, Y Combinator.

³⁸ Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

³⁹ Kickstarter: Pebble, E-paper watch for iPhone and Android /www.kickstarter.com

Fig. 2.3 Tre obiettivi di una campagna di CF: il caso Pebble



Una campagna di crowdfunding può dunque rappresentare un valido strumento per testare il gradimento dei consumatori sul potenziale mercato di sbocco (Tam, 2012), e funzionare da strategia di marketing per suscitare l'interesse del pubblico su un determinato prodotto, che può essere impostato su un design di base che consenta la personalizzazione da parte dei finanziatori.

Abbiamo quindi individuato tre obiettivi per i fondatori di un progetto o iniziativa finanziata attraverso il crowdfunding:

1. Ottenere somme di capitale di valore per avviare iniziative o progetti unici;
2. Raccogliere capitale di rischio per l'inizio di una attività imprenditoriale innovativa (seed money);

3. Effettuare un test di mercato sull'opinione dei potenziali consumatori, sensibilizzare gli utenti sul prossimo lancio di un prodotto sul mercato, sfruttando la rapidità della diffusione di informazioni all'interno e fra le community di utenti Internet, oppure coinvolgere gli investitori nella realizzazione, personalizzazione e design della campagna e del progetto o prototipo.

Per quanto riguarda le motivazioni dei sostenitori (*project backers*), abbiamo precedentemente considerato una suddivisione più generale, in *estrinseche* ed *intrinseche*, sulla base degli elementi di somiglianza con le strategie di crowdsourcing. Possiamo ora qualificare meglio le varie aspettative dei finanziatori, proprio sulla base delle tre tipologie di fundraising prima descritte: la donazione senza alcun tipo di ritorno promesso dal fondatore al sostenitore, il finanziamento con successiva ricompensa, che può essere tangibile (pre-ordine o divisione degli utili dalla vendita, gadget o iniziative simboliche di ringraziamento per il supporto) o intangibile (menzione nei *credits* di un progetto discografico, ringraziamento individuale pubblico), ed infine l'investimento in progetti imprenditoriali, con successivo ritorno in termini finanziari (*ROI*) e di partecipazione alle vicende dell'impresa con l'esercizio del diritto di voto (in qualità di *shareholder*).

La ricerca quantitativa di Kuppuswamy e Bayus (2013), sulle motivazioni razionali che spingono un individuo a supportare finanziariamente una campagna di crowdfunding, prendendo in esame il caso della piattaforma *Kickstarter*, individua analogamente tre tipologie di sostenitori: donatori, finanziatori, investitori (*donors, funders, investors*).

Alla prima strategia di fundraising, che prevede la semplice donazione, partecipano sostenitori il cui obiettivo è offrire un contributo monetario, senza alcuna aspettativa di ricompensa, ad una iniziativa nella quale identificano un rilevante *valore morale o simbolico*, e per il quale sono disposti ad effettuare un atto altruistico. Agrawal et al. (2013) sottolineano l'importanza del *coinvolgimento emotivo*, per i partecipanti a campagne di crowdfunding questo tipo: difficile da sintetizzare quantitativamente, ma decisivo nella scelta di effettuare uno sforzo economico (il valore dell'importo non è rilevante).

Differenti sono invece gli stimoli alla base del contributo in iniziative di crowdfunding che prevedono un certo tipo di ricompense per il finanziatore.

Gli obiettivi in questo secondo caso comprendono un panorama piuttosto vasto, e possono essere di natura *finanziaria e tangibile non finanziaria*, come ricevere i profitti dalla

futura vendita di un prodotto, o di ottenere determinati benefit in quanto primi consumatori (ne è un esempio l'opzione di pre-ordine), oppure di natura non finanziaria e non tangibile, che coinvolge comunque il lato emotivo e la sensibilità del finanziatore, come la menzione pubblica fra i sostenitori del progetto o il ringraziamento dei fondatori in un evento pubblico. Rappresenta un caso particolare l'aspettativa di ottenere di nuovo la somma versata più una percentuale di interessi sull'importo: questo obiettivo rende assimilabile il finanziatore ad un creditore istituzionale, eccetto che per l'importo prestato e il tasso d'interesse, quest'ultimo di solito ridotto a valori simbolici. Nei modelli di crowdfunding più simili al microcredito, i benefit immateriali (per esempio la soddisfazione a sostenere attraverso un piccolo contributo in prestito, un'impresa in difficoltà o alla ricerca di capitali iniziali) svolgono un ruolo altrettanto importante dei benefit materiali (la restituzione della somma con gli interessi maturati).

Nella terza tipologia di crowdfunding, il sostenitore partecipa ad un investimento in equity che genererà degli utili futuri, e che gli darà la possibilità di partecipare alla direzione strategica del progetto in cui deciderà di versare il suo contributo. In questo caso, il rapporto fra investitore e fondatore del progetto si basa prevalentemente sulle aspettative di profitto a lungo termine (Kuppuswamy, Bayus, 2013).

Abbiamo dunque individuato *tre* principali strategie di crowdfunding, ognuna delle quali basata su una relazione fra due soggetti, fondatore del progetto proposto (*founder*) e potenziale sostenitore (*project backer*): entrambe le figure presentano dei rispettivi obiettivi e aspettative: il raggiungimento del target di fundraising attraverso la tecnica di crowdfunding prescelta per il primo, e il raggiungimento di determinati benefit (tangibili e non), che si differenziano in base alla tecnica adottata, per il secondo.

Sulla base degli elementi fino ad ora descritti: la *strategia di fundraising*, gli obiettivi *degli startuper* e gli *obiettivi dei sostenitori*, siamo in grado di definire analiticamente, con il contributo della letteratura, i diversi modelli di crowdfunding sui quali è possibile impostare una campagna. Le ricerche qualitative e quantitative più approfondite, sul panorama globale del crowdfunding, sono prodotte da Massolution (www.crowdsourcing.org), che classifica il fenomeno in *quattro* principali modelli:

1. *donation-based*, fondato sul modello della donazione semplice;

2. *reward-based*, strutturato sulla condivisione dei profitti (profit-sharing) o su altri tipi di ricompense tangibili;
3. *lending-based*, basato sul modello del microcredito;
4. *equity-based*, funzionale alla raccolta di seed money per imprese innovative.

Rispetto alle *tre* tipologie di fundraising evidenziate all'inizio di questa analisi a partire dalla definizione di Schwienbacher et al. (2010), Massolution e gran parte della letteratura distinguono le strategie di crowdfunding affini al microcredito dalla più generale tipologia *reward-based*, portando i modelli a quattro con l'aggiunta del *lending-based crowdfunding*. Il microcredito, (*peer-to-peer lending*), presenta infatti delle caratteristiche estremamente simili al crowdfunding *reward-based*, ma anche diversi elementi di differenziazione.

Donation-based: Si configura come crowdfunding *donation-based*, una campagna di fundraising che non prevede alcun tipo di ricompensa finanziaria o non finanziaria tangibile per il finanziatore, che effettua una donazione a scopo puramente altruistico o per sensibilità particolari verso una causa. E' un modello estremamente diffuso, che ha permesso di raccogliere all'inizio del 2013 oltre 950 milioni di dollari, con un target medio per campagna di circa 1400 \$ ⁴⁰: l'impatto ridotto delle singole campagne, rispetto all'elevato importo complessivo raccolto a livello globale, ci mostra la grande diffusione del fenomeno. Rispetto alle altre tipologie di crowdfunding, le piattaforme donation-based non prevedono sempre un *threshold* con limiti temporali molto stretti (spesso ≥ 90 giorni), dal momento che si tratta nella maggioranza dei casi di iniziative sociali e ambientali (Lehner, 2013), piuttosto che di prodotti da sviluppare e commercializzare, con obiettivi di business e scadenze più stringenti.

La britannica *JustGiving*, è la piattaforma leader nel campo del donation-based crowdfunding, con oltre 13.000 cause sociali finanziate con successo dalla fondazione, nel 2001, alla fine del 2013, e un importo complessivo raccolto, in dodici anni di attività, che supera i 700 milioni di sterline ⁴¹. La partecipazione degli utenti è motivata dalla sensibilità

⁴⁰ Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

⁴¹ I dati societari sono pubblici e consultabili su JustGiving.com

verso cause sociali o campagne di solidarietà, senza alcuna aspettativa di ritorno finanziario: la piattaforma consente inoltre ai donatori di coprire il costo delle commissioni (5%), attraverso il versamento di un extra 5% dalla somma donata.

Reward-based: Rispetto alle donazioni complessive raccolte dal modello *donation-based*, il crowdfunding *reward-based* presenta un impatto ridotto, con un valore complessivo dei finanziamenti che, sempre alla fine del 2012, superava di poco i 350 milioni di dollari ⁴². Rappresenta tuttavia una strategia piuttosto complessa visto l'ampio panorama di opzioni a disposizione del fondatore della campagna per offrire un determinato tipo di ricompensa ai sostenitori. Può trattarsi di benefit intangibili, quali la possibilità di incontrare il *founder* della campagna, come nel caso di molti progetti musicali o artistici presentati su *RocketHub* o *Kickstarter*, oppure di ricevere un ringraziamento pubblico sulla propria pagina social o nei *credits* del prodotto, come nel caso precedentemente visto di *ArtistShare*.

Piattaforme come *SellaBand*, specializzate nella presentazione di campagne di fundraising per progetti e prodotti musicali emergenti, mettono a disposizione degli artisti la possibilità di offrire una ricompensa sotto forma di *profit-sharing*, distribuendo ai finanziatori una percentuale dei potenziali guadagni dall'entrata in commercio del prodotto.

Più spesso, l'interesse dei finanziatori riguarda la possibilità di essere i primi consumatori ad ottenere il prodotto, configurando il finanziamento come un pre-ordine: lo startuper presenta il progetto indicando fra le informazioni relative il potenziale risparmio ottenibile effettuando un pre-ordine, come in uso in *Kickstarter*, *Indiegogo* e *SellaBand*. Il pre-ordine del prodotto è una ricompensa tangibile offerta al finanziatore, ma nella gran parte dei casi una campagna di crowdfunding mette a disposizione un vasto raggio di ricompense per il *project backer*, attivabili a seconda dell'importo versato.

Possiamo prendere nuovamente ad esempio il caso di *Pebble*, l'orologio digitale: il pre-ordine del prodotto era reso disponibile per donazioni di importo ≥ 99 \$; per donazioni di valore inferiore, a partire da 1 \$, venivano offerti in cambio ringraziamenti pubblici per il sostegno oppure gadget di varia natura. Le opzioni di ricompensa per i finanziatori vengono dunque attivate in una scala crescente relativamente all'importo versato, e questo elemento è diventato gradualmente comune nella maggior parte delle campagne di crowdfunding *reward-based*: a partire da benefit intangibili, come la soddisfazione per il contributo riconosciuto

⁴² Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

attraverso una menzione pubblica, si arriva alla fornitura di gadget, partecipazione esclusiva ad eventi pubblicitari fino al pre-ordine del prodotto.

Lending-based: Per diffusione e valore complessivo dei capitali raccolti, è il *lending-based crowdfunding* a posizionarsi secondo i dati Massolution (2013) come il modello prevalente, in grado di raccogliere complessivamente nel solo 2012 oltre 1 miliardo di dollari⁴³. Al finanziatore, che versa una somma generalmente modesta in prestito, viene promessa la restituzione maggiorata di interessi, senza ulteriori garanzie, in un modello analogo al microcredito. Nel sistema del microcredito, sono gli individui stessi che, al posto dei creditori istituzionali, erogano piccole somme di denaro, con previsioni di interessi e assenza di garanzie sul default, le quali vengono ripagate con rate di importo ridotto per un intervallo temporale a medio/lungo termine (Sapovadia, 2006).

Le piattaforme di crowdfunding specializzate nel *lending-based*, rappresentano una rilevante evoluzione del microcredito, dal momento che sostituiscono al semplice *agreement* fra due parti, un modello di intermediazione che pur non prevedendo comunque garanzie sul default, come nel microcredito tradizionale, facilita l'erogazione e la restituzione del prestito, offrendo una vasta possibilità di opzioni sugli interessi e sulla distribuzione delle rate di restituzione. Le piattaforme di crowdfunding specializzate in iniziative di microcredito sono, inoltre, un utile strumento per diluire il rischio per il finanziatore.

La piattaforma britannica *Zopa*, che presenta il valore aggregato dei capitali raccolti più alto a livello mondiale, mostra una frazione di progetti incorsi in default appena dello 0.1%, e come osserva Lerro (2013), laddove l'importo viene versato alla piattaforma, e solo indirettamente e con un secondo passaggio trasferito alle singole richieste di credito, la somma viene spesso scorporata su più richieste, per diluire il rischio associato ad un prestito concentrato su un solo progetto.

Mollick (2013) individua inoltre una forte componente emozionale nella scelta di contribuire ad iniziative di *lending-based crowdfunding*: il finanziatore riceve un interesse sulla somma prestata generalmente ridotto, ma rappresenta uno stimolo decisivo la volontà di aiutare con un modesto contributo piccole imprese in espansione o in difficoltà, così come progetti innovativi in attesa di entrare in attività, sentendosi parte di un'iniziativa socialmente utile.

⁴³ Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

Equity-based: La ricerca di capitali di rischio tramite una campagna di crowdfunding, per avviare un'attività imprenditoriale, o per sostenere finanziariamente l'espansione di un'impresa innovativa già esistente, in nuovi progetti o settori, si definisce *equity crowdfunding*. Osservando i dati Massolution (2013), l'*equity crowdfunding* rappresenta la realtà con le performance peggiori in termini di valore aggregato dei capitali raccolti: solo 115 milioni di dollari nel 2012, tuttavia con un target di finanziamento medio di 190.000 \$⁴⁴, significativamente più alto che in qualunque dei modelli precedentemente descritti.

Una valida motivazione sull'impatto ridotto registrato nei dati, sta certamente nelle difficoltà di adattamento alle diverse legislazioni nazionali (Lawton et al., 2012). Nel paragrafo 1.1, abbiamo discusso delle implicazioni del JOBS Act per la raccolta di capitale di rischio online, nella prospettiva di fornire un quadro normativo aggiornato e dunque predisposto ad una più facile diffusione dell'*equity crowdfunding* negli USA.

Si è trattato in ogni caso di un percorso complesso. Dell'intero testo, solo i titoli I, V e VI sono diventati effettivi al momento dell'entrata in vigore dell'atto. E' stato necessario attendere il 23 settembre 2013, per ottenere dalla *US Securities and Exchange Commission* (SEC) il completamento della regolamentazione sul titolo II, riguardante l'intervento della SEC per garantire trasparenza e chiarezza delle informazioni, nei casi di sollecitazione del pubblico risparmio, per raccogliere capitali di rischio di seed ed early stage; infine, solo nell'ottobre 2013 è stata avviata la proposta di adozione ed il procedimento di implementazione del titolo III. L'*equity crowdfunding* rappresenta tuttavia un modello di assoluta rilevanza strategica per i cambiamenti che sta gradualmente sostenendo nei canali di accesso ai capitali di rischio e nelle opportunità per le imprese innovative.

Le ripercussioni principali, si possono osservare nel quadro degli investitori. Il Venture Capital, nei soli Stati Uniti d'America, presenta un valore aggregato annuale degli investimenti che nel 2013 ha raggiunto quasi i 30 miliardi di dollari. Eppure, si tratta di un mercato con una realtà di operatori altamente specializzati, e dunque piuttosto ridotto e non facilmente accessibile per qualunque tipo di investitori. Come fa notare Frutkin (2013), l'*equity crowdfunding* potrebbe aumentare il potenziale del Venture Capital in maniera esponenziale, rendendo accessibile a chiunque la possibilità di investire attivamente denaro in imprese innovative e start-up: una stima di Barnett (2013) ipotizza uno scenario di crescita del *venture money*, entro il 2018, da 30 miliardi a 300 miliardi di dollari⁴⁵. La partecipazione in *equity*, attraverso importi singoli ridotti rispetto agli investitori istituzionali, e tramite

⁴⁴ Massolution, Crowdfunding Industry Report 2013: www.crowdsourcing.org.

⁴⁵ Chance Barnett su Forbes Magazine: JOBS Act title III, Investment will be Democratized, Moving Online, 10/2013.

l'intermediazione di piattaforme specializzate, renderà possibile contribuire alla crescita di progetti innovativi, start-up o imprese già in fase di early stage, per un insieme potenzialmente illimitato di nuovi investitori comuni, aumentando la disponibilità di *seed money* per molte iniziative altrimenti fuori dall'interesse dei grandi investitori.

Assume però una dimensione critica la tutela di quel nuovo panorama di investitori non specializzati (*il crowd*), pronti ad entrare in un mercato ad alto rischio. Il titolo III del JOBS Act, in via di implementazione da parte della SEC, strutturerà la sicurezza per gli investitori stabilendo una relazione fra quote di capitale che è possibile investire in *equity crowdfunding* e reddito individuale: al di sotto dei 100.000 \$ annui, sarà possibile investire un importo ≤ 2000 \$ o comunque non oltre il 5% del patrimonio netto, mentre per redditi al di sopra dei 100.000 \$, la soglia limite sarà fissata a non oltre il 10% del patrimonio netto ⁴⁶.

Come è possibile osservare, il funzionamento dell'*equity crowdfunding*, al momento dell'entrata in vigore del titolo III del JOBS Act, permetterà ad investitori comuni e non specializzati in venture financing, di investire in ogni singolo progetto, attraverso piattaforme online registrate e monitorate dalla SEC, una quota del 5% o del 10% massimo del patrimonio netto, a seconda del posizionamento in una delle due fasce di reddito annuo (Cunningham, 2012).

Una ulteriore implicazione, che emerge osservando i dati Massolution, e come evidenziato da sia da Lerro (2013), che da Frutkin (2013) e Cunningham (2012), è la prospettiva della nascita di una nuova generazione imprenditoriale, motivata a partecipare ad iniziative di crowdfunding, e più specificatamente di *equity crowdfunding* per contribuire alla creazione di nuovo valore, attraverso il sostegno alla realizzazione di progetti e imprese innovative. Nonostante l'attesa risposta della SEC sul titolo III del JOBS Act, diverse piattaforme di *equity crowdfunding* sono attive negli Stati Uniti, e l'esempio migliore e più di successo è rappresentato da *Crowdfunder*, fondata da Chance Barnett nel 2011, e che è stata in grado di aggregare una community di oltre 43.000 investitori e di raccogliere oltre 54 milioni di dollari complessivi di equity.

E' sicuramente di grande interesse, per l'impatto dimostrato a livello sociale e politico, considerare una ulteriore tipologia di crowdfunding, non riconducibile con precisione alle quattro categorie delineate: il crowdfunding civico, o *civicfunding*.

⁴⁶ US Securities and Exchange Commission: "Implementing the requirements of Title III of the Jumpstart Our Business Startups Act".

Abbiamo già citato il caso della sottoscrizione di capitale, aperta ai cittadini di New York City grazie all'impegno di J. Pulitzer, nel 1880, per la costruzione del piedistallo e di parte dell'infrastruttura di sostegno della Statua della Libertà (Ordanini et al., 2011). Si tratta di un esempio significativo per la sua portata storica, ma anche per le implicazioni nel coinvolgimento di comuni cittadini a contribuire finanziariamente, con donazioni di modesta entità, per la realizzazione di un progetto destinato alla collettività.

Strategie di raccolta pubblica di capitali, tramite appelli aperti alla cittadinanza, sono piuttosto comuni al livello delle amministrazioni locali, dove la partecipazione diretta ha un impatto maggiore e il coinvolgimento degli abitanti di una realtà nella tutela e nella gestione del patrimonio pubblico, raggiunge livelli particolarmente elevati, a causa delle esternalità positive generate dalla prossimità e dal senso di appartenenza comunitario (Davies, 2014).

Le origini possono essere individuate nel più ampio insieme del *civic-sourcing*, delineato da McNeill et al. (2013) come attività di *crowdsourcing* specifica per comunità politiche e sociali di individui, nel cui ambito un'amministrazione pubblica, responsabile del governo di una realtà locale o della gestione di parte del patrimonio pubblico, e attraverso l'utilizzo di una piattaforma online, invita la cittadinanza o le community interessate ad offrire le proprie competenze, abilità, e conoscenze di valore per la soluzione di un problema che riguarda la collettività, o per l'individuazione di strategie per il miglioramento degli standard di vita. Il processo può essere suddiviso in cinque fasi consecutive, che permettono di ottenere come outcome una partecipazione pubblica più ampia ed efficace nella tutela, gestione e miglioramento dei beni pubblici:

1. Espressione delle idee e delle soluzioni da parte degli individui;
2. Organizzazione degli input provenienti dalla cittadinanza sulla base di categorie e community;
3. Incentivo al confronto e alla partecipazione, per ogni categoria o community, attraverso l'uso di Social Network;
4. Articolazione e creazione di un programma preciso e coerente con la realtà, sulla base del confronto avvenuto e delle idee accolte;
5. Attivazione di un sistema di voto che permetta di selezionare le mozioni sulla base del gradimento da parte della cittadinanza stessa.

Il crowdfunding, il cui successo è stato determinato in modo decisivo proprio dal potenziale espresso dall'aggregazione in *community*, rappresenta lo strumento più efficace nei

casi in cui al contributo in termini di impegno civico si renda necessaria la partecipazione dei cittadini, anche a livello finanziario. Gli Stati Uniti e il Regno Unito sono i contesti nazionali in cui sono nate le prime pratiche di crowdfunding civico, all'interno di realtà decentrate come municipalità o piccoli distretti urbani (Barrette, 2011).

E' possibile individuare una casistica diversificata: da progetti per l'implementazione di rete wi-fi pubblica, alla tutela o protezione di aree verdi, come al lancio di iniziative culturali o sociali di interesse collettivo. In ognuno dei casi, le amministrazioni che riscontrano un gap finanziario fra le risorse necessarie per il raggiungimento degli obiettivi e la liquidità disponibile, rivolgono un appello ai cittadini per colmare il *funding-gap* e avviare la realizzazione di un'opera pubblica. A partire da iniziative *ad hoc*, piattaforme di crowdfunding come la statunitense *Citizeninvestor* o la britannica *Spacehive* sono rapidamente diventate uno strumento efficace e diffuso, per creare network stabili e strutturati di cittadini, e per la capacità di sfruttare come *leverage* sia i benefici derivanti per la comunità, sia l'etica della partecipazione propria della democrazia (Hollow, 2013).

In questa analisi introduttiva al fenomeno del crowdfunding, abbiamo messo in luce le dimensioni, le funzionalità e le variabili che lo caratterizzano, che lo rendono un fenomeno complesso e adattabile alle necessità di qualsiasi tipo di progetto, iniziativa o più genericamente campagna si voglia proporre al *crowd*. La descrizione proposta si basa su una possibile tassonomia che permette di osservare il crowdfunding alla luce dell'interazione fra tre principali variabili: la *tipologia di finanziamento*, gli *obiettivi dei fondatori della campagna* e dei *sostenitori della stessa*.

Trattandosi della rappresentazione sintetica di una realtà complessa, le opzioni per chiunque svolga una ricerca sul fenomeno sono ampie, così come le potenziali categorie e i possibili benchmark utilizzabili al fine di ottenere uno studio classificatorio semplificato, ma sufficientemente coerente con la realtà. Alcuni studi di settore, seppure meno diffusi, propongono modelli alternativi, quali una potenziale suddivisione del crowdfunding in base all'*industry* a cui ricondurre la campagna di finanziamento: software, green economy, social venture, come l'ambito dei beni culturali (Lerro, 2013).

Pur presentando vantaggi relativi ad una maggiore semplificazione del paradigma di ricerca o nel caso di studi specializzati (la realtà di riferimento della campagna è l'unica variabile), il framework fin qui utilizzato ci permette di approfondire le tre caratteristiche che sono empiricamente più significative, e i possibili risultati rappresentano una combinazione scientificamente sostenibile fra sintesi e aderenza alla realtà. Nella *figura 2.4* sono sintetizzati

gli aspetti principali fin qui descritti, in particolar modo i quattro modelli di crowdfunding in relazione agli obiettivi di *founders* e *project backers*.

Fig. 2.4 Quattro modelli di crowdfunding

Modello	Donation based	Reward based	Lending based	Equity based
Tipologia di finanziamento	donazione semplice	finanziamento con ricompensa	prestito	investimento di equity
Obiettivo dei fondatori	raccolta fondi per iniziativa sociale / evento una - tantum	finanziamento di progetto / iniziativa / prodotto	capitali in prestito con tassi d'interesse ridotto	raccolta di seed money per progetto imprenditoriale
Obiettivo dei sostenitori	motivazioni intrinseche (sensibilità/interesse per l'iniziativa)	motivazioni estrinseche (ricompensa tangibile)	motivazioni estrinseche (finanziarie) e intrinseche	motivazioni estrinseche (profitto sull'investimento effettuato)

Fonte: elaborazione dell'autore da Belleflamme et al. (2013), Van Wingerden et al. (2011), Schwiabacher et al. (2010)

Abbiamo osservato inoltre come le potenzialità di questo strumento lo differenzino nettamente dal credito bancario, come canale di accesso ai capitali di seed ed early stage per le start-up, comunemente definito “*stupid money*” vista l’assenza di qualsiasi valore aggiunto in termini di conoscenza, informazioni o idee. Il debito rappresenta comunque una strategia di minor rilievo nel panorama degli strumenti a disposizione di una impresa innovativa per finanziarsi, mentre merita un approfondimento la relazione fra Crowdfunding e Venture Capital. Nel paragrafo che seguirà, descriveremo una possibile relazione fra le due strategie, cercando di comprendere se si tratti di fenomeni alternativi o addirittura esclusivi fra loro, piuttosto che di due modelli che è potenzialmente ed effettivamente possibile coordinare, con l’obiettivo di ottenere un risultato *win-win* fra finanziatori, startupper, e investitori venture tradizionali.

2.3 Investitori tradizionali e Crowdfunding: fra strategie alternative e possibili sinergie

Nonostante le potenzialità di sviluppo nel prossimo decennio di un unico, nuovo, e più ampio mercato dei capitali di rischio, attualmente le prospettive di *seed financing* per una

start-up, fra la partecipazione di fondi venture o business angel, piuttosto che tramite il *crowdfunding*, comportano una scelta accurata fra due tipologie di operatori: *investitori specializzati* (il venture capital tradizionale) ed *investitori non specializzati* (il *crowd*). Ci troviamo a considerare due opzioni diverse fra loro, le cui caratteristiche condizionano profondamente il modello di sviluppo e le strategie di crescita di una impresa innovativa.

All'inizio di questo capitolo si è discusso della rilevanza del *funding gap*, come incentivo principale alla nascita di nuove tecniche di finanziamento per progetti imprenditoriali alla ricerca di seed money, quali il crowdfunding. Tuttavia, la decisione di un potenziale imprenditore sulla *financing strategy* migliore da percorrere, per garantire a se stesso e alla propria idea il margine di crescita e di profitto più elevato, coinvolge una serie di aspetti ulteriori rispetto al semplice canale di accesso all'*equity*, quali l'organizzazione dell'impresa, la definizione degli obiettivi e la responsabilità sull'indirizzo strategico, fino al modello di business adottato (attività chiave, struttura dei costi, risorse chiave, relazioni con clienti e fornitori, segmento di mercato, attività di marketing).

E' importante evidenziare un aspetto comune alle due opzioni: entrambi gli investitori, mettono a disposizione della start-up e dei suoi fondatori, non solo importanti risorse finanziarie per avviare l'attività, ma un contributo in termini di idee, consulenza, feedback e potenziali esternalità positive dall'ingresso in network di progetti e imprese simili, che altri canali come il credito bancario non sono in grado di offrire.

Scegliere una soluzione per la raccolta di capitale iniziale, fra Venture Capital tradizionale e Crowdfunding, implica la valutazione di opportunità e criticità non solo di due fonti di finanziamento, ma di due modelli differenti di gestione e sviluppo di un progetto innovativo (Steinberg, 2012), alternativi ma non necessariamente esclusivi.

La partecipazione di un investitore *specializzato*, che opera nella consulenza e nel supporto alla crescita di un business, con la collaborazione di team di *advisor* competenti nei settori strategici di attività (ICT, CleanTech, HealthCare), comporta per i fondatori l'opportunità di ottenere le risorse finanziarie di cui necessitano e di acquisire vantaggi rilevanti in termini di professionalità ed esperienza (Black, Gilson, 1998).

Questa tipo di strategia prevede il superamento di un accurato ed approfondito test sulla qualità del progetto, sulle potenzialità del mercato di sbocco, sull'adeguatezza del livello di capitale richiesto rispetto ai target stabiliti, sull'entità dei futuri profitti a medio e lungo termine (Keuschnigg, Nielsen, 2004).

La fase di *venture screening* rappresenta la vera discriminante per selezionare un potenziale investimento da una proposta non corrispondente agli obiettivi. Il primo requisito da considerare, è l'entità degli standard minimi di cash-need (compreso solitamente in un range fra 150.000 e 1 milione di dollari) richiesto per considerare un investimento attrattivo, e proseguire con la valutazione approfondita di ulteriori aspetti.

Il principale punto di criticità in questa fase è rappresentato dalla forte presenza di asimmetrie informative fra investitore e imprenditore: partecipazioni in equity ad alto rischio richiedono spesso un livello di informazioni sul progetto e sui suoi sviluppi che lo startuper non in grado di fornire (Gorman, Sahlman, 1989). Il *business plan* è lo strumento migliore per ridurre il gap di informazioni fra le due parti, e una percentuale rilevante degli elementi da acquisire nel corso del *venture screening* provengono da questo documento (Cardon et al., 2009).

Una importante ricerca quantitativa di Kirsch e Goldfarb (2008), basata su oltre 700 proposte, inviate fra il 1999 e il 2002 ad un fondo di Venture Capital della East Coast degli Stati Uniti, presenta sette ipotesi ⁴⁷ a cui riferire una maggiore probabilità, per il business plan di un progetto imprenditoriale, di superare con successo il test di qualità.

1. Redazione e presentazione formale di un business plan completo;
2. Acquisizione precedente di finanziamenti o contributi in capitale *non venture*;
3. Ipotesi di partecipazioni in equity con importo elevato;
4. Determinazione di una precisa struttura organizzativa della futura impresa;
5. Elevata qualità della formazione dei membri del team di fondatori;
6. Esperienza professionale precedente del team di fondatori in progetti simili;
7. Formazione ed esperienza professionale degli stessi nel settore economico-manageriale.

Risultano particolarmente utili ai fini di questa ricerca le ipotesi 2 e 3, secondo le quali un progetto innovativo, sottoposto all'attenzione di un investitore venture istituzionale, ha

⁴⁷ Kirsch, Goldfarb, Gera (2006) "The Role of Business plans in Venture Capital decisions"

maggiori probabilità di risultare idoneo alla fase di *screening* qualora presenti nel suo business plan, rispettivamente, riferimenti di precedenti contributi di capitale *non-venture*, proveniente da qualsiasi fonte, e indichi come target di finanziamento un importo elevato (la probabilità di successo cresce parallelamente al valore del cash-need della start-up).

Un investitore istituzionale riceve in media 200 proposte di finanziamento ogni mese, di cui solo lo 0.3% riesce ad ottenere, alla fine del processo di valutazione, un primo round di finanziamento di *seed money* (Klonowski, 2010) e la selezione viene effettuata su segnali di qualità direttamente acquisibili, tramite documenti o colloqui individuali con l'imprenditore, come indirettamente, attraverso nuovi esami su una serie di indicatori di qualità (Kirsch et al., 2006):

- ❖ il valore commerciale potenziale del prodotto;
- ❖ le opportunità e le difficoltà di ingresso nel segmento di mercato individuato;
- ❖ il capitale umano e l'esperienza dei membri del team di fondatori;
- ❖ l'organizzazione societaria descritta nel business plan;
- ❖ i vantaggi competitivi della tecnologia sviluppata dalla start-up, e a cui si intende dare una ricaduta imprenditoriale.

La partecipazione di venture capitalist, o comunque di un fondo con attività di portfolio focalizzate sull'*innovation financing*, comporta un impegno significativo a livello di risorse finanziarie e *know-how*, e un'analisi sulle prospettive e le opportunità di profitto da un investimento, devono essere considerate sulla base di studi di fattibilità prevalentemente quantitativi (Robinson, 1987). Ottenuto un report di base sulle potenzialità dell'innovazione o dell'impresa, relativamente agli standard qualitativi precedentemente descritti, gli operatori di Venture Capital financing indirizzano quindi la fase di *screening* sulla valutazione del valore economico attuale dell'oggetto dell'investimento (Seppä, Laamanen, 2001). Pur considerando un universo piuttosto ampio di tecniche e metodi di misurazione, calcolo e previsione del valore, generato dalla grande varietà di framework operativi utilizzati dai singoli operatori, sono comunque emersi modelli standard e *best practice* nel settore (Bowden, 1994).

Sahlman (1990) propone un metodo di valutazione del valore di una impresa innovativa articolato attraverso cinque fasi, che permette il raggiungimento di molteplici obiettivi.

1. Previsione sulla probabilità di raggiungimento degli obiettivi programmati per il lungo periodo;
2. Stima del ritorno finanziario massimo ottenibile per il venture capitalist (*max ROI, return on investment*) al termine dell'investimento;
3. Conversione del valore finale stimato in termini presenti, applicando un tasso di sconto elevato, compreso fra il 40 e il 60%;
4. Determinazione della percentuale di azioni da acquistare con la possibile partecipazione in equity, calcolata dividendo l'importo d'investimento richiesto per il valore finale in termini attuali, precedentemente ottenuto.

Come evidenziato sia da Sahlman (1990), il tasso di sconto generalmente elevato, rappresenta un indicatore determinante sulle asimmetrie informative nella relazione fra imprenditore e investitore; la diversità di prospettive, fra le due parti contraenti, emerge con forza nelle previsioni finanziarie e di performance presentate dal team di fondatori. Le ipotesi sul valore futuro dell'impresa sono calcolate al rialzo dagli startuper nella gran parte dei casi, e un tasso di sconto particolarmente alto è lo strumento più utilizzato dai venture capitalist per correggere le asimmetrie e ottenere una stima affidabile (Bowden, 1994; MacMillan et al., 1987).

Alla fase di *venture screening*, che rappresenta il primo test sulle potenzialità del progetto e sulla qualità della proposta, segue un periodo di approfondimento delle informazioni tramite colloqui conoscitivi, per individuare competenze e punti di forza individuali dei membri fondatori, ed effettuare una prima valutazione sulle funzioni societarie e sull'impiego più adeguato alle competenze proprie di ogni ruolo del management.

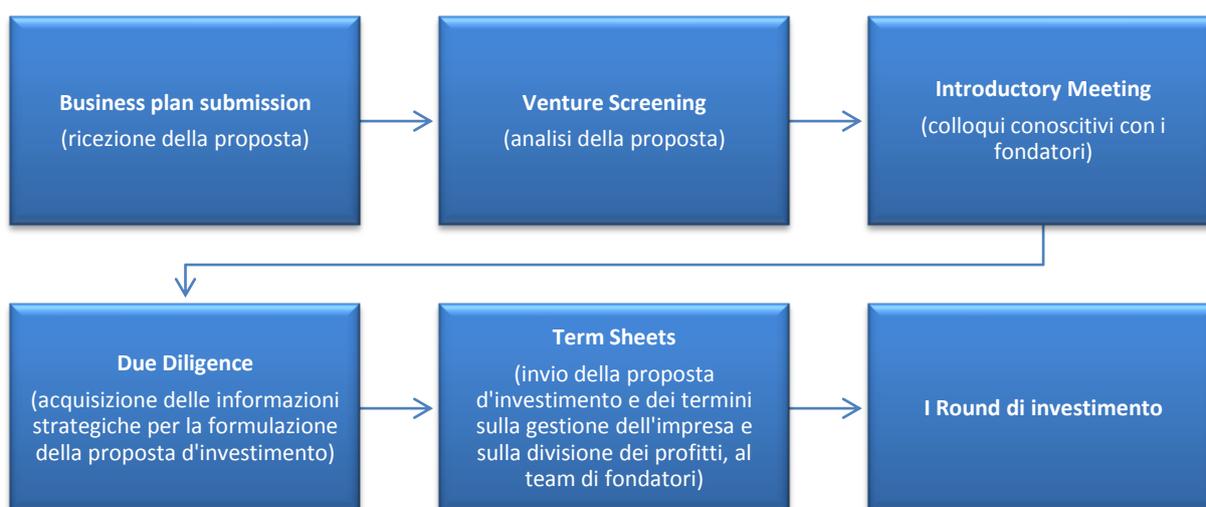
La *due diligence*, che segue i colloqui conoscitivi, è un momento strategico negli stadi preliminari del venture capital financing: i progetti che entrano in questo processo sono già stati selezionati, e rappresentano circa il 5% rispetto al totale delle proposte (Camp, 2002). Si

acquisiscono ulteriori informazioni, e l'investitore prepara una formula di partecipazione da sottoporre ai fondatori della start-up (*term sheets*).

La proposta di investimento include i termini della partecipazione e l'importo del finanziamento, le prospettive di crescita e una dettagliata richiesta di suddivisione dei futuri profitti fra imprenditori e venture capitalist (Smart, 1999).

Il primo round di finanziamento è dunque solo l'ultimo passaggio di processo complesso, in cui l'investitore specializzato acquisisce quante più informazioni possibili, per determinare un quadro di lungo periodo sulle potenzialità di crescita del progetto, sulle competenze dei fondatori, sul valore di mercato del prodotto o della tecnologia, e sui profitti attesi, riassunto nella *figura 2.5*.

Fig. 2.5 **Processo di Decision Making per gli investitori specializzati (Venture Capital)**



Fonte: elaborazione dell'autore da Fried, Hisrich (1994)

Fra le condizioni specificate all'interno della dichiarazione d'intenti (*term sheets*), sono presenti le limitazioni e i vincoli all'autonomia del team di fondatori o dell'imprenditore, riguardo alla futura gestione aziendale (Fried, Hisrich, 1994). La partecipazione di un investitore in equity rappresenta un valore aggiunto decisivo per la start-up, colmando il gap di professionalità ed esperienza dello startuper, oltre che fornendo le risorse finanziarie per avviare l'attività, tuttavia prevede la cessione di quote di responsabilità nella direzione del business e nella definizione degli obiettivi, nonché indirettamente, la condivisione della conoscenza sulla tecnologia o sul prodotto che si vuole introdurre sul mercato (Baron, 2007).

Un processo di venture capital financing ha inoltre una durata prestabilita e i tre round di finanziamenti (*seed stage, early stage, later stage*), prevedono il passaggio all'investimento successivo solo dopo una precisa valutazione delle performance aziendali nel periodo precedente: stabilito un target per ciascuna delle attività chiave della start-up, il venture capitalist monitora il percorso di crescita fino al raggiungimento del livello successivo, una volta raggiunti gli obiettivi (Hellmann, Puri, 2000).

Spetta tuttavia all'investitore la valutazione degli elementi oggettivi che determinano il successo o meno dello sviluppo del business, e il team di fondatori ha il dovere di seguire precisamente le fasi programmate e previste dal *term sheets*; non è possibile, infatti, modificare in corso di finanziamento di venture capital gli obiettivi o le prospettive future, senza un accordo con l'investitore (Gompers, Lerner, 2006). Optare per un investitore specializzato comporta l'acquisizione di notevoli vantaggi competitivi, ma obbliga l'imprenditore ad effettuare una seria valutazione sul margine di manovra che intende avere nell'indirizzo strategico della sua attività.

Un fondo di venture capital può fornire un contributo prezioso per una start-up prossima all'ingresso in mercati con un elevato livello di competitività, come quelli dei prodotti tecnologici, ma vincola questo valore aggiunto e la sua partecipazione finanziaria ad un preciso programma di sviluppo, alla condivisione dell'indirizzo strategico della società e della proprietà intellettuale dei fondatori, nonché ad una frazione dei futuri *capital gains* (Sahlman, 1990).

Un fattore decisionale rilevante, infine, è costituito dal posizionamento geografico dell'investitore e dello startuper, e dalla distanza fra le due parti (Gupta, Sapienza, 1992). Le percentuali di successo di un investimento in venture capital sono profondamente condizionate dalla vicinanza del fondo venture alla realtà che intende finanziare, e dalle conseguenti possibilità di monitorare più approfonditamente e più spesso la crescita dell'impresa, ed inserirla in network di start-up simili da cui aspettarsi spillover in termini di conoscenza ed esperienza (Chen, 2009).

Un esempio di questo modello è *Sequoia Capital*, il fondo d'investimento californiano fondato nel 1972 a Menlo Park, con un portfolio di partecipazioni in società che rappresentano oltre il 19% del valore complessivo del NASDAQ⁴⁸: per finanziamenti di *seed stage*, che variano fra importi di 150.000 fino ad 1 milione di dollari, *Sequoia Capital* vincola la start-up al trasferimento nella Silicon Valley, per gli USA, o nei rispettivi *cluster* industriali

⁴⁸ Sequoia Capital record tracks: www.sequoiacap.com

specializzati nell'ICT per le divisioni venture operanti in Cina, Israele ed India. L'inserimento in reti di imprese operanti nello stesso settore, rappresenta nella gran parte dei casi un valore aggiunto di grande rilievo per la crescita dell'azienda, grazie alle possibili esternalità positive in termini di conoscenza, e i vantaggi da possibili collaborazioni per lo sviluppo di tecnologie particolarmente costose.

Per molte start-up e progetti imprenditoriali, le vie alternative al mercato dell'equity tradizionale sono spesso una scelta obbligata, qualora non superino l'esame di qualità di un investitore specializzato, o non soddisfino i requisiti minimi di cash-need richiesti per avviare un investimento di venture capital financing. Scegliere una strategia di finanziamento tramite crowdfunding, altre volte, può essere una decisione basata su precisi vantaggi tecnici offerti dal *crowd capital*, gli investimenti effettuati da investitori *non specializzati*.

Un pubblico di finanziatori generici, che non effettuano sistematicamente e professionalmente investimenti in capitali di rischio, non ha la possibilità di creare quel vantaggio competitivo in termini di esperienza e consulenza sul business, proprio degli investitori specializzati. Tuttavia, il contributo che una campagna di crowdfunding può dare ad una impresa o progetto innovativo, supera il semplice valore aggiunto rappresentato dal finanziamento dei sostenitori, andando ad influenzare potenzialmente la crescita e gli obiettivi della start-up, la diffusione del prodotto, il suo design e le sue funzionalità.

Il *crowd*, l'insieme degli utenti che scelgono di sostenere un'iniziativa, potrebbe non disporre di competenze specifiche su capitali di rischio e sviluppo di un business high-tech, ma presenta un insieme ampio e diversificato di qualità ed esperienze singole; la diversità all'interno di community formate da molti individui, come osservato da Schwienbacher e Larralde (2010), può essere considerata un *asset di valore* per l'imprenditore e una risorsa rilevante in termini di informazioni e conoscenza.

Uno dei fattori critici, che ha spinto la *US Securities and Exchange Commission* a porre dei vincoli estremamente rigidi, alle opportunità di investimento di operatori non specializzati nel mercato dell'equity, è proprio la mancanza di precise *skills* che permettono a tali figure di effettuare un'analisi oggettiva di un investimento ad alto rischio: sulla base di precisi fattori tecnici, risultati e valutazioni di performance, precedentemente analizzati.

Tuttavia, come Belleflamme, Lambert e Schwienbacher (2013) rilevano in una ricerca sulle determinanti dei sostenitori nella scelta di una campagna di crowdfunding da finanziare, un *project backer* decide sulla base di precisi indicatori di qualità, e di percezioni sulla motivazione reale dello startuper che sta proponendo il suo progetto davanti al *crowd*.

Come un venture capitalist sceglie di avviare un investimento dopo averne approfonditamente valutate la preparazione dell'imprenditore e il valore dell'innovazione che si vuole trasformare in business, così un finanziatore comune individua specifici segnali ed elementi per effettuare una valutazione oggettiva del progetto proposto, e decidere se dare il suo contributo o meno.

E' da osservare che le asimmetrie informative fra le parti vengono accentuate da Internet, piuttosto che ridotte, dal momento che un imprenditore non sarà motivato a divulgare informazioni altamente specialistiche a community di investitori non professionali, quali quelle contenute in business plan, o a condividere dettagli di rilievo sulla tecnologia del prodotto presentato (Schwienbacher, Larralde, 2010). La valutazione di un utente del *crowd* sulla preparazione del fondatore della campagna e sulla qualità del progetto, dovrà basarsi su segnali diversi rispetto a quelli richiesti dal venture financing tradizionale.

Mollick (2013) individua quattro fattori discriminanti per l'analisi di un progetto da parte dei suoi sostenitori, sulla base di una ricerca quantitativa effettuata su 449 iniziative presentate sulla piattaforma *Kickstarter* nel 2012:

1. la qualità della presentazione video della campagna e degli obiettivi;
2. la quantità degli aggiornamenti e l'intervallo temporale entro cui vengono divulgati, sullo stadio di avanzamento del fundraising e dello sviluppo del prodotto;
3. la preparazione del fondatore, espressa tramite la qualità della sua presentazione video;
4. l'ampiezza del network di amicizie dei fondatori, che svolge la funzione di primo bacino di finanziatori.

I sostenitori su *Kickstarter* mostrano un condizionamento decisivo da parte di questi indicatori, in grado di indirizzare la scelta di contribuire ad un progetto piuttosto che ad un altro, in base alle aspettative sul suo successo, influenzate in modo rilevante da ciascuno dei fattori prima elencati. Una video-presentazione rappresenta l'elemento più immediato ed efficace, per comunicare le qualità della propria idea e gli obiettivi del potenziale business,

ma viene identificato dai finanziatori come un indicatore sulla preparazione dell'imprenditore, in mancanza di colloqui conoscitivi diretti o di un business plan descrittivo di tutti gli aspetti.

La divulgazione di aggiornamenti frequenti sullo sviluppo del prodotto, sull'implementazione della tecnologia che utilizza, o semplicemente sui feedback forniti dai sostenitori, rappresenta un rilevante segnale di motivazione e attenzione verso il finanziatore, che percepisce in questo tentativo di coinvolgimento, l'istaurarsi di un rapporto di reciproca fiducia con l'imprenditore e l'idea che sostiene. Una performance senza difetti di pronuncia, incertezze, con un livello informazioni sufficiente ad attirare l'attenzione e realizzata con un linguaggio scientifico, è invece un indice della preparazione di un imprenditore. Altrettanto importante è il network iniziale di un fondatore (reti di amici e nei familiari). Rappresenta infatti il primo canale da cui ricevere risorse finanziarie e opinioni sul progetto: un network ridotto viene percepito dai sostenitori come un segnale di potenziale insuccesso della campagna, che vede quindi aumentare le probabilità di essere scartata in favore di altre.

La ricerca di Mollick (2013) è di grande interesse, dal momento che mostra come fattori apparentemente soggettivi (le percezioni di un finanziatore su determinati segnali), sono in realtà diffusi a tal punto da rappresentare un modello di comportamento dei sostenitori di una campagna di crowdfunding, e si rivelano determinanti del suo successo quanto del suo insuccesso.

L'intuizione e la percezione di un investitore, sulle possibilità di crescita o di profitto dall'investimento in una start-up, rappresentano in realtà un elemento rilevante anche fra gli operatori di Venture Capital; gli investitori specializzati si trovano a considerare un numero di proposte sempre più ampio, mentre parallelamente il tempo da poter dedicare all'analisi di ciascun progetto si riduce, ed impostano il loro lavoro combinando rapide percezioni individuali ad approfondite osservazioni oggettive e scientifiche (Cardon et al., 2009).

Il Crowdfunding può quindi rappresentare uno strumento altrettanto efficiente, al pari del Venture Capital tradizionale, nell'individuare start-up o idee innovative ad alto potenziale, e si rivela un intermediario efficace per far emergere progetti con elevate prospettive di sviluppo. La proprietà intellettuale del prodotto o della tecnologia, nonché il programma di sviluppo del business, rimangono completamente nelle mani del fondatore, come l'indirizzo strategico della start-up.

Un evidente vantaggio è dato dalla possibilità di *overfunding* (sovra-finanziamento) che può verificarsi nel corso di una campagna di crowdfunding; in un programma di venture capital financing, l'importo finanziato e gli obiettivi che andranno raggiunti e valutati alla fine di ogni *stage*, rappresentano dei vincoli rigidi e pre-stabili nei termini del contratto di

partecipazione fra l'investitore e l'imprenditore. Una campagna di crowdfunding prevede nella gran parte dei casi un limite temporale, entro il quale il progetto deve aver raggiunto il 100% del *threshold* indicato, per poter raccogliere il capitale investito dai sostenitori.

Sono tuttavia frequenti, nelle piattaforme globali con un bacino di finanziatori e progetti estremamente ampio (*Kickstarter*, *Indiegogo*, *RocketHub*), i casi di progetti *overfunded*, in cui il target stabilito non è stato solo raggiunto nei tempi stabiliti, bensì superato. Prodotti e tecnologie come l'orologio digitale multifunzionale *Pebble*, lanciato con un *threshold* di 100.000 \$, ma che ha raggiunto entro il limite temporale della campagna oltre 10 milioni di dollari complessivi, o come la console *OUYA*, che alla sua presentazione richiedeva 950.000 \$ per la realizzazione del progetto, e ha archiviato la campagna di crowdfunding con oltre 8 milioni di dollari, rappresentano solo i due casi più evidenti di successo, in un'ampia realtà di iniziative sovra-finanziate.

La scelta di finanziare un'idea o un prototipo attraverso crowdfunding non obbliga il fondatore a predisporre un programma di sviluppo pre-stabilito e un *timing* rigido, ma consente di verificare nel corso della campagna la crescita e le prospettive del progetto, e di modificare laddove ce ne sia l'opportunità, gli obiettivi della start-up in corso di finanziamento (Steinberg, 2012).

Riveste invece un peso marginale, fra le determinanti di investimento, la vicinanza geografica fra finanziatore e fondatore della campagna (Cordova et al., 2013). Non si riscontra infatti nel panorama degli investimenti in crowdfunding, una correlazione rilevante fra determinate tipologie di progetti finanziati e alcune aree corrispondenti con i cluster industriali di maggior successo (la Silicon Valley, negli Stati Uniti, è un esempio eccellente di distretto con elevatissima concentrazione di imprese ICT).

Abbiamo analizzato fino ad ora il processo di decision-making di due tipologie di investitori profondamente differenti fra loro, e le determinanti di successo di una proposta sulla base di indicatori di qualità, propri di ciascuna delle due soluzioni. In molti casi, la dimensione dell'investimento richiesto non risulta attrattiva per un investitore specializzato, e per il fondatore del progetto non rimane altra soluzione che avviare una campagna di finanziamento tramite crowdfunding.

Altre volte, sempre più frequentemente tanto più si evolvono e si perfezionano gli strumenti offerti dalle piattaforme (Agrawal et al., 2013), la soluzione del fundraising su Internet rappresenta una *financing strategy* vantaggiosa sulla base di precisi valori tecnici, quali l'autonomia dell'imprenditore nell'indirizzare la crescita del proprio progetto, la

possibilità di programmare una *timeline* meno rigida sullo sviluppo del prodotto e l'organizzazione delle attività chiave della start-up, oppure per le potenzialità dello strumento e del web come canale di marketing e diffusione di un'idea innovativa.

E' però importante osservare come entrambe le strategie di venture financing, *Venture Capital* e *Crowd Capital*, non sono soluzioni reciprocamente esclusive: il crowdfunding si rivolge, nella gran parte dei casi, a quelle domande di finanziamento che non trovano attenzione presso gli investitori istituzionali, come via alternativa, ma può dimostrarsi anche uno strumento *complementare* al venture capital financing, ed estremamente utile per gli operatori specializzati. Abbiamo visto come la presenza di partecipazioni di capitale *non venture*, precedenti alla domanda di venture financing, rappresenta un fattore positivo, che aumenta la probabilità di una proposta di essere presa in considerazione per un investimento di Venture Capital (Kirsch, Goldfarb, 2008). L'investitore specializzato individua come una garanzia la presenza di capitale proveniente da finanziamenti di altro tipo (non da programmi di venture capital financing), quale la partecipazione economica della famiglia o dei risparmi dell'imprenditore stesso.

Sempre il caso di *Pebble E-paper watch* ci mostra come una raccolta di *crowd capital* funziona da segnale positivo per un successivo investimento di Venture Capital. Il progetto, realizzato da Eric Migicovsky nel 2012, fu rifiutato da numerosi fondi venture, perché presentava un prodotto hardware reputato non corrispondente alle esigenze dei consumatori, e dunque troppo rischioso da sostenere finanziariamente attraverso un programma di venture capital financing.

I risultati straordinari raggiunti attraverso la campagna di crowdfunding, hanno permesso a Pebble Technology Corporation di raccogliere un finanziamento di oltre 10 milioni di dollari, di testare la risposta del mercato davanti al prodotto, e diffondere rapidamente e globalmente le informazioni su di esso. Al termine dell'iniziativa, la società aveva sufficiente cash-need per sviluppare la tecnologia, e un ampio bacino di consumatori che aveva sostenuto finanziariamente il progetto per ottenere un pre-ordine. L'investimento perdeva improvvisamente tutti gli elementi di rischio della sua fase di start-up, e diventava attrattivo per gli investitori specializzati: nel mese di maggio 2013, il fondo statunitense *Charles River Ventures* effettuava un investimento di early stage⁴⁹ dall'importo di 15 milioni di dollari, per entrare nella struttura societaria e sostenere con nuovi capitali l'implementazione del software e lo sviluppo di nuove funzionalità.

⁴⁹ fonte CrunchBase: Charles River Ventures investments / Series A round on Pebble, 05/2013

Una realtà analoga è stata vissuta dal team di sviluppatori della console *OUYA*: proposta su crowdfunding nel marzo 2013, senza passare per precedenti domande di investimento a venture capitalist specializzati, ha ricevuto un'elevatissima attenzione da parte del pubblico, arrivando a diventare il secondo progetto ad aver raccolto più capitali dopo *Pebble*. Sempre nel mese di maggio 2013, il fondo californiano *KPCB* effettuava un investimento di early stage di oltre 15 milioni di dollari di valore ⁵⁰.

Il Crowdfunding rappresenta un'opzione obbligata per progetti come *social venture*, privi di quelle caratteristiche di business che rendono l'iniziativa accessibile ai fondi di venture capital, ma come dimostrano gli esempi descritti, può essere uno strumento in grado di fornire garanzie di successo e redditività all'investitore tradizionale, diminuendo i fattori di rischio legati alle start-up tecnologiche e incrementando le prospettive di profitto una volta che la società sia sul mercato. Può diventare dunque un modello complementare al Venture Capital tradizionale, in grado di far emergere start-up ad alto potenziale di crescita, ma spesso in una fase troppo *early stage* per essere osservato oggettivamente, ed essere valutato come un asset di garanzia per partecipazioni in equity a rischio elevato (Kappel, 2008).

Una campagna di crowdfunding può portare valore aggiunto ad un progetto innovativo in termini di capitale iniziale, rassicurando un potenziale investitore di Venture Capital sulla capacità dei fondatori di attrarre risorse dall'esterno, mostrando le possibilità di crescita e l'ampiezza del segmento di mercato scelto, e agevolando qualsiasi sviluppo futuro tramite la diffusione delle informazioni e delle funzionalità del prodotto ai sostenitori.

Cordova, Dolci e Gianfrate (2013) individuano una ulteriore, importante funzione del crowdfunding, nel ridurre la stretta correlazione fra venture financing e geografia. Rispetto alla distanza massima che si registra fra investitore specializzato e start-up nelle fasi seed ed early stage, circa 150/250 km in media (Gompers, Lerner, 2006), un finanziatore di crowdfunding non si rivela condizionato in modo decisivo dal posizionamento geografico del progetto che sostiene. Questo incrementa le possibilità di finanziamento per un vastissimo insieme di iniziative o start-up sviluppate in mercati emergenti, così come in aree distanti dai cluster industriali in cui si concentrano, in un'ampia maggioranza dei casi, le imprese nate con il sostegno di investitori tradizionali di Venture Capital.

Buona parte della letteratura sul fenomeno, degli operatori coinvolti e dei policy-maker attribuisce al Crowdfunding un ruolo estremamente rilevante negli equilibri e nelle dinamiche dei finanziamenti all'innovazione, il cui mercato viene allargato ad una community

⁵⁰ fonte CrunchBase: Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) investments / Series A round on OUYA, 05/2013

potenzialmente illimitata di individui: il *crowd*, formato dagli utenti del web 2.0. Una definizione ricorrente è quella di un modello *game-changer*, uno strumento finanziario in grado di cambiare le regole del mercato dei capitali di rischio, sostanzialmente immutate dalla nascita dei primi fondi di Venture Capital statunitensi, nel 1946.

Le implicazioni economiche più rilevanti, in termini di occupazione e creazione di nuove imprese, emergeranno più chiaramente con una più ampia diffusione dell'*equity crowdfunding*. Tuttavia, per ciascuno dei modelli descritti in questo capitolo, si tratta di strategie di fundraising altamente innovative, capaci di mettere a disposizione dell'imprenditore che ne faccia uso un ampio numero di opzioni e funzionalità, adattabili alla grande diversità di progetti alla ricerca di finanziamenti: dalle iniziative di beneficenza ai progetti artistici, alle tecnologie innovative.

Possiamo individuare il vero potenziale del crowdfunding nella flessibilità, nella varietà di obiettivi e iniziative per cui può essere sfruttato, ed infine nella sua accessibilità per qualsiasi individuo piuttosto che solo per operatori specializzati, estesa come nessun altro strumento finanziario finora sviluppato.

Non sarebbe né possibile, né corretto, considerarlo un modello virtualmente sostitutivo del Venture Capital, quanto più una soluzione alternativa e complementare al tempo stesso: alternativa perché in grado di assorbire quella domanda di finanziamenti per l'innovazione che rimane esclusa dal mercato dei capitali di rischio, complementare perché capace di soddisfare l'esigenza degli operatori di nuovi strumenti e funzionalità, offerte dai framework interattivi diffusi a livello globale dal web 2.0.

Abbiamo definito finora una strategia di successo di crowdfunding, come una relazione efficace fra gli obiettivi di due attori: *founder* e *project backer*, che prende forma in una maggioranza ormai assoluta di casi tramite l'intermediazione di una piattaforma dotata di funzioni e strumenti con i quali raccogliere e presentare informazioni, notizie, progetti, finanziamenti.

Il Capitolo III sarà quindi dedicato ad approfondire le caratteristiche, i vantaggi e le opzioni offerte dal *Crowd* nel processo di value creation, al fine di descrivere:

1. quali siano i vantaggi strategici in termini mercato e diffusione, oltre che a livello finanziario, di una campagna di crowdfunding;

2. quale strategia adottare e su quante e quali fasi concentrarsi per realizzare una campagna di crowdfunding completa;
3. quali siano le variabili e gli elementi qualitativi che determinano o meno il successo di una campagna di crowdfunding.

Capitolo III

Crowd Capital, processo di creazione del valore e sfide per l'innovation strategy: il contributo creativo delle community, la configurazione della campagna e del lavoro innovativo

3.1 Innovazione e creatività: interazioni fra startuper e crowd nel panorama del Social Networking

“My journey is exactly why Crowdfunding is so important: Innovation cannot be lost to a Venture Capital’s inbox. Innovation is too important for one man, or one firm, to pass judgment on. [...] Innovation serves and benefits the masses, and deserves to be judged by them.”

Eric Migicovsky, CEO Pebble Technology Corp.

(Foreword of “The Crowdfunding Bible”, Steinberg 2012)

Nei capitoli precedenti è stata proposta una descrizione quanto più ampia e completa possibile del Crowdfunding e delle caratteristiche distintive del fenomeno. Sono stati analizzati i differenti modelli sulla base dei quali può essere sviluppata una campagna, le implicazioni e le relazioni che si instaurano fra investitori e fondatori, ed è stata proposta una possibile ipotesi di scenario per i mercati dei capitali per l'innovazione e degli operatori *incumbent* (istituzioni, fondi e operatori di Venture Capital), nei confronti dei quali il Crowdfunding rappresenta un *new entrant*: una strategia complementare e sostitutiva allo stesso tempo. Il paradigma di ricerca è stato impostato sull'analisi dei due principali vettori di cambiamento incorporati nel crowdfunding, e che rappresentano il vero potenziale innovativo di questo strumento:

1. il contributo finanziario del *crowd*: la risposta all'equity gap per startup e progetti innovativi, attraverso la riduzione del rischio con la scomposizione dell'investimento complessivo in finanziamenti di ridotto valore unitario;

2. il contributo creativo e pubblicitario del *crowd*: il ruolo degli investitori e dei consumatori nella definizione della campagna e del prodotto o progetto, attraverso l'interazione diretta con il team di fondatori e l'instaurarsi di una relazione di *loyalty*⁵¹ fra la community e l'imprenditore (Rubinton, 2011).

Abbiamo successivamente ristretto il campo di ricerca alla prima fra le due caratteristiche distintive, concentrando lo studio nel Capitolo II sui vantaggi del Crowdfunding come una strategia finanziaria efficace per tutti quei progetti o quelle iniziative altrimenti esclusi dai canali di finanziamento tradizionali, offerti dai mercati dei capitali.

Nel corso di questo capitolo verrà completata l'analisi sul potenziale innovativo del crowdfunding, come soluzione realmente *disruptive*⁵² rispetto ai modelli tradizionali, descrivendo qualitativamente il vantaggio competitivo creato da una campagna di crowdfunding sulla base di due leve: la capacità delle community di utenti di contribuire a livello creativo all'articolazione della campagna e all'implementazione del prodotto o progetto, nonché alla diffusione di essi attraverso il continuo flusso e scambio di informazioni all'interno e fra le community, e le implicazioni generate sull'organizzazione del lavoro innovativo e sui processi di sviluppo e realizzazione delle innovazioni stesse.

La flessibilità nell'impostazione, gestione, e modifica *in itinere* della campagna di fundraising e degli obiettivi, rappresentano due elementi di grande rilievo nell'influenzare la decisione per un imprenditore, un team di ricerca o un'associazione no-profit, nel lanciare il rispettivo progetto su una piattaforma di crowdfunding (Steinberg, 2012).

Optare per una campagna di questo tipo, rispetto alla soluzione offerta da un programma di venture capital financing, necessita di una completa ridefinizione di confini, competenze, e modelli di sviluppo di un prodotto, progetto o idea innovativa. Il framework operativo stabilito da un venture capitalist, caratterizzato da *timeline* rigida, protezione della proprietà intellettuale oggetto dell'investimento, e da un business plan completo e strutturato, è difficilmente configurato per ipotetici cambiamenti radicali del *core design*, o per assorbire contributi esterni (Sahlman, 1990). Una campagna di crowdfunding, al contrario, è un

⁵¹ Relazione di fedeltà che si crea fra un consumatore e una determinata impresa, brand, prodotto (Dick, Basu, 1994)

⁵² Definiamo *disruptive* qualsiasi innovazione necessiti di una riconfigurazione completa della conoscenza di base necessaria per essere prodotta e utilizzata (Christensen, Bower, 1996)

programma di finanziamento fluido, aperto a condizionamenti esterni e all'influenza di un insieme potenzialmente infinito di attori (gli utenti dei network digitali).

Un *founder* o un team di fondatori, deve conseguentemente accettare di ri-configurare il modello di sviluppo della campagna di fundraising e dell'innovazione che intende presentare, per consentire il passaggio di flussi di informazioni e feedback in due direzioni: verso l'interno, rendendo la campagna e il progetto flessibili a commenti critici, feedback e contributi creativi da parte della community dei finanziatori; verso l'esterno, diffondendo messaggi e caratteristiche distintive del prodotto, delle sue funzioni o dell'idea, al fine di facilitare ed incentivare la diffusione *word of mouth* da parte degli utenti (Van Wingerden et al., 2011).

Cordova et al. (2013) identificano la centralità dell'interazione informativa con la community di finanziatori, nella fase denominata *project testing*: si tratta di un momento cruciale per la campagna di crowdfunding, immediatamente dopo l'approvazione del progetto da parte della piattaforma, e che si sviluppa a partire dal primo impatto con il network di utenti registrati.

Un'iniziativa di crowdfunding rappresenta uno strumento di grande efficacia per esplorare e testare il mercato di riferimento, specialmente quando si tratta di una campagna designata per il lancio di un prodotto, piuttosto che di innovazione sociale (*social venture*), in cui prevale l'aspetto della donazione senza fini commerciali (Lehner, 2013). In entrambi i casi, tuttavia, l'ampiezza della community e la rapidità di trasmissione delle informazioni e dei feedback sul prodotto ad altri potenziali utenti interessati, genera un effetto moltiplicatore sulla diffusione delle caratteristiche di un'idea o di un prototipo, come del suo potenziale innovativo e dell'attrattività a livello commerciale.

La funzione di marketing che può assumere una campagna di crowdfunding, è facilitata dai canali di diffusione e aggregazione delle informazioni sul web, attraverso precise parole chiave (*keyword*) che permettono di ordinare ed indirizzare il flusso informativo (Lerro, 2013), e sulla base di un efficiente effetto di selezione attuato da ciò che Ward e Ramachandran (2010) definiscono *peer effect*. In uno studio effettuato dai due autori, sulle variabili che incentivano l'interesse dei network di finanziatori nei confronti di un prodotto o di una innovazione, il *peer effect* riassume i meccanismi di reputazione e imitazione, che permettono agli utenti di una community di influenzarsi a vicenda. Agisce infatti attraverso due vettori: la trasmissione diretta di feedback e opinioni sull'iniziativa, sulle aspettative di successo e sugli elementi di interesse, e l'effetto imitazione, osservando il comportamento degli altri utenti all'interno della stessa community (ibidem, 2010).

L'impatto del *peer effect* è estremamente rilevante nelle iniziative di crowdfunding, e come emerge anche dalle ricerche di Van Wingerden et al. (2011) e Belleflamme et al. (2010) è un significativo indicatore di qualità per un'innovazione o un progetto. La correlazione fra i membri di una community e il comportamento dei loro "pari", all'interno dello stesso network, dipende quindi dall'azione di due variabili: la comunicazione e la reputazione.

Una campagna di crowdfunding con un flusso elevato di feedback positivi e un trend di finanziamenti ottenuti sostenuto o costante, viene interpretata come un esperimento di valore, ed è lecito aspettarsi una probabilità di successo incrementale, relativamente alla crescita di interesse da parte dei membri della community di finanziatori (Belleflamme et al., 2010).

E' evidente come assuma un peso cruciale, per il raggiungimento del *target* prefissato dallo startupper, una efficace strategia di marketing e di diffusione delle informazioni rilevanti e di maggiore interesse per la community, e la capacità di percepire rapidamente la reazione media dei consumatori/finanziatori, per poter implementare, migliorare, e sviluppare diversamente la campagna di crowdfunding o le caratteristiche stesse del prodotto (Hui et al., 2014). Gli elementi comunicativi ed estetici dell'innovazione proposta rivestono quindi un ruolo decisivo per generare interesse verso il prototipo o l'idea lanciata, e così incentivare l'interazione diretta fra *founder* e *project backer*, con il fine di ottenere informazioni e opinioni sull'articolazione nonché sugli aspetti critici e positivi della campagna. Nel caso in cui la campagna di crowdfunding sia finalizzata alla promozione o al lancio di un prototipo o di un nuovo servizio, per cui l'iniziativa non si esaurisce una volta terminato il processo di fundraising, ma procede nelle successive fasi di produzione e commercializzazione, la cura della diffusione e della promozione del prodotto attraverso le community sul web diventa quanto mai strategica.

Come osservato da Villanueva et al. (2008), la relazione che si instaura con un investitore intercettato tramite passaparola (*word of mouth*), grazie a testimonianze dirette o informazioni acquisite indirettamente da altri utenti, è generalmente di lungo termine, poiché coinvolge aspetti comportamentali e di *loyalty* che superano la semplice valutazione delle necessità.

I casi di crowdfunding *reward-based* sono quelli più frequentemente associati all'interesse, da parte dei finanziatori, per il pre-ordine del nuovo prodotto o servizio lanciato attraverso una campagna (Gerber et al., 2013): questo aspetto ci porta ad osservare una rilevante affinità con il ruolo assunto dai *lead user* nell'innovazione tecnologica e nella produzione e definizione delle innovazioni di prodotto. Si tratta di quei consumatori che

collaborano al processo di sviluppo e creazione di un nuovo prodotto, con una funzione di *co-developer*, offrendo informazioni e feedback costruttivi sull'implementazione e il miglioramento del design e delle performance (Jeppesen, Molin, 2010). E' particolarmente utile ai fini della nostra analisi la definizione data da Von Hippel (1986), che configura come *lead user* quei consumatori che mostrano due caratteristiche essenziali:

1. Esprimono bisogni che diventeranno comuni anche per la maggioranza dei consumatori nel mercato di riferimento, ma possono essere osservati mesi o anni prima che emergano;
2. Traggono benefici estremamente rilevanti dalle soluzioni proposte per tali bisogni.

Si osserva come i *lead user* rappresentino un indicatore estremamente utile per gli sviluppatori, in particolar modo nei mercati caratterizzati da tassi di cambiamento elevati, come l'ICT e l'industria musicale e cinematografica, in cui l'utilizzo ordinario di determinati prodotti si afferma su larga scala solo quando hanno ormai esaurito il loro potenziale innovativo, che è diventato quindi obsoleto (Von Hippel, 1986).

La portata strategica del loro impatto risiede nel contributo creativo che offrono ai team di sviluppo, tramite feedback e informazioni sugli elementi di interesse e sui fattori critici di un prodotto: non sono semplicemente *early adopters*⁵³, che contribuiscono con il loro utilizzo a diffondere l'interesse per il prodotto, ma collaborano attivamente nella creazione stessa e nella gestione delle innovazioni (Shah, Tripsas, 2007).

Osservare ed interpretare efficacemente i feedback offerti dai *lead user*, permette di correggere eventuali problemi riguardo le performance del prototipo, come di individuare nuove e più efficienti funzioni d'uso, prima che venga lanciato sul mercato: l'opportunità per gli sviluppatori è di acquisire un significativo vantaggio competitivo, riducendo i rischi che le criticità del prodotto emergano nella fase di commercializzazione su larga scala, quando ormai è impossibile porvi rimedio senza dovere affrontare costi estremamente elevati (Baldwin et al., 2006).

⁵³ Secondo la classificazione proposta da Rogers, sono *early adopters* quegli utenti che adottano le innovazioni in una fase estremamente iniziale di sviluppo, e i cui comportamenti generano effetti di imitazione da parte degli altri membri della comunità (Dogson, 2008: The Management of Technological Innovation)

Secondo questa prospettiva, il crowdfunding diventa dunque uno strumento che consente a startupper e innovatori di raggiungere più obiettivi: misurare il potenziale commerciale di un nuovo prodotto, osservando la reazione e le informazioni dalle community di finanziatori, diffondere e creare interesse verso l'innovazione, tramite l'effetto imitazione generato dalla partecipazione di tali community, ed infine, implementare e migliorare l'oggetto della campagna sulla base dei feedback raccolti (fig. 3.1).

Fig. 3.1 Community online e strategie di crowdfunding



Fonte: elaborazione dell'autore da Van Wingerden et al., 2011, Cordova et al., 2013, Gerber et al., 2013

E' importante sottolineare il contributo degli stessi startupper, una volta concluse le rispettive campagne di crowdfunding, nei confronti dei nuovi *founder*: a loro volta, una percentuale sempre crescente fra di essi offre la propria esperienza, e quanto appreso dalle iniziative precedentemente gestite, sotto forma di consigli ed informazioni utili sullo sviluppo e l'articolazione della campagna ai nuovi team fondatori, fino anche a partecipare sotto forma di donazione, nel nuovo ruolo di *project backer* (Cordova et al., 2013).

3.2 Crowdfunding e web community: le implicazioni e i benefit per investitori e sviluppatori

Le funzionalità fin qui analizzate, che emergono dal rapporto fra le community online e il crowdfunding, ci portano ad osservare due implicazioni determinanti: per quanto riguarda la propensione all'investimento da parte dei *project backer*, e per ciò che concerne l'organizzazione e la gestione del lavoro innovativo da parte dei *founder*.

Un primo aspetto, riguarda la probabilità e l'efficacia correlata alle previsioni sul successo o meno della campagna: ciò che Van Wingerden et al. (2011) definiscono *predictive power*. Come descritto nel capitolo II, a partire dagli studi di Mollick (2013) effettuati sui finanziatori registrati nella piattaforma *Kickstarter*, i meccanismi di imitazione e il *peer effect* hanno un peso determinante nell'incentivare la partecipazione degli altri utenti di un network, e nell'aumentare le probabilità di successo della campagna di crowdfunding. Una valutazione coerente ed efficace del successo o del fallimento di un'idea innovativa o di un prodotto, specialmente in settori caratterizzati da un'innovazione tecnologica rapida e costante, oppure strettamente dipendenti da condizioni soggettive, come la creatività degli individui (l'industria musicale e cinematografica ne sono validi esempi), è un'operazione complessa e difficilmente verificabile prima che il progetto abbia pienamente mostrato il suo potenziale. In sintesi, effettuare una valutazione *ex ante*, in questi casi, è un'operazione che non permette di raggiungere un risultato certo, ma solo di effettuare ipotesi (Kappel, 2008). I fattori di rischio presentano quindi livelli molto elevati per entrambe le parti in gioco, agendo da freno per i finanziamenti e limitando l'esposizione degli investitori (Agrawal et al., 2011).

I segnali e gli indicatori che possono essere interpretati, osservando la reazione di quei *lead user* che intervengono già nelle fasi iniziali di una campagna, fornendo feedback costruttivi e contribuendo a diffondere un progetto o un prototipo, rappresentano uno degli elementi determinanti nel ridurre il rischio legato all'*innovation financing* e allo stesso lavoro innovativo per i produttori. La loro attività consente ai potenziali *project backer* di valutare la performance della campagna di finanziamento, relativamente al tempo stabilito, osservando la progressione dei capitali raccolti, e di stimare con dati provenienti direttamente da altri consumatori/finanziatori, quale sia in quel determinato momento la qualità di un progetto e il livello di interesse verso di esso (Van Wingerden et al., 2011).

Un sostenitore interessato, attraverso la rete di interazioni del network di finanziatori, e grazie al flusso di opinioni e informazioni sull'oggetto della campagna, potrà effettuare una prima valutazione *ex ante* più coerente con l'impatto reale di un'idea innovativa o di un prodotto con il segmento di mercato di riferimento.

In settori come l'industria discografica, dove sia l'offerta che la domanda sono influenzate principalmente da fattori soggettivi, e il rischio di incorrere in investimenti errati è conseguentemente alto, il crowdfunding rappresenta una soluzione efficace per ridurre i rischi e misurare le chance di successo di un progetto direttamente dall'interesse dei consumatori, e dalla reazione degli altri finanziatori della community (Gerber et al., 2012). Un secondo aspetto, riguarda gli effetti e le implicazioni di una strategia di crowdfunding sulle fasi di

design, sviluppo e creazione delle innovazioni: aree di competenza dei produttori, cioè i *founder* della campagna (Mollick, 2013). Abbiamo precedentemente definito un'iniziativa di crowdfunding come un processo fluido, aperto e strutturato per poter acquisire e trarre vantaggio dai condizionamenti e dall'influenza del *crowd*. Questo framework comporta quindi una riconfigurazione del lavoro innovativo, per gli sviluppatori, al fine di incentivare la partecipazione dei finanziatori (Riedl, 2013).

E' particolarmente utile, ai fini della nostra analisi, considerare come caso di studio la tipologia di crowdfunding *reward-based*. Si tratta delle iniziative di fundraising maggiormente riconducibili a nuove offerte di prodotti o servizi; i finanziatori di campagne di questo tipo sono prevalentemente interessati e motivati al pre-ordine del prototipo presentato, come *ricompensa* materiale per il loro contributo finanziario, e i fondatori dispongono di condizioni e strumenti per ampliare e personalizzare l'offerta di *rewards* per gli investitori (Belleflamme et al., 2010). La creazione di diverse categorie di ricompense materiali per i finanziatori, che variano sulla base dell'importo versato, permette agli sviluppatori di raggiungere due obiettivi (Kuppuswamy, Bayus, 2013):

1. Intercettare un insieme più ampio possibile di finanziatori, formulando offerte di ricompensa precise e personalizzate per tutti i possibili importi, attraverso la definizione di intervalli basati sul valore della donazione (es., 1-99 \$), a cui corrispondere una determinata tipologia di *reward*;
2. Incentivare la partecipazione degli investitori sulla base della possibilità di ottenere una ricompensa personalizzata per l'interesse o il bisogno del singolo finanziatore.

Ancora una volta, il caso "*Pebble smart watch*" è di aiuto per osservare realmente un modello di *personalizzazione* della campagna di crowdfunding, questa volta tuttavia sotto una prospettiva differente rispetto a quanto osservato nel capitolo II, con l'obiettivo di evidenziare il collegamento fra Crowdfunding e selezione sul design preferito, da parte dei consumatori. Il prodotto è stato configurato per offrire design e funzionalità pienamente *customizzabili* da parte dei consumatori: questo modello, nel corso della campagna di fundraising, si realizzava personalizzando l'offerta di ricompense e la possibilità di pre-ordine del prodotto sulla base di precise categorie di donazione. Il pre-ordine era disponibile a partire da investimenti superiori a \$ 99; per le classi superiori, venivano resi disponibili design, funzioni d'uso e quantitativi di

prodotto sempre più avanzati, che crescevano in potenziale innovativo e competitività a livello economico, all'aumentare dell'importo di finanziamento. Veniva poi offerto un ulteriore stock di applicazioni scaricabili da una piattaforma online, in grado di soddisfare un vasto insieme di bisogni e necessità espressi dai *lead user* (figura 3.2)⁵⁴.

Fig. 3.2 Crowdfunding, Open Community e Modularità: il caso Pebble

pebble 	Fascia di donazione	Reward prevista per il finanziatore
	1 - 99 \$	Pre-ordine non disponibile aggiornamenti gratuiti sugli sviluppi futuri
99 - 115 \$	Pre-ordine disponibile smart watch modello standard, colore nero	
115 - 125 \$	Pre-ordine disponibile modello standard, 4 colori personalizzabili	
125 - 220 \$	Pre-ordine disponibile 2 modelli standard, colore nero	
220 - 235 \$	Pre-ordine disponibile 1 modello standard più 1 modello riprogrammabile	
235 - 240 \$	Pre-ordine disponibile 2 modelli standard, 4 colori personalizzabili	
240 - 550 \$	Pre-ordine disponibile 5 modelli standard, 4 colori personalizzabili	
550 - 1000 \$	Pre-ordine disponibile 10 modelli standard, 4 colori personalizzabili	
1000 - 1250 \$	Pre-ordine disponibile 5 modelli standard più 1 modello design personalizzato	
1250 - 10000 \$	Pre-ordine disponibile 100 modelli standard, 4 colori personalizzabili	

Fonte: elaborazione dell'autore, dati e informazioni [Kickstarter.com / projects / Pebble: e-paper watch for iPhone and Android](https://www.kickstarter.com/projects/pebble)

Prodotti come *Pebble* sono progettati sulla base di una architettura standard, a partire dal quale i consumatori possono inserire, eliminare e modificare funzioni d'uso, applicazioni e design. I singoli moduli sono indipendenti dal *core design* e quindi interscambiabili, in base ad esigenze e interessi individuali espressi dai consumatori, secondo un trend già affermato e diffuso nell'ambito della *product innovation*: l'architettura modulare (Sanchez, 2002). In un contesto caratterizzato da flussi continui di interazioni, scambi di conoscenza e informazioni fra sviluppatori e community online, come una campagna di crowdfunding, l'architettura modulare rappresenta lo strumento per migliorare e ampliare l'offerta verso i finanziatori, e quindi incentivare la stessa partecipazione degli investitori a livello di donazioni. I network digitali e le funzionalità disponibili nel Web 2.0 per la comunicazione istantanea, rendono possibile un elevato livello di efficienza nella scelta delle componenti (moduli) da parte dei consumatori, e incentivano inoltre la partecipazione di essi nella proposta di nuove idee, nuovi design e funzioni (Yoo et al., 2012). L'innovazione, o nel caso specifico il prototipo, vengono quindi progettati per consentire un'ampia libertà d'azione nella personalizzazione e

⁵⁴ [Kickstarter.com: projects, Pebble : E-paper watch for iPhone and Android](https://www.kickstarter.com/projects/pebble)

selezione delle componenti di maggiore interesse, da parte del consumatore; parallelamente, il lavoro innovativo è riconfigurato per favorire la massima partecipazione delle community online nella fase di progettazione e sviluppo (Dahlander et al., 2009). L'architettura modulare, nella realtà di una campagna di crowdfunding, permette a startuper e team di sviluppatori di ridurre la complessità di un prodotto, aumentando l'offerta di componenti opzionali integrabili rispetto al design fondamentale, e di collegare la disponibilità di esse a determinate fasce di donazione. Attraverso questo meccanismo, le community di investitori e potenziali consumatori esprimono il proprio interesse verso un particolare design, contribuendo finanziariamente al suo sviluppo.

Il processo innovativo viene modificato: i confini delle aree di competenza degli sviluppatori vengono resi fluidi, a discapito di segretezza e protezione della proprietà intellettuale, per consentire ai network di utenti web di partecipare al lavoro innovativo, mentre il prodotto viene configurato in più componenti indipendenti, per incentivare il contributo creativo e finanziario dei *project backer* (Wei et al., 2012).

3.3 Il Crowdfunding come financing strategy applicata alle innovazioni di prodotto: la sfida dell'*enterprise crowdfunding* e il caso IBM

La ri-progettazione delle attività innovative per trarre vantaggio dal contributo di consumatori, community e *lead user*, è un modello di gestione ampiamente diffuso e testato nei mercati tecnologici. La diffusione e l'affermazione di Internet come mezzo di comunicazione standard per la trasmissione di informazioni, hanno solo facilitato il coinvolgimento dei consumatori nel ruolo di *co-developer*, nell'innovazione di prodotti, servizi e processi; allo stesso tempo, la ridefinizione dei confini dell'impresa per ottenere risorse per l'innovazione (conoscenza, informazioni, esperienza) dall'interno e dall'esterno, è diventata una strategia sempre più frequente (Jeppesen, Molin, 2010). L'*open innovation*, il crowdsourcing e più recentemente il crowdfunding, sono quei framework operativi che permettono ad attori esterni di contribuire al processo di *value creation* di una impresa o di un progetto, offrendo asset in termini di conoscenza, esperienza, informazioni o di partecipazione finanziaria (Wei et al., 2012).

Nel caso dell'*Open Innovation*, il modello di business è costruito su due aspetti strategici (Chesbrough, 2003). Il primo, è l'apertura dell'impresa o del progetto imprenditoriale ad una rete esterna e diversificata di soggetti, in grado di offrire stock di nuova conoscenza, informazioni e tecnologia, generando così nuovo valore e moltiplicando

quello esistente all'interno dei confini dell'impresa; attraverso questa strategia, un imprenditore o un team di sviluppatori è in grado di accedere ad una fonte potenzialmente illimitata di conoscenza, distribuita fra i soggetti presenti nella rete.

L'apertura permette di aumentare il valore prodotto dal network di soggetti e partner di ricerca e sviluppo, attraverso un flusso di conoscenza e asset innovativi in due direzioni: a partire dalla rete, verso l'impresa, e da essa verso l'esterno. La segretezza sulle attività di innovazione non rappresenta più un fattore su cui costruire vantaggio competitivo (West et al., 2006), e l'impresa rende dunque permeabili i confini per consentire ai partner presenti nella sua rete di osservare i processi in atto e muoversi per trarne benefici e contribuire a loro volta (Chesbrough et al., 2006). Il secondo presupposto, si realizza nel presidio costante della rete o del mercato, al fine di monitorare, selezionare e appropriarsi del valore prodotto. La fase di presidio è un momento cruciale nel paradigma dell'Open Innovation: l'impresa effettua uno screening delle risorse e degli asset provenienti dalla rete, e sceglie di quali appropriarsi sulla base del valore aggiunto che sono in grado di fornire ai propri processi innovativi (ibidem, 2006).

Il Crowdsourcing, il cui meccanismo è stato descritto nel corso del capitolo II, è una strategia di outsourcing strettamente collegata e derivata dai principi dell'Open Innovation. L'impresa, o il team di sviluppatori nel caso di un progetto imprenditoriale o di un soggetto ancora in fase di start-up, sceglie di integrare i propri consumatori o soggetti esterni dotati di asset di valore per gli obiettivi, i prodotti e i processi dell'impresa, all'interno delle fasi di ricerca, sviluppo, e problem solving (Schenk, Guittard, 2011). Il *Crowd* si configura come una fonte di risorse in termini di conoscenza, competenze ed esperienza, estremamente diversificata, e dunque in grado di offrire un valore aggiunto rilevante all'impresa, rispetto agli asset interni limitati che è possibile sfruttare.

I benefici possono essere quantificabili a livello economico non solo dai contributi innovativi che è possibile estrarre e valorizzare, a partire dalla partecipazione dei consumatori, ma anche dalla riduzione dei costi di sviluppo di determinate attività (Maiolini, Naggi, 2010). Come descritto nell'analisi di Kleeman, Voss e Rieder (2008), le *rewards* previste per i progetti, le soluzioni o i contributi offerti dal network, sono significativamente inferiori rispetto ai costi che il management avrebbe dovuto sostenere facendo leva esclusivamente sulle risorse interne.

Il Crowdfunding, come già visto, rappresenta un'evoluzione a livello finanziario del crowdsourcing, e analogamente ai modelli di business fin qui presentati, è un ulteriore esempio di framework operativo derivato del cambiamento di paradigma (*paradigm shift*) che

ha coinvolto consumatori e fonti esterne di conoscenza, informazioni e risorse, all'interno dei processi innovativi. Rientra quindi completamente nelle caratteristiche del cambiamento che ha visto in molti settori, con l'Information Technology in prima posizione, il passaggio da processi la cui fonte di risorse per l'innovazione erano le attività di R&D (ricerca e sviluppo), a nuovi modelli basati sul principio C&D (*connect and develop*, connessione ad un network e sviluppo; Maiolini, Naggi, 2010).

Le campagne di finanziamento basate sul crowd capital permettono ai team di sviluppatori, o al management di progetti imprenditoriali innovativi, di coinvolgere e stimolare la partecipazione dei consumatori nel ruolo di *co-developer*, con il raggiungimento di un livello di efficienza più elevato che in qualsiasi altro modello precedentemente analizzato. I finanziatori di una iniziativa di crowdfunding contribuiscono direttamente alla raccolta di capitale di *seed stage* per il supporto allo sviluppo dell'innovazione, e indirettamente attraverso l'effetto di selezione operato sui vari design proposti dagli sviluppatori (Wei et al., 2012).

Per i fondatori del progetto e della campagna di fundraising, i benefit sono quindi quantificabili in termini di risorse finanziarie (equity), in termini di marketing e a livello di percezione e previsione dei design di maggiore gradimento verso i potenziali consumatori (Rayna, Striukova, 2014). La funzionalità diversificata dello strumento, che permette di raggiungere una lunga serie di obiettivi complementari, e la minimizzazione del livello di rischio, attraverso il coinvolgimento di una platea di soggetti assimilabile agli *stakeholders* di un progetto imprenditoriale, rendono il crowdfunding un modello estremamente versatile, applicabile ad un vasto insieme di settori, iniziative e realtà, anche in contesti industriali già consolidati.

La *Corporate Innovation*, l'insieme dei processi decisionali, gestionali e degli sforzi innovativi all'interno di un'impresa, è uno degli orizzonti di diffusione più recenti, inaspettati e dall'impatto potenzialmente radicale, di questo strumento. Una sfida di grande rilievo, nell'ambito dei meccanismi di allocazione delle risorse per l'innovazione all'interno delle imprese, che Gerber et al. (2013) definiscono *enterprise crowdfunding*.

Il primo caso appartiene al dipartimento Corporate R&D dell'IBM, negli Stati Uniti, nell'ambito di una ricerca effettuata da Muller et al. (2013) su un team di 311 impiegati e ricercatori ⁵⁵. Ai soggetti coinvolti veniva reso possibile l'accesso ad una piattaforma sperimentale realizzata nello spazio Intranet IBM, L'esperimento è stato progettato su un arco

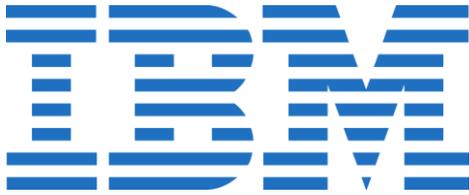
⁵⁵ Muller, Geyer, Soule, Daniels, Cheng (2013) "Crowdfunding inside the enterprise: employee-initiated innovation and collaboration". IBM Research, Working Paper. Cambridge, (MA) USA.

temporale di 35 giorni, e ha visto la presentazione di 34 progetti, 19 dei quali hanno raggiunto con successo il 100% dell'importo di capitale necessario stimato e comunicato all'inizio della campagna, riuscendo a raccogliere complessivamente oltre 20.000 \$. Il test presentava come obiettivi minimi attesi il raggiungimento di un livello soddisfacente di collaborazione fra individui e divisioni interne al dipartimento R&D, un tasso di partecipazione che riflettesse almeno un terzo dei membri attivi in iniziative di crowdfunding, e un incremento del livello di motivazione, coinvolgimento, e *corporate identity* (ibidem, 2013).

Le prestazioni sono state al di sopra delle attese per ognuno degli obiettivi stabiliti, e hanno dimostrato gli effetti rilevanti del crowdfunding nell'incentivare la creatività individuale e la proposizione di innovazioni, nel generare di interesse verso di esse, e nello stimolare la partecipazione e la nascita di nuove sinergie fra le divisioni e i gruppi di lavoro esistenti. Rivestono allo stesso tempo una grande importanza le esternalità positive prodotte dal crowdfunding sui meccanismi di allocazione delle risorse finanziarie.

Il risultato finale ha mostrato infatti un impatto incrementale sull'efficacia e sulla rapidità dei processi decisionali, prima organizzati sulla base di un modello strettamente gerarchico a partire dal management di livello intermedio, che svolgeva una funzione di filtro sui progetti con il potenziale per meritare l'approvazione definitiva (Muller et al., 2013; *fig. 3.3*).

Fig. 3.3 Enterprise crowdfunding in IBM R&D: alcuni dati essenziali

Enterprise Crowdfunding 	Impiegati coinvolti per dipartimento	Progetti presentati e di successo	Investimento complessivo / totale
	311 complessivi	34 complessivi	22.500 \$ / per
	255: IBM R&D 56: IBM non R&D	19: terminati con successo	34 progetti

Fonte: elaborazione dell'autore da Muller et al. (2013)

Quali conclusioni è possibile trarre, da questo primo esperimento documentato di *enterprise crowdfunding*? Sono stati precedentemente discussi i vantaggi offerti da una campagna di crowdfunding per le innovazioni radicali e per tutte quelle tecnologie che presentano un cash-need iniziale ridotto, oppure margini di sviluppo significativi ma difficilmente quantificabili allo stato presente (capitolo II, par. 2.3; Cordova et al., 2013). Gli

sviluppatori di innovazioni che rientrano all'interno di queste tipologie (si considerino i casi già analizzati di Ouya e Pebble), trovano spesso difficoltà considerevoli nel far emergere ed affermare il potenziale di crescita e profitto dei rispettivi progetti, per rendere le nuove tecnologie attrattive per gli investitori istituzionali. Bassi livelli di propensione al rischio, e frequenti effetti di distorsione causati dalla difficoltà nel riconoscere quantitativamente il valore delle innovazioni nelle fasi di *seed* ed *early stage*, condizionano in modo rilevante le fasi di approvazione e raccolta dei finanziamenti per avviare la realizzazione e l'implementazione dei nuovi progetti (Lawton, Marom, 2013).

Le osservazioni effettuate finora sulle difficoltà che emergono nella raccolta di capitale di start-up, sono premesse riscontrabili non solo per progetti indipendenti, realizzati da sviluppatori e startuper e poi proposti agli investitori di venture capital, ma anche all'interno di realtà imprenditoriali affermate, dove la competizione per il successo e la realizzazione di un progetto attraversa un processo in senso gerarchico: dalle divisioni R&D, ai livelli di *senior* management, competenti nell'assegnazione dei fondi.

L'allocazione delle risorse finanziarie per i progetti innovativi, ugualmente nei casi di imprese affermate o leader di settore, è caratterizzata da asimmetrie informative significative, fra gli individui che svolgono ruoli decisionali e i dipartimenti specializzati nelle attività di ricerca (Burgelman, 1991). Christensen e Bower, in uno studio del 1996 sulle imprese leader nel settore dell'ICT statunitense, e per questo particolarmente coerente e affine alle specificità del caso IBM qui considerato, evidenziano come i progetti, le tecnologie, e i nuovi processi sono frequentemente sottoposti alla valutazione del *senior management* sulla base di informazioni incomplete o poco chiare sulla redditività potenziale, sull'orizzonte di sviluppo, e sul mercato di riferimento.

Le società leader di settore nell'Information Technology, contesto caratterizzato da un nucleo ridotto di imprese dominanti e da un vasto network di produttori di componenti minori, con un segmento di consumatori consolidato e obiettivi di business ambiziosi in termini di profitto, mostrano una propensione estremamente ridotta al rischio nell'investimento in tecnologie di frontiera (ibidem, 1996).

Qualsiasi *shift* del paradigma tecnologico di riferimento rappresenterebbe una sfida alla posizione dominante, assunta nell'ambito del paradigma precedente, con uno stock di conoscenze, esperienza e informazioni radicalmente differente e quindi non replicabile nel nuovo sistema. Il management strategico dunque, nella fase di screening dei progetti e delle nuove tecnologie, si trova a dover effettuare una valutazione su innovazioni ad elevato potenziale, ma con un mercato di riferimento ancora poco chiaro, e un conseguente livello di

profitto atteso stimabile soltanto a livello di ipotesi, senza alcun elemento quantitativo a supporto (Hill, Rothaermel, 2003).

La scelta finale, come emerge da Christensen e Bower (1996), ricade nella maggioranza dei casi su quelle tecnologie di perfezionamento, nell'ambito di paradigmi esistenti, sui quali l'impresa può vantare un segmento di consumatori affermato, fidelizzato e controllato, e sul quale i margini di rischio si riducono notevolmente.

Il crowdfunding può rappresentare un modello di allocazione di successo anche in contesti di Corporate R&D e *Corporate Venture Capital*. Nel caso IBM, come visto precedentemente, e in base a quanto descritto da Muller et al. (2013), il crowdfunding ha garantito visibilità, possibilità di testing e accesso ai finanziamenti a più di 34 progetti in 35 giorni, con una percentuale di successo pari al 56% (risultato rilevante, se confrontato con la percentuale media di completamento su una piattaforma globale come Kickstarter, in cui si attesta solo al 43,89%; Muller et al., 2013).

Sono stati proprio il processo decisionale e le rispettive fasi ad essere interessati maggiormente dal cambiamento di strategia: il modello di *enterprise crowdfunding* consente di superare i limiti rigidi imposti dalle fasi di approvazione, che procedono in senso gerarchico, con filtri progressivi sui progetti meno attrattivi per la redditività immediata dell'impresa. Emergono quindi nuove opportunità di finanziamento e realizzazione per un vasto insieme di iniziative che si collocano in settori di margine, rispetto al *core business*, oppure che non presentano profitti attesi sufficienti a generare interesse nel *senior management* (ibidem). Il ricorso al crowd capital in IBM ha dunque incentivato la creatività individuale dei gruppi R&D, stimolando il coinvolgimento dei dipendenti sulla base di due leve:

1. la soddisfazione personale per il possibile successo del progetto lanciato tramite crowdfunding;
2. la creatività e il traguardo finale delle innovazioni, prima sottoposti ai vincoli dei processi interni e dei requisiti di business, che escludevano un ampio numero di progetti di frontiera.

Ciò che rappresenta l'obiettivo principale e più ambizioso dell'*enterprise crowdfunding*, è però il cambiamento radicale che potrebbe portare nei processi di allocazione

delle risorse finanziarie per l'innovazione. I meccanismi basati sulla divisione rigida fra dipartimenti preposti alla ricerca e sviluppo e livelli di management responsabili delle decisioni finali, verrebbero riorganizzati nell'ambito del crowdfunding su un modello strategico e gestionale democratico, incentrato sulla partecipazione e la possibilità per ciascun team di ricerca o individuo di essere coinvolto nei dibattiti sull'approvazione e i requisiti dei progetti.

Il traguardo di lungo termine potrà essere la concreta allocazione dell'intero budget stabilito dall'impresa per l'innovazione, attraverso un modello partecipativo focalizzato sull'interazione fra livelli operativi e livelli decisionali all'interno dei dipartimenti di *Corporate Innovation*, riguardo la destinazione dei capitali sui progetti sviluppati (Muller, Druin, 2012). Un framework di questo tipo è ancora lontano dall'essere posto concretamente in esercizio, ma rappresenta una delle più ambiziose e possibili applicazioni del crowdfunding nei processi di ricerca e sviluppo all'interno delle imprese.

Quali effetti potrebbero emergere, e con quale impatto sull'efficacia del management strategico nel selezionare i progetti rilevanti per la *product e process innovation*? Una delle implicazioni di maggiore rilievo, potrebbe riguardare un incremento delle opportunità di finanziamento per le tecnologie di frontiera, ed una effettiva riduzione delle asimmetrie informative fra team di ricerca e management strategico, sfruttando le ipotesi valide per le valutazioni *ex-ante* effettuate dagli investitori di *Venture Capital* (si veda *par. 3.2, capitolo II*). Come osservato in Christensen e Bower (1996), gli strumenti a disposizione del *senior management* per valutare le potenzialità di successo di un progetto innovativo si basano su dati, caratteristiche e percezioni acquisite dal mercato di riferimento dell'impresa, del quale si conoscono preferenze, prestazioni e disponibilità finanziarie. Un'indagine di mercato o un test effettuato su un prototipo estremamente avanzato rispetto al posizionamento presente, oppure indirizzato verso una nuova categoria di consumatori, non ancora emersa e di cui non si conosce l'ampiezza del segmento, porterebbero ad una valutazione finale sfavorevole, con un valore di profittabilità atteso inferiore rispetto alle potenzialità.

Le premesse sono simili a quanto osservato nei casi *Pebble e Ouya (capitolo II, par. 2.3)*, i cui progetti innovativi sono stati rifiutati dagli investitori istituzionali di *venture capital financing* perché sussistevano margini di rischio troppo elevati riguardo il mercato di sbocco, le prospettive di profitto di lungo termine, e le difficoltà nella realizzazione software e hardware (Pui-Wing Tam, 2012). Il crowdfunding, dunque, potrebbe rivelarsi uno strumento efficace anche nell'allocazione delle risorse finanziarie per imprese affermate: le valutazioni che è possibile acquisire al termine di una campagna di crowdfunding riguardano la

disponibilità dei consumatori a sostenere il rischio dell'innovazione, ad acquistarla successivamente alla sua realizzazione, e a contribuire alla sua implementazione attraverso idee e informazioni sul gradimento del design. L'outcome finale, dovrebbe mostrare dunque una riduzione delle asimmetrie informative e delle distorsioni nella misurazione di profittabilità di quei progetti innovativi che si posizionano sulla frontiera della tecnologia, abbattendo una significativa barriera all'acquisizione di finanziamenti iniziali, analogamente ai casi di sviluppatori indipendenti che rivolgono i rispettivi prototipi ad investitori istituzionali e fondi venture (Cordova et al., 2013; *fig. 3.4*). Contemporaneamente, come visto nel caso IBM, si genererebbero esternalità positive a favore della collaborazione fra individui, team di ricerca e dipartimenti, ottenendo un maggiore livello di efficienza nell'utilizzo delle risorse umane e della conoscenza (Muller et al., 2013).

Fig. 3.4 Riduzione delle asimmetrie informative attraverso il Crowdfunding: analogie fra Venture Capital e Corporate R&D



Fonte: elaborazione dell'autore da Muller et al. (2013), Muller, Druin (2012)

3.4 Una visione di sintesi su crowdfunding e riconfigurazione dei processi innovativi: le differenze e la variabilità fra settori high-tech

E' il momento di effettuare una considerazione finale, su quelle che sono le specificità di settore nell'Information Technology e nei contesti dove il crowdfunding si mostra come un

meccanismo adeguato e coerente con l'obiettivo di costruire vantaggio competitivo per la startup o il progetto imprenditoriale. Il focus, in questo capitolo, è stato spostato sulle innovazioni di prodotto, e nel presentare i due *case study*, lo sviluppo di Pebble smart-watch e la sperimentazione del crowdfunding in IBM Corporate R&D USA, abbiamo preso in considerazione due contesti produttivi particolari: il *software* e l'*hardware development*.

Il crowdfunding, per il complesso e ampio insieme riconducibile a iniziative di beneficenza, *social ventures*, e campagne di finanziamento civico, può rappresentare un meccanismo efficace e rapido per raccogliere capitale iniziale al fine di avviare l'iniziativa, e generare un network di sostenitori interessati alla partecipazione, alla realizzazione e agli sviluppi futuri della campagna (Lehner, 2013). Acquisisce parallelamente, nella sua applicazione ad innovazioni di prodotto, come a campagne per il finanziamento e la promozione di nuovi progetti tecnologici, una serie di funzionalità diversificate e di grande impatto, che ci permettono di configurare il crowdfunding come una *innovation strategy* a tutti gli effetti, in grado di garantire il raggiungimento di obiettivi in termini di marketing, test di mercato, e selezione ex-ante dei design, da parte dei *project backer* (Van Wingerden et al., 2011). In ogni caso, per un team di sviluppatori o startuper, optare per una strategia di crowdfunding necessita di una riflessione accurata, e di considerare le implicazioni descritte precedentemente sulla ri-configurazione del lavoro innovativo, per poter acquisire vantaggio da fonti esterne che offrono direttamente la loro partecipazione in *equity*, ed indirettamente forniscono informazioni, conoscenza ed esperienza: i sostenitori della campagna (Wei et al., 2012).

Pur differenziandosi dalle funzionalità proprie del crowdsourcing, il *crowd capital* diventa una fonte di contributo creativo da parte dei sostenitori e prossimi consumatori dell'innovazione, attraverso l'organizzazione del design di base del prototipo su architetture modulari e modelli affini, che permettono di collegare direttamente la donazione, la *reward*, e scelta sul design. La ri-configurazione dei processi innovativi comporta, tuttavia, un cambiamento di strategia anche e soprattutto sulla protezione e la segretezza della proprietà intellettuale. Abbiamo evidenziato in precedenza come, secondo Schwienbacher e Larralde (2010), la mancanza di preparazione specifica e specializzazione del *crowd*, un insieme troppo diversificato e ampio, perché si possa presentare un progetto imprenditoriale con le peculiarità tecniche codificate in un messaggio comprensibile a tutti i componenti, è una delle principali cause di disincentivo per gli startuper alla descrizione dettagliata dei loro progetti. E' però necessario, allo stesso tempo, considerare la necessità per gli innovatori di dover presentare la tecnologia, il prodotto o l'iniziativa oggetto della campagna in modo più chiaro

e dettagliato possibile, al fine di mostrare la propria preparazione ed il valore innovativo del progetto, accrescendo di conseguenza la possibilità di successo (Mollick, 2013).

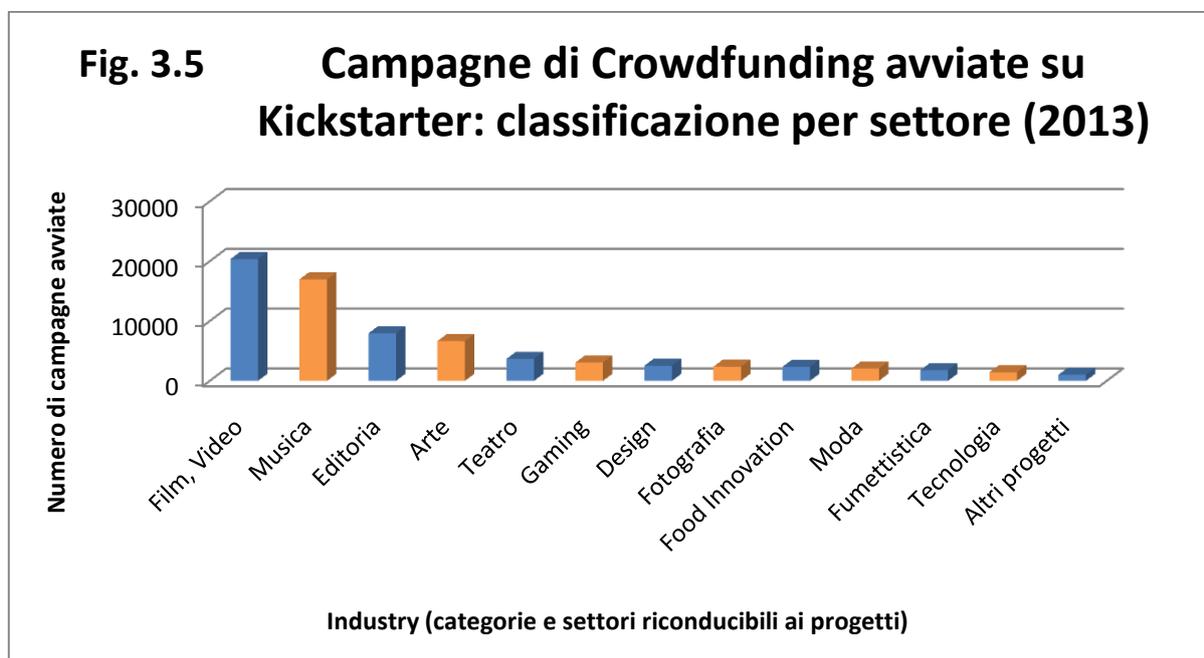
Analogamente a ciò che comporta l'adozione di una strategia di *open innovation*, gli startuper devono rendere il rispettivo progetto visibile nei suoi punti di forza e, di conseguenza, in molti punti di debolezza impliciti, offrendo il valore dell'innovazione in fase di sviluppo, alcune informazioni strategiche su di essa, e parte della conoscenza che incorpora, ad un network potenzialmente infinito di possibili finanziatori ed utenti web (Agrawal et al., 2013). I casi di studio fin qui considerati (Pebble, Ouya, l'*enterprise crowdfunding* in IBM), sono riconducibili ad un preciso contesto produttivo, l'ICT, e questo risultato non rappresenta una casualità. L'informatica di consumo, la programmazione software, il gaming e più recentemente l'industria cinematografica, rappresentano tre fra i settori in cui le pratiche di *open source*⁵⁶ si sono più affermate e diffuse fra i produttori indipendenti, come fra le imprese leader.

Nei modelli di programmazione *open source*, gli sviluppatori iniziali considerano il valore incorporato nell'idea alla base del codice realizzato, come una percentuale minoritaria e non assoluta del potenziale innovativo complessivo, che deriva in larga parte, piuttosto, dal valore che è possibile estrarre dal suo utilizzo concreto. Nei framework di sviluppo *open source*, i produttori divulgano gli obiettivi del lavoro svolto, e il codice del software viene quindi reso accessibile ai miglioramenti ed alle implementazioni, da parte di qualunque utente abbia necessità o interesse nel proseguire il suo sviluppo e nell'usufruire del software stesso (Lerner, Tirole, 2005). Dall'affermazione nella produzione software, il concetto di business dell'*open source* è stato estratto e messo in pratica in numerosi settori e contesti industriali e no-profit, in cui il vantaggio competitivo realizzato attraverso la segretezza e la protezione dell'idea costitutiva di una innovazione, viene sostituito da un modello di sviluppo aperto ai contributi di chiunque sia in grado di implementare il progetto e trarre beneficio dal suo utilizzo (Gruber, Henkel, 2006). La descrizione fin qui effettuata ci mostra delle significative identità con i principi strategici dell'*open innovation*: un'idea innovativa non costituisce un asset di valore in se, dal momento che altri soggetti, diversamente dai produttori, potrebbero possedere conoscenza, esperienza e informazioni per poterla sfruttare con benefici maggiori: la fonte di vantaggio competitivo subisce uno *shift* dalla creazione dell'idea stessa alla sua applicazione effettiva (ibidem, 2006). Emerge immediatamente un elevato livello di affinità

⁵⁶ Si definisce *Open Source* quel tipo di software il cui utilizzo, la cui modifica e implementazione vengono resi accessibili anche a fonti esterne e terze rispetto agli sviluppatori iniziali, attraverso l'emissione di licenze d'uso che ne certificano lo stato e le procedure di accesso e miglioramento (The Success of Open Source: Weber, 2004).

con quelle che sono le implicazioni del crowdfunding sull'organizzazione del lavoro innovativo.

La protezione dell'idea innovativa, o del concetto chiave della nuova tecnologia progettata, genererebbe infatti dei limiti significativi alla comunicazione del messaggio che lo startupper o il team di sviluppatori vuole lanciare ai network di finanziatori sul web (Mollick, 2013): per catturare l'attenzione delle community, e creare una base di interesse nei confronti della campagna, i *founder* devono offrire una visione completa e approfondita della portata innovativa del progetto, concentrando i loro sforzi sulla qualità degli aspetti estetici e comunicativi dell'iniziativa. Nel crowdfunding, la conoscenza incorporata e i punti di forza del prodotto o della tecnologia innovativa, vengono completamente condivisi con i sostenitori, a discapito di protezione e segretezza della IP. Quali evidenze empiriche possono essere osservate, quindi, dalle tipologie di progetti lanciati con campagne di crowdfunding? I dati offerti da *Kickstarter*, la piattaforma più ampia e diffusa a livello globale, in termini di progetti caricati, utenti registrati, e stock di capitali raccolti, ci mostra per il 2013 una classificazione in tredici categorie, a cui ricondurre le campagne avviate, per un totale di 72.140 progetti avviati nel corso di dodici mesi (*fig. 3.5*)



Fonte: elaborazione dell'autore, dati Kickstarter.com

Oltre a settori tradizionalmente estranei all'*innovation financing*, come l'editoria e la produzione teatrale, i progetti si posizionano in un intervallo estremamente ampio di aree:

dalla produzione di innovazioni tecnologiche hardware e software (*fig. 3.5, categoria - tecnologia*), alla produzione cinematografica e musicale, fino alla *food innovation* che coinvolge un vasto sottoinsieme di campi di esperienza e conoscenza, come la biologia applicata⁵⁷.

Seppure non considerato nella classificazione per il ridotto numero di progetti presentati, anche la *Clean Technology* (*fig. 3.5, categoria - altri progetti*) rappresenta un settore in crescita nelle piattaforme di crowdfunding, con performance e percentuali di successo elevate, specialmente nell'ambito delle innovazioni per la riduzione dell'inquinamento, e della tecnologia per l'efficienza energetica. Il caso di maggiore interesse è emerso nel 2014, con la campagna realizzata dallo studente olandese Boyan Slat sulla piattaforma *Indiegogo*, per il finanziamento di un innovativo sistema di raccoglimento e riciclo dei polimeri dagli oceani, che ha raggiunto nelle fasi preliminari per la realizzazione del prototipo, l'importo complessivo di 89.518 \$⁵⁸. Il crowdfunding è dunque una strategia di finanziamento applicabile a qualsiasi iniziativa o progetto imprenditoriale?

Rispetto alle tre macroaree convenzionalmente utilizzate per suddividere i mercati ad alto contenuto tecnologico: *l'information technology*, la *clean technology* e *l'healthcare technology*, alcuni settori mostrano tuttavia una quasi totale estraneità all'utilizzo di strategie di crowdfunding per ottenere investimenti di *seed* ed *early stage*.

Campi di applicazione come la progettazione di prototipi per la produzione di energia da fonti rinnovabili, la realizzazione di tecnologie basate sullo sfruttamento del gas naturale, le biotecnologie e il vasto ecosistema delle innovazioni in campo farmaceutico e dell'ingegneria biomedica, risultano difficilmente permeabili ai framework operativi del crowdfunding; il ricorso agli operatori di Venture Capital rappresenta infatti la *financing strategy* di riferimento e la principale fonte di accesso all'*equity* per imprese e startup in questi settori.⁵⁹ (Werling et al., 2013). Quali sono le possibili cause di questo effetto di resistenza alla diffusione del crowdfunding in alcuni mercati *high-tech*?

Una prima ipotesi sulla scarsa applicazione del crowdfunding alle innovazioni in campo biotecnologico, energetico, biomedico e farmaceutico, può essere effettuata in considerazione degli obiettivi di finanziamento specifici. Le fasi di sviluppo, sperimentazione, approvazione e commercializzazione di un nuovo farmaco, come di una tecnologia per la produzione energetica, necessitano infatti di budget di spesa e investimenti notevolmente più

⁵⁷ Kickstarter: 2013 Highlights report /www.kickstarter.com

⁵⁸ IndieGoGo: projects, The Ocean Clean Up / www.indiegogo.com

⁵⁹ 2011 Venture Capital Impact Study, redatto da IHS Global Insight per NVCA.

elevati rispetto ai settori high-tech legati all'informatica di consumo alla produzione software e gaming, con probabilità di successo esponenzialmente ridotte, spesso corrispondenti appena al 5% (Loucks, 2013).

L'industria farmaceutica, considerando la sola fase di testing, è l'esempio migliore per osservare l'inadeguatezza di uno strumento come il crowdfunding per la raccolta di investimenti e capitali iniziali nella ricerca biomedica: la sperimentazione di nuove molecole, convenzionalmente effettuata in quattro fasi di durata variabile, assorbe stanziamenti di budget frequentemente superiori al miliardo di dollari, diluiti in intervalli temporali in media ≥ 10 anni (Werling et al., 2013).

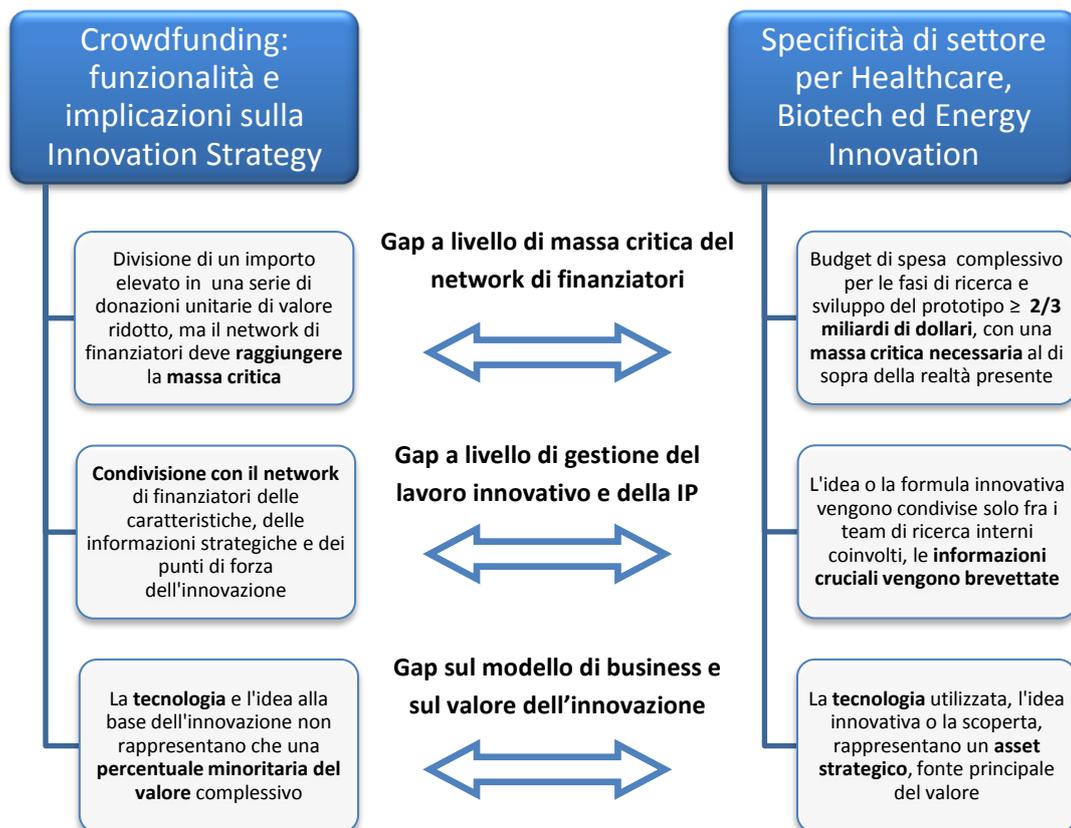
E' immediatamente osservabile come i presupposti per la raccolta del target di finanziamento, nonché i tempi di sviluppo e diluizione dell'investimento iniziale, non siano assolutamente allineati con la disponibilità di finanziamento, le funzionalità delle piattaforme, e la massa critica necessaria nei network di *crowd capital*. Un'ipotetica campagna, che offrisse la possibilità di investire nella ricerca di una nuova applicazione in campo farmaceutico, con un *threshold* pari a circa un miliardo di dollari, assorbirebbe in caso di successo un importo pari al 20% dei finanziamenti ottenuti tramite crowdfunding, a livello globale, in un intero anno (5.3 miliardi di \$ nel 2013): un risultato razionalmente impossibile da verificare. Parallelamente alla mancanza di allineamento con il valore finanziario dell'investimento, e del *cash-need* specifico per progetti innovativi in campo biomedico, biotecnologico ed energetico, è necessario considerare le peculiarità nell'organizzazione del lavoro innovativo e nella fonte di vantaggio competitivo.

Le imprese operanti nell'*Healthcare Technology*, o nell'innovazione in campo energetico e biotech, sono infatti caratterizzate dall'adozione di modelli di ricerca e innovazione radicalmente differenti rispetto ai framework operativi basati sul modello *open source*. Nei processi innovativi di *open innovation*, la condivisione con soggetti esterni rappresenta la chiave per generare e acquisire nuovo valore.

Al contrario, l'industria farmaceutica e la ricerca energetica e biotecnologica, hanno organizzato il lavoro innovativo sull'acquisizione di valore dalla segretezza della proprietà intellettuale, e ricorrendo ai *market for technology*, i mercati destinati alle transazioni e scambi di brevetti e licenze d'uso (Heller, Eisenberg, 1998). Una strategia di *innovation financing* non può prescindere dalle specificità endogene del settore di riferimento dell'innovazione. Qualora sia caratterizzato da altissimi costi di sperimentazione, asset strategici spesso non replicabili (condizioni ambientali, tessuti biologici o DNA), e intervalli temporali di lungo o lunghissimo termine fra la fase di ricerca e di commercializzazione, la

protezione della proprietà intellettuale rappresenta la fonte più efficiente su cui costruire valore aggiunto rispetto ai competitor, e ridurre l'impatto dei possibili costi di correzione del progetto. Ottenere investimenti iniziali attraverso un campagna di crowdfunding, quali conseguenze implicherebbe? La maggiore leva di resistenza alla diffusione del crowdfunding nell'*Healthcare Technology*, come nelle biotecnologie e nella farmaceutica, è rappresentata proprio dal sacrificio della segretezza della tecnologia o della scoperta alla base dell'innovazione, fonti cruciali per la profittabilità dell'impresa o del team di ricerca. Al contrario, come visto nel corso di questo capitolo, la condivisione delle informazioni strategiche e della conoscenza incorporata nell'innovazione, rappresentano uno dei cambiamenti principali da affrontare, per quei progetti imprenditoriali che intendano sfruttare le potenzialità del *crowd capital* (Frutkin, 2013; fig. 3.6).

Fig. 3.6 Crowdfunding e limiti di applicazione: i gap a livello di massa critica, processo innovativo e modello di business



Fonte: elaborazione dell'autore da Sisler (2012), Werling et al. (2013), Heller, Eisenberg (1998)

Abbiamo dunque concluso la prima parte di questa ricerca, completando un'analisi del fenomeno a partire dai due vettori di cambiamento su cui si colloca l'evoluzione del crowdfunding, discussi nel capitolo I: le nuove opportunità di finanziamento e raccolta di capitale di rischio, nel panorama dell'*innovation financing*, e le funzionalità a livello di marketing, organizzazione del lavoro innovativo e design di prodotto, generate nell'ambito dell'*innovation strategy* per i progetti imprenditoriali, le startup e le imprese high-tech.

Nel corso dei capitoli I e II, incentrati sul primo elemento innovativo, l'offerta di nuove opportunità a livello finanziario, è stato delineato lo scenario globale all'interno del quale è emerso e si è diffuso il crowdfunding. Sono state argomentate ipotesi, cause e osservazioni empiriche dai mercati di Private Equity e dei capitali per l'innovazione, il Venture Capital, individuando quali criticità generate dai meccanismi di finanziamento convenzionale e quali necessità espresse dai players principali (le startup tecnologiche e i progetti innovativi imprenditoriali e no-profit) avessero contribuito alla diffusione rapida globale del crowdfunding. La ricerca è stata poi concentrata, in questo capitolo, sulla descrizione e sull'analisi del secondo vettore innovativo rappresentato dal crowdfunding, quello generato dai cambiamenti nell'ambito dell'Information Technology, dei network e delle community online, e quali implicazioni essi abbiano per le strategie d'innovazione e il lavoro innovativo, gli startuper e i team di ricerca e sviluppo. Sono stati delineati due obiettivi di studio, collegati e consecutivi fra loro:

1. Individuare il contributo e il *value added* offerto dalle community web a livello di marketing, generazione di feedback e apporto creativo, oltre alla mera partecipazione finanziaria;
2. Analizzare gli effetti e le implicazioni di queste funzionalità e fonti di vantaggio incorporate nel crowdfunding, sullo sviluppo e la produzione delle innovazioni stesse (l'organizzazione e la configurazione del lavoro innovativo).

E' quindi emersa la portata innovativa del crowdfunding, non solo come meccanismo per allocare le risorse finanziarie del *crowd*, ma come efficace strumento di marketing, diffusione e selezione sui design in mano a startuper e produttori. Gli sviluppatori che scelgono di lanciare il proprio prodotto con una campagna di crowdfunding, sono quindi in grado di sfruttare la leva offerta dall'ampiezza dei network di utenti registrati presso le piattaforme, o attivi sul web 2.0, per generare interesse intorno ad una iniziativa, idea o

prototipo, raccogliere feedback e opinioni costruttive dai sostenitori, ed infine collegare la donazione finanziaria con una scelta indiretta su un preciso design di prodotto.

Una campagna di crowdfunding non è solo un modello alternativo di finanziamento ed investimento per l'innovazione sociale o di prodotto, ma rappresenta parallelamente un'innovativa strategia di promozione e sviluppo delle innovazioni, che consente di ottenere vantaggi a livello di visibilità dell'iniziativa, diffusione attraverso meccanismi di trasmissione delle informazioni e di reputazione, come il passaparola (*word of mouth*) e il *peer effect*, ed infine di acquisire contributi creativi attraverso la raccolta di feedback e opinioni costruttive. Il *crowd* diventa quindi una fonte per creare valore aggiunto ad un progetto imprenditoriale o no-profit, ed una risorsa strategica esterna al team di sviluppatori dell'innovazione, dalla quale acquisire una serie di asset cruciali per costruire vantaggio competitivo: equity, informazioni sul mercato, previsioni sulle preferenze dei potenziali consumatori, visibilità e diffusione dei punti forza e della portata innovativa del prototipo o dell'iniziativa.

Il capitolo che seguirà, sarà incentrato sullo studio e l'osservazione del funzionamento effettivo di una campagna di crowdfunding, con l'obiettivo di descrivere i modelli operativi e le best practice emerse nella progettazione, organizzazione e gestione di una tale iniziativa. Il centro dell'analisi sarà conseguentemente spostato dagli attori agli strumenti coinvolti, e sarà focalizzato su un loro utilizzo efficace al fine di raggiungere un outcome di successo: il completamento della campagna, attraverso il raggiungimento del target di finanziamento.

Ci si occuperà quindi di comprendere e delineare dei framework operativi e dei modelli quantitativi, adeguati e bilanciati per sfruttare con successo le leve offerte dal *crowd* e dalle web community in termini di equity ed informazioni strategiche. L'osservazione empirica, a partire dai modelli proposti dalle piattaforme di crowdfunding e dalla letteratura sull'argomento, rappresenterà la metodologia principale nel descrivere le fasi, i comportamenti e le linee guida finalizzate alla realizzazione di una campagna di successo.

A partire dai risultati che emergeranno, si cercherà infine di ipotizzare e descrivere le prospettive di sviluppo e affermazione di un mercato globale di operatori e flussi di capitali in movimento grazie al contributo del crowdfunding e dei principali players coinvolti in questi meccanismi: le piattaforme di intermediazione.

Capitolo IV

“Crowdfunding in action”: le strategie, i modelli operativi di successo e le best practices nell’organizzazione, impostazione e gestione di una campagna.

4.1 Decidere la strategia e organizzare la campagna: opportunity recognition e comunicazione fra startuper e community

“The great promise of crowdfunding is that it offers some advantages that other forms of financing do not. This means that more worthwhile projects and businesses get funded than would otherwise do, and people looking to invest or donate their money have more choices about how to do it. In a world in which financial innovation has come to be associated with greed and skullduggery, it’s a welcome change.”

Peter Baeck, Liam Collins, Stian Westlake (Crowding In, NESTA Working Paper, 2012)

Per uno startuper alla ricerca di fondi di *seed stage*, con i quali avviare lo sviluppo commerciale o industriale di una sua invenzione, le attività cruciali per il raggiungimento dei suoi obiettivi in termini di raccolta di capitale sono essenzialmente tre:

- identificare lo spazio e la domanda per l’innovazione;
- cogliere l’opportunità;
- riuscire a codificare e trasmettere il potenziale di crescita e profitto ai possibili investitori.

Fra di esse, la fase di identificazione e sviluppo di una innovazione e dei punti di forza specifici di essa, nota come *opportunity recognition* (Short et al., 2010), rappresenta il processo chiave nella creazione di nuove imprese, tecnologie e prodotti, nonché la base per una *exploitation* di successo. Qualora decidesse di rivolgersi ai canali di finanziamento convenzionali, il futuro imprenditore si troverebbe davanti ad un insieme limitato di investitori altamente specializzati, interessati ad informazioni basate su previsioni attendibili

di crescita e profitto, oltre che ad un business plan accurato (Sahlman, 1990). La fase di interazione e trasmissione all'investitore di informazioni strategiche sul progetto, passa in secondo piano rispetto alla *opportunity recognition* (Lehner, 2013). Gli operatori di venture capital sono alla ricerca di contenuti imprenditoriali e innovazioni ad alto potenziale, rispetto ai quali un business plan di qualità, o una buona presentazione diretta, rappresentano degli elementi che incrementano le chance di successo, ma non ne sono la fonte, dal momento che gli investitori convenzionali procedono nella gran parte dei casi ad effettuare valutazioni quantitative e qualitative indipendenti rispetto ai documenti ed alle informazioni trasmesse dagli startupper (si veda *capitolo II, par. 2.3*).

Al contrario, nel caso in cui decidesse di affidare il suo progetto imprenditoriale al giudizio del *Crowd*, davanti a quali sfide si troverebbe? Abbiamo evidenziato, nei due capitoli precedenti, l'importanza cruciale della comunicazione e della cura degli aspetti estetici nell'interazione fra il *founder* e i *project backers* (Mollick, 2013). Non si tratta solo di raggiungere obiettivi di marketing, come la diffusione del design e della portata innovativa di un progetto all'interno e fra le community di investitori, ma anche e soprattutto per coinvolgere gli utenti e i finanziatori già nel primo e fondamentale passaggio nella nascita di una innovazione: la fase stessa di *opportunity recognition* (Lehner, 2013).

Nel contesto di una campagna di crowdfunding, è la prospettiva stessa a mutare, nonché l'ordine degli obiettivi. E' certamente cruciale che l'imprenditore o il team di fondatori siano capaci di riconoscere l'opportunità, e riescano a costruire un progetto efficace intorno ad essa (un'esigenza dal lato della domanda, una nuova tecnologia, un modo d'uso innovativo per un'invenzione già in commercio), ma riveste un ruolo altrettanto fondamentale il coinvolgimento delle community di finanziatori nell'identificare a loro volta tale opportunità, e di valutarla secondo un vasto insieme di parametri, spesso totalmente soggettivi (Mollick, 2013; Van Wingerden et al., 2011).

Le sfide, per i fondatori della campagna, persistono soprattutto a livello comunicativo. Il *Crowd* è un insieme altamente eterogeneo di utenti web, e anche se osservato limitatamente alle singole community presenti nelle piattaforme di crowdfunding, il grado di variabilità in termini di esperienze, reazioni, esigenze e competenze specifiche è estremamente alto. Lehner (2013), propone una classificazione dei *project backers* sulla base della predisposizione ad assumere un ruolo proattivo nei confronti dei progetti costantemente presentati, distinguendo fra: ascoltatori passivi (*passive listeners*), semplici ricettori del flusso di informazioni trasmesso dai fondatori delle campagne e dai gruppi di utenti loro pari, e cercatori attivi (*active seekers*) di opportunità di investimento, fra le offerte proposte sulle piattaforme di

intermediazione. Coinvolgere il network di investitori nella fase stessa di *opportunity recognition*, stimolando il contributo finanziario di essi al progetto, comporta una attenta pianificazione delle strategie comunicative e degli strumenti adeguati a raggiungere un insieme di target eterogenei, per cui un unico canale di trasmissione delle informazioni cruciali, quale un business plan, avrebbe un effetto limitato (Steinberg, 2012).

Come osservato da Mollick (2013), nella ricerca già citata sulle determinanti di successo nelle campagne su Kickstarter (*capitolo II, par. 2.3*), una campagna di crowdfunding è prima di tutto uno strumento per presentare un'innovazione tecnologica, un nuovo prodotto, come un'iniziativa di beneficenza, ad un'ampia platea di potenziali *stakeholders* del progetto, con l'obiettivo di raggiungere la soglia di investimenti aggregati necessaria per la realizzazione. Tanto più il livello di eterogeneità all'interno del network di finanziatori è elevato, tanto più risulterà complesso ottenere un messaggio efficace, in grado di codificare quelle informazioni strategiche altrimenti contenute in un business plan o effettuando *scenario planning* e simulazioni⁶⁰ per il venture capitalist o il business angel (Arthurs, Busenitz, 2006). Come sintetizzato da Lehner (2013), per lo startuper che decida di finanziare il proprio progetto attraverso crowdfunding, non è sufficiente riconoscere l'opportunità, ma è necessario che anche il network di finanziatori possa identificarla e valutarne il potenziale in termini di portata innovativa e profittabilità, misurata tramite *ROI*⁶¹.

Tenuto conto della differenziazione degli investitori fra cercatori attivi ed ascoltatori passivi, gli strumenti e le strategie di comunicazione e persuasione utilizzati dal *founder* della campagna devono essere inoltre disegnati non solo sulla proposta di dati ed evidenze a supporto del progetto, ma anche per attrarre e stimolare l'interesse in quei segmenti del network che rimangono *passive listeners*. Emerge immediatamente il peso di strumenti e framework organizzativi in grado di aggregare ed attirare l'attenzione dei finanziatori nelle web-community, coinvolgerli all'interno della *vision* e degli obiettivi del progetto, stimolarne la partecipazione a livello di donazioni ed idee, ed infine facilitare la diffusione da parte di essi all'interno dello stesso network o in altri ambienti virtuali (Lawton, Marom, 2013).

Spazi per la comunicazione diretta fra gli investitori e il team di fondatori, come le piattaforme per l'invio di feedback presenti nella pagina web della campagna di crowdfunding, oppure lo sfruttamento della leva di social network affermati dove i *founders* possono far valere il peso di relazioni già instaurate e verificate, come le reti di amici e familiari presenti su Facebook, non rappresentano, nell'ambito del crowdfunding, degli

⁶⁰ Geissler C., Krys C. (2013). The Challenges of Strategic Management in the twenty-first century.

⁶¹ Lehner O.M. (2013). Crowdfunding Social Ventures: a model and research agenda. pag. 16, par 2.

accessori marginali per il migliorare dell'appetibilità di una causa sociale o il valore commerciale di una innovazione: questi canali assumono un valore strategico per il successo o il fallimento di un'iniziativa di crowdfunding, come il valore del profitto atteso a lungo termine, oppure un business plan redatto con attenzione, possono incrementare o ridurre la predisposizione all'investimento da parte di un fondo di venture capital (Mollick, 2013; si veda *capitolo II, pp. 56-57*). E' dunque di cruciale importanza che lo startuper o il team di *founders* conosca le funzionalità e le caratteristiche degli strumenti messi a disposizione dalle piattaforme di crowdfunding, o sia in grado di sfruttare le leve alternative tramite il web 2.0, nel caso in cui decida di proporre il proprio progetto singolo su internet, senza ricorrere all'intermediazione di una piattaforma.

Come è stato già evidenziato nel Capitolo I, la strategia di finanziamento basata sul ricorso ad una piattaforma di crowdfunding, è diventata rapidamente e globalmente la via più diffusa per presentare un progetto al *Crowd* (Lerro, 2013). Può trattarsi di piattaforme generaliste, ovvero disponibili per un insieme vastissimo di tipologie di progetti e di modelli di raccolta di capitale (*Kickstarter, Indiegogo, RocketHub, Ulule, Peerbackers*), oppure specializzate in determinati settori, come in alcune specifiche forme di crowdfunding, analizzate nel corso del capitolo II (*JustGiving* per il donation-based crowdfunding, *Spot.us* per progetti di tipo editoriale o giornalistico, *Crowdfunder.com* per attività di equity crowdfunding negli USA).

I benefit derivano principalmente dalla massa critica di investitori che è possibile aggregare, a partire dalle community di finanziatori già presenti e registrate sulle piattaforme, dalla possibilità di usare strumenti e programmi avanzati per la raccolta di capitale e il trasferimento dei dati degli investitori presso banche dati garantite dalla piattaforma stessa, e dalla tutela sulla restituzione dell'importo versato, qualora sia previsto il sistema denominato *threshold-pledge* (trasferimento effettivo del capitale raccolto ai *founders* solo in caso di raggiungimento della soglia prevista e nota alla comunità di investitori; Steinberg, 2012). Le iniziative di crowdfunding *ad-hoc*, che prevedono la realizzazione di uno spazio web autonomo, gestito dagli stessi proprietari del progetto e fondatori della campagna, sono diventate quindi gradualmente un'alternativa sempre più ridotta rispetto ad una strategia di fundraising intermediata (Lerro, 2013).

La nascita e la diffusione di piattaforme con una presenza globale, e con network di finanziatori registrati sempre più ampi, a partire dal 2007, ha generato una progressiva standardizzazione di tecniche, modelli di finanziamento, interfacce per la realizzazione della campagna e della comunicazione, nonché dei parametri di tutela per gli investitori

(Belleflamme et al., 2013). Le grandi piattaforme generaliste, e allo stesso modo gli intermediari concentrati su singoli settori, modelli di finanziamento, o realtà nazionali, hanno gradualmente omogeneizzato l'offerta di strumenti, framework operativi e guide pratiche per startupper e fondatori di campagne (Danmayr, 2014). Consigli per la realizzazione di video-presentazioni, manuali per la redazione di un *project plan* o, nel caso dell'equity crowdfunding, di un vero e proprio *business plan*, guide per l'utilizzo efficace di *widget* e strumenti virtuali per la connessione della homepage della campagna con blog e social network di proprietà dei fondatori, rappresentano un insieme di servizi offerti ormai presso qualsiasi piattaforma di intermediazione, oltre a spazi attivi quotidianamente per assistere i team e gli startupper coinvolti nella realizzazione delle rispettive iniziative (Lawton, Marom, 2013).

In un contesto come quello del crowdfunding, caratterizzato da un livello estremamente elevato di interconnessione e *path-dependency* (si veda capitolo I, par. 1.1), emergono costantemente framework operativi e best practice aggiornate per guidare i fondatori verso l'organizzazione efficace e la gestione efficiente delle campagne e dei progetti proposti al *crowd*. Come sottolineato sia da Cordova et al. (2013) che da Kuppuswamy e Bayus (2013), e coerentemente con quanto già accennato nel capitolo III, si tratta in molti casi di iniziative individuali: organizzatori di campagne sia di successo, sia fallimentari, che offrono la propria esperienza e i propri consigli ai nuovi fondatori, attraverso commenti e feedback diretti tramite la homepage della campagna.

E' altrettanto frequente trovare, a fianco delle iniziative spontanee, delle raccolte di consigli pratici promosse dalle stesse piattaforme: esempi come la *Success School* messa a disposizione da *RocketHub* sul suo sito ⁶², invitano i fondatori di campagne che hanno raggiunto il *threshold* previsto, o nella migliore delle ipotesi hanno registrato un *overfunding* (si veda capitolo II, par. 2.3) a descrivere la strategia seguita, gli obiettivi attesi raggiunti o meno, nonché le proprie sensazioni ed opinioni, in spazi creati dai gestori delle piattaforme al fine di svolgere il ruolo di *vademecum* per chiunque intenda lanciare un nuovo progetto (Steinberg, 2012).

Nel corso di questo capitolo, e specificatamente nel paragrafo seguente, ci occuperemo di presentare e discutere alcuni modelli operativi affermatesi grazie all'impegno di *founders* e gestori di piattaforme nella raccolta di strategie e case study, oltre ad esporre la prospettiva offerta dalla letteratura di settore sull'evoluzione e le fasi principali di vita di una campagna di

⁶² RocketHub: Success School / www.rockethub.com

crowdfunding. La ricerca sarà concentrata su casi di studio e iniziative senza discriminazioni in termini di modello di crowdfunding e settore; sulla base delle argomentazioni fin qui esposte, sarà invece focalizzata in larga parte su programmi e campagne di crowdfunding intermedie da piattaforme, rispetto a progetti costituiti come iniziative *ad-hoc*, che saranno comunque considerate per una maggiore completezza, ma non costituiranno l'oggetto di studio principale.

4.2 Evoluzione, fasi e processi in una campagna di crowdfunding: l'approccio e l'analisi della letteratura di settore

Realizzare una campagna di crowdfunding è dunque un processo complesso, che richiede una pianificazione accurata della strategia, degli strumenti a disposizione per renderla effettiva, e dei canali per comunicare in modo efficace vantaggi e prospettive di profitto ai potenziali investitori (Schwienbacher, Larralde, 2010). Scomporre una campagna e le attività accessorie e strategiche per la sua realizzazione in una serie di fasi e processi consequenziali fra loro, può essere utile per qualsiasi lavoro di ricerca sul tema che abbia il fine di capire il funzionamento del crowdfunding, sia per startuper e *founders* coinvolti direttamente nella preparazione della propria iniziativa, al fine di delineare una sequenza di attività chiave organizzate. Saranno quindi presentati tanto gli approcci pratici alla costruzione e al funzionamento di una campagna di crowdfunding, quanto i modelli teorici che possono fornire un riferimento utile sui passi da compiere, dal lancio dell'iniziativa alla conclusione del piano di raccolta dei capitali.

Fra i primi a studiare ed analizzare a livello scientifico il crowdfunding, la ricerca pubblicata nel 2010 da Schwienbacher e Larralde è uno dei primi studi organici sul fenomeno, sui motivi della sua diffusione, sui fattori che ne determinano la scelta in quanto modello di raccolta di capitale da parte di startup e iniziative no-profit, nonché sulle principali conclusioni che è possibile trarre a livello operativo⁶³. La domanda di ricerca posta dagli autori, è probabilmente il primo passo da effettuare per qualsiasi impresa, come organizzazione senza scopo di lucro, alla ricerca di canali di finanziamento alternativi al credito e al venture capital financing: Perché optare per il crowdfunding?

Vengono individuati sette principali elementi che possono influenzare questa scelta: la mancanza di pre-esistenti risorse finanziarie, la presenza di fattori di rischio e di asimmetrie

⁶³ Schwienbacher A., Larralde B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Chapter of the "Handbook of Entrepreneurial Finance". I ed. Oxford University Press, 2010.

informative, la particolare forma organizzativa imposta dal crowdfunding, il monitoraggio sulle preferenze dei consumatori, il target di finanziamento stimato, le implicazioni generate dalla presenza di un vasto insieme di *stakeholders*, come nel caso dell'equity crowdfunding, ed infine il vantaggio offerto dalle community web di consumatori e utenti in termini di creatività e indirizzo strategico.

Il primo aspetto, la mancanza di preesistenti risorse da parte dello startuper, rappresenta per gran parte della letteratura, e come visto fino a qui, la motivazione principale alla base del crowdfunding, uno strumento in grado di risolvere il problema generato dall'*equity gap*, la crescente difficoltà per un ampio insieme di progetti imprenditoriali e non-profit di accedere al capitale messo a disposizione da istituti bancari, *business angel* e venture capitalist; è importante considerare qui un'ulteriore accezione, più estesa, del concetto di risorsa, andando a racchiudere tutta quella serie di competenze, conoscenza specifica ed esperienza, che spesso manca dai *curricula* degli aspiranti imprenditori. Il secondo elemento, evidenzia una delle principali implicazioni strategiche del crowdfunding, ovvero la possibilità di diluire su un bacino estremamente ampio di investitori, il rischio legato ad una nuova attività imprenditoriale, come i costi per sostenere una iniziativa di beneficenza. Del terzo e quarto fattore discriminante, che vanno a comprendere le conseguenze per la forma e l'assetto organizzativo e gestionale dell'impresa o dell'iniziativa finanziata attraverso il crowdfunding, nonché la possibilità di controllare e testare l'opinione dei consumatori sul prototipo o sull'innovazione proposta, si è discusso ampiamente nel corso del capitolo III.

Il quinto elemento, il valore del *cash-need* per l'avvio del nuovo progetto imprenditoriale o più in generale della campagna, riguarda un aspetto estremamente rilevante da considerare: tanto più elevata è la soglia prevista per il completamento della campagna di crowdfunding, tanto più occorrerà una massa critica di investitori sufficiente per supportare il progetto. Il programma di crowdfunding che ha ottenuto l'importo aggregato di investimenti più elevato, attualmente, è rappresentato dal progetto lanciato dalla newyorkese Prodigy Network nel settore immobiliare, per la realizzazione del grattacielo BD Bacatà ⁶⁴, nella capitale colombiana Bogotà. La campagna ha visto coinvolti più di 3100 investitori, con un valore complessivo dei finanziamenti raccolti su Internet superiore ai 170 milioni di dollari (Raskin, 2013). Escludendo tuttavia il caso del crowdfunding nel settore *Real Estate*, che si realizza nella maggior parte dei casi senza l'intermediazione di piattaforme, la soglia di finanziamento maggiore finora raggiunta da un singolo progetto, è stata appena superiore ai

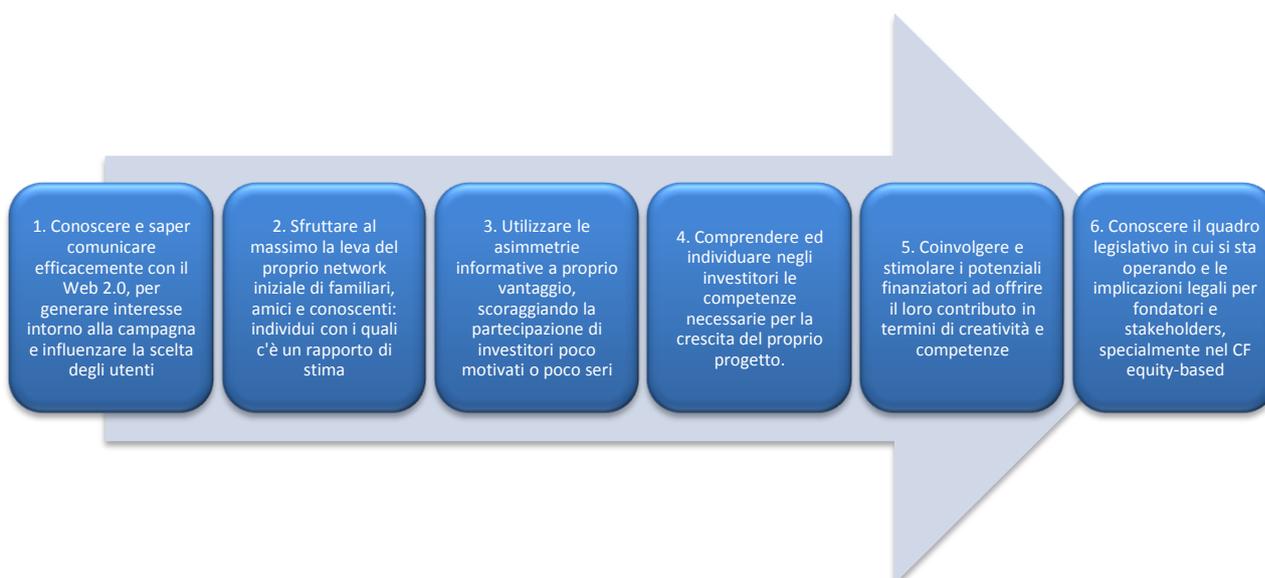
⁶⁴ Prodigy Network: Crowdfunding in Real Estate / http://en.prodigynetwork.com/portfolio_projects/bd-bacata.

10 milioni di dollari ⁶⁵. Per quanto riguarda il sesto fattore, le implicazioni legali sulla partecipazione in equity di investitori multipli sono direttamente collegate alle regolamentazioni nazionali sull'equity crowdfunding, laddove siano in vigore. Un esempio è il JOBS Act del 2012, negli USA, che ha introdotto una vasta serie di innovazioni al fine di creare un ambiente favorevole ad un ulteriore sviluppo del crowdfunding *equity-based*. (Lerro, 2013).

Il settimo ed ultimo fattore discriminante, secondo Schwienbacher e Larralde (2010), è rappresentato dal valore offerto dalle community online in termini di esperienza e creatività: una fonte di vantaggio competitivo rispetto ad altre forme di finanziamento, anche questa discussa dettagliatamente nel capitolo III. Quali informazioni, e quali consigli operativi è possibile estrarre dai sette fattori discriminanti del crowdfunding, descritti da Schwienbacher e Larralde? Gli autori concentrano le indicazioni sui primi passi da seguire, nonché sulle competenze e gli strumenti di cui migliorare la conoscenza per sfruttarne appieno la leva, in uno schema di sei punti, a partire da un caso di studio basato sulla campagna della startup francese *Media no Mad*. L'iniziativa è stata realizzata senza l'intermediazione di una piattaforma di crowdfunding, e sarà dunque esclusa da questa ricerca; i consigli espressi a conclusione del caso dai due autori, invece, sono sintetizzati nella figura 4.1.

Fig. 4.1 Come prepararsi per una campagna di crowdfunding?

6 consigli per aspiranti *founders* (Schwienbacher, Larralde, 2010)



Fonte: elaborazione dell'autore da Schwienbacher, Larralde (2010)

⁶⁵ CrowdfundingBlog.com / <http://www.crowdfundingblog.com/most-successful-crowdfunding-projects>.

Un framework teorico particolarmente efficace, sia a livello di analisi del fenomeno, sia per le indicazioni operative sulle attività che caratterizzano una campagna di crowdfunding, basato su un processo in cinque fasi, è stato proposto da Gerber, Hui, Kuo (2013)⁶⁶ della Northwestern University di Evanstone, USA e successivamente interpretato da Cordova et al. (2013)⁶⁷. Il modello è applicabile a qualsiasi caso di crowdfunding con l'intermediazione di una piattaforma, e si sviluppa dalla fase di preparazione del progetto, alle attività che è possibile riscontrare una volta terminata la campagna.

Il primo passo da compiere può essere sintetizzato dal binomio: preparazione e lancio. Il team di fondatori o lo startupper, preparano, definiscono e selezionano il materiale per realizzare l'*home page* del progetto, sulla base degli spazi messi a disposizione dalla piattaforma che sarà da essi scelta per ospitare la campagna. Si tratta di strumenti e canali di comunicazione con la community di potenziali finanziatori a cui sarà proposta l'iniziativa, quali un titolo, un video di presentazione, un *project plan* in cui descrivere gli obiettivi, le eventuali ricompense (*rewards*) previste, e una programma generale di attività da svolgere per realizzare il progetto, una volta terminata la fase di crowdfunding. E' prassi affermata che le piattaforme richiedano una previa consultazione sull'adeguatezza della campagna, sull'onestà degli intenti e su eventuali punti poco chiari riguardanti gli obiettivi. E' necessario dunque sottomettere il materiale preparato all'approvazione dei gestori della piattaforma, che in caso di risposta affermativa, consentiranno la pubblicazione del progetto, che verrà reso immediatamente funzionale per i finanziamenti da parte degli investitori.

La campagna, ora pienamente operativa, entra dunque in una seconda fase, di sollecitazione e analisi dei feedback. Il team di fondatori potrà immediatamente ricavare, dalla reazione iniziale del network di utenti attivi sulla piattaforma e sul web, il livello di gradimento del materiale preparato, delle strategie di comunicazione pianificate, e degli obiettivi nonché della *mission* stessa del progetto. Riveste dunque un'importanza cruciale in questa fase, l'impegno dei *founders* nel sollecitare ed incentivare la partecipazione dei finanziatori o degli utenti semplicemente interessati, a fornire feedback e opinioni sulla qualità del *project plan* presentato, del video di presentazione, oppure sul design preferito qualora si tratti di una campagna di crowdfunding per sostenere un'innovazione di prodotto (*si veda capitolo III, par. 3.2*). L'iniziativa, tuttavia, resterebbe limitata al contributo di quei soli utenti attivi nel cercare opportunità di investimento o nuovi prodotti (*active seekers*),

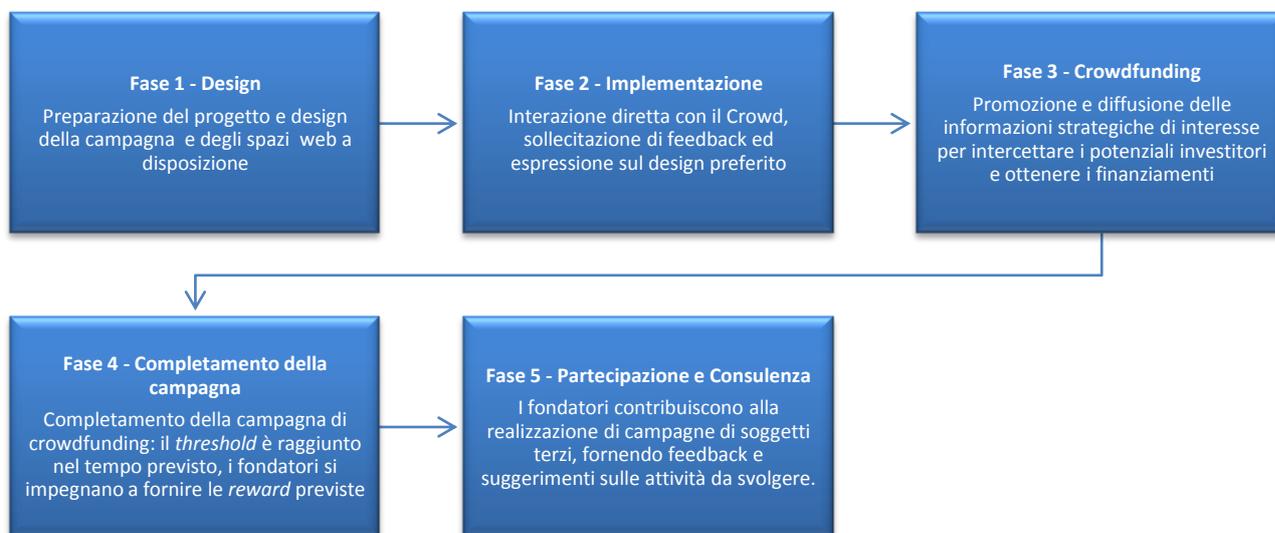
⁶⁶ Gerber E., Hui S. J., Kuo P. Y. (2013). Crowdfunding: Why People are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Northwestern University, Creative Action Lab. Evanstone, Illinois (USA).

⁶⁷ Cordova A., Dolci J., Gianfrate G. (2013). Crowdfunding: Towards the Democratization of Innovation Financing. Handbook of Global Science, Technology and Innovation.

senza una accurata diffusione di informazioni di interesse per intercettare il contributo o anche solo l'attenzione degli utenti passivi (*passive listeners*). E' dunque necessario, in una terza fase, che i fondatori della campagna si dedichino ad attività di promozione e diffusione delle informazioni strategiche con tutti gli strumenti di comunicazione *online* a disposizione, siano essi spazi predisposti dalla piattaforma o e-mail, rivolgendosi alle reti di sostenitori già presenti su social network, ed infine attraverso il coinvolgimento personale, nel caso di familiari o amici.

Con il completamento della campagna, ultimato il periodo predisposto per la raccolta dei capitali, e raggiunta la soglia di finanziamento pianificata, il *threshold*, il crowdfunding può dirsi concluso nel corso della quarta fase. I *founders* o lo startuper dovranno occuparsi di realizzare quanto previsto nel *project plan* presentato al pubblico su Internet nella prima fase del processo e preparare le ricompense garantite agli investitori o ai donatori, siano esse menzioni speciali o ringraziamenti personali, sia la fornitura del nuovo prodotto, nel caso in cui il finanziamento fosse collegato con un pre-ordine. Un quinto ed ultimo passo, estrapolato frequentemente dall'osservazione del comportamento dei fondatori, si riscontra nella partecipazione degli stessi a campagne successive realizzate da soggetti terzi, fornendo suggerimenti, consigli e informazioni sulle attività più efficaci da svolgere per raggiungere gli obiettivi, mentre in molti casi, la partecipazione si realizza anche con il contributo economico (*figura 4.2*).

**Fig. 4.2 Come organizzare una campagna di crowdfunding?
un processo in 5 fasi (Gerber et al., 2013; Cordova et al., 2013)**



Fonte: elaborazione dell'autore da Gerber et al. (2013), Cordova et al. (2013)

La proposta di analisi di Cordova et al. (2013), sulla base della descrizione di Gerber et al. (2013), che suggerisce di studiare una campagna di crowdfunding sulla base di un ciclo di vita in cinque fasi, presenta un approccio bilanciato fra un efficace impianto teorico e precisi riscontri pratici ed empirici. E' interessante considerare la coincidenza fra gli aspetti emersi nel corso dei capitoli precedenti, riguardo gli elementi e le attività in grado di determinare o meno il successo e l'apprezzamento di una campagna presso il crowd, e gli elementi principali evidenziati dai due team di ricerca.

La descrizione effettuata dagli autori sulla fase uno, che è abbiamo definito di “*design*”, ci permette di mettere in luce la rilevanza di un utilizzo mirato ed efficace degli strumenti e dei canali per la comunicazione *online*, a disposizione nelle interfacce previste dalle piattaforme per la progettazione della *home page* della campagna di crowdfunding. Un video di presentazione, uno spazio blog predisposto per la pubblicizzazione costante degli aggiornamenti sullo stadio di avanzamento del progetto, così come una descrizione chiara degli obiettivi e della *mission* dell'iniziativa, rappresentano le leve principali attraverso cui mostrare la qualità di una nuova tecnologia, di una iniziativa di beneficenza, di un nuovo prodotto, e per mostrare il livello di preparazione ed adeguatezza dei fondatori stessi o dello startuper (Schwienbacher, Larralde, 2010). Come già visto nel capitolo II, nell'ambito della ricerca di Mollick (2013) sulle fonti di successo per le campagne in *Kickstarter.com*, pianificare attentamente la propria strategia di comunicazione è determinante per ottenere risultati positivi in termini di impatto e valore aggiunto sulla qualità percepita dell'iniziativa o del progetto.

Le fasi due e tre, rappresentano i due momenti chiave del processo, e i passi effettivi durante i quali si realizza il *crowdfunding*: la raccolta di capitale e di feedback sull'oggetto della campagna. E' stato discusso, nel corso del capitolo III, il ruolo del crowdfunding come strumento di marketing e mezzo per la creazione di interesse intorno ad una innovazione. Nel modello proposto da Gerber et al. (2013) e Cordova et al. (2013), l'impatto del crowdfunding in termini di diffusione delle informazioni strategiche su una iniziativa o prototipo, e come fonte per raccogliere opinioni e feedback costruttivi da parte dei sostenitori, assume un peso rilevante. La fase due, può essere immediatamente collegata con il processo definito nel paragrafo 3.1 “test sul progetto”, dove veniva descritto l'obiettivo da parte dei fondatori di raccogliere ed analizzare la partecipazione critica dei finanziatori, che può riguardare l'impostazione della campagna o l'innovazione stessa (*si veda fig. 3.1, capitolo III*). Il passo immediatamente successivo, che si identifica nella diffusione delle informazioni sul progetto e sulla campagna nei network di investitori, e nella conseguente raccolta di capitale da parte

degli utenti interessati, porta alla luce la funzione di marketing del crowdfunding, attraverso i meccanismi precedentemente discussi di trasmissione delle informazioni fra community e all'interno di una comunità virtuale, quali l'effetto imitazione (*peer effect*) e il passaparola (*word of mouth*).

E' importante, a questo punto, effettuare un'ulteriore riflessione sulla quarta fase del ciclo di vita di una campagna di crowdfunding, che riguarda i momenti del completamento, della realizzazione di quanto descritto nel *project plan* e nella preparazione delle ricompense previste dai *founders*. Qualora escludessimo i casi di crowdfunding legati al lancio di un prototipo, in cui il sostegno finanziario si identifica con il pre-ordine del nuovo prodotto, quali impegni formali ed informali legano i fondatori della campagna alla predisposizione effettiva, e possibilmente puntuale, delle ricompense previste ed assicurate ai *project backers*?

Ancora una volta, sia Mollick (2013) che Kuppuswamy e Bayus (2013) forniscono risultati di ricerca e dati per osservare empiricamente le modalità secondo cui i progetti vengono completati, ed i sostenitori ottengono quanto previsto. Effettuata una ulteriore distinzione rispetto all'*equity crowdfunding*, che presenta, nella gran parte dei paesi, precisi processi di sottoscrizione degli investimenti da parte dei sostenitori, vigilati dalle commissioni di borsa competenti (SEC, Consob, nei casi USA e Italia), la gran parte delle piattaforme di crowdfunding non prevede alcun tipo di impegno formale e legalmente riconosciuto fra *founder* e *project backer*.

La ricerca di Mollick fornisce al riguardo alcune conclusioni rilevanti. Su una base di 381 progetti finanziati su *Kickstarter* fino al mese di luglio 2012, selezionati dall'autore e appartenenti alle categorie "design" e "tecnologia"⁶⁸, soltanto 14 fra di essi sono stati ripresentati per ottenere nuovi finanziamenti, mancando dunque la stima iniziale di un *cash-need* adeguato, oppure i fondatori hanno smesso di rispondere alle richieste dei finanziatori, rendendosi irreperibili: il rischio di frode, rimane dunque attestato al 3.6%, un livello estremamente ridotto. Pur non disponendo di meccanismi avanzati di controllo e tutela dei finanziatori registrati, il livello di rischio di fallimento per l'iniziativa che pure ha completato la campagna di crowdfunding, resta inferiore al 5% (Mollick, 2013). Le implicazioni che potrebbero seguire tale risultato, emergono con chiarezza da quanto è stato presentato nel paragrafo 2.3 (*capitolo II*). Il *Crowd*, infatti, pur non disponendo della metodologia e della conoscenza adeguata per effettuare una valutazione del rischio efficace quanto quella di un

⁶⁸ Mollick E. (2013). The dynamics of Crowdfunding: an exploratory study. The Journal of Business Venturing, num. 29, 08/2013.

venture capitalist, è comunque in grado di produrre misurazioni e valutazioni realistiche sulla qualità di un progetto, sulla preparazione dei suoi fondatori e sviluppatori, e sull'onestà che anima l'iniziativa proposta dagli stessi, basandosi sugli stessi indicatori che abbiamo già evidenziato nella fase uno del ciclo di vita del crowdfunding descritto da Gerber et al. (2013).

Tale risultato sottolinea ancora una volta l'importanza della pianificazione e di una attenta impostazione strategica della comunicazione nell'ambito di una campagna di crowdfunding. Video di presentazione, aggiornamenti sull'avanzamento del progetto, partecipazione diretta dei *founders* alle discussioni *online* con i propri sostenitori, non rappresentano soltanto degli strumenti (essenziali, in ogni caso) per assicurare un forte bacino di interesse ed incrementare le prospettive di successo della campagna; al contrario, offrono un importantissimo valore aggiunto in termini di garanzie per la community di investitori, che può testare direttamente, comunicando con i fondatori o lo startuper, la validità di una iniziativa e la preparazione dei suoi sviluppatori (Kuppuswamy, Bayus, 2013).

Rispetto ai framework precedentemente proposti e fin qui analizzati, che utilizzavano osservazioni e dati empirici per ottenere uno schema teorico efficace e realistico su cui impostare una eventuale *road map* in preparazione di una campagna di crowdfunding, il modello proposto da Steinberg, con la collaborazione di DeMaria e Kimmich (2012), è stato realizzato utilizzando l'esperienza e la conoscenza di settore degli autori e delle collaborazioni coinvolte, per ottenere una guida operativa adeguata a qualsiasi caso di crowdfunding su piattaforma, con un insieme di passi da seguire per impostare e gestire efficacemente la propria campagna. L'obiettivo di Steinberg et al. (2012), è di fornire agli aspiranti fondatori e startuper un insieme organico di consigli e proposte per massimizzare i vantaggi dalle rispettive iniziative. Il primo passo da effettuare, è una valutazione accurata e quanto più realistica possibile delle potenzialità e del valore del prodotto o del servizio (un'iniziativa di beneficenza, come una raccolta fondi) offerto al pubblico virtuale nella campagna di crowdfunding, e dell'esperienza dello startuper o del team di fondatori in relazione a sette possibili determinanti di successo, che rappresentano i benchmark con i quali confrontarsi:

1. L'idea alla base del prodotto o dell'iniziativa deve essere solida e in grado di attirare l'interesse di una platea di investitori eterogenea ed esigente;

2. La preparazione del prototipo o del programma del servizio deve essere stata accurata e dettagliata;
3. La presentazione deve essere efficace e di impatto;
4. Le ricompense predisposte devono essere in grado di attirare l'attenzione e stimolare l'interesse per l'investimento o la donazione;
5. I finanziatori, o più in generale i *project backers* devono essere motivati e incentivati alla partecipazione durante tutto il corso della campagna;
6. I fondatori devono conoscere e saper utilizzare le strategie di marketing attraverso i social network e il web 2.0;
7. Sfruttare la partecipazione o il contributo pubblicitario di prodotti riconosciuti e già esistenti, o allo stesso modo di personalità influenti, può aumentare significativamente l'indice di gradimento verso il nuovo prototipo o l'iniziativa.

La preparazione e la capacità di sfruttare punti di forza e leve di diffusione, tramite social media e social network, rappresenta un elemento essenziale per la programmazione di una campagna di successo, che deve essere coesistere con un'idea di valore e un progetto dettagliato, fin dalle fasi iniziali. Conoscere accuratamente le caratteristiche della campagna che si sta progettando, e concepire un piano completo di obiettivi ed aspetti che è necessario migliorare, è fondamentale per decidere dove allocare le risorse già esistenti, e in quale modo avviare i passi successivi al pre-lancio, primo fra tutti la scelta della piattaforma sulla quale operare.

Steinberg, DeMaria e Kimmich (2012) dedicano un ampio spazio della loro ricerca nella presentazione di benefit e caratteristiche delle principali piattaforme di crowdfunding a livello globale, tanto generaliste quanto specializzate in una singola tipologia di crowdfunding o in uno specifico settore, come *8-Bit Funding*, focalizzata sul finanziamento per progetti di gaming virtuale o *Spot.us*, dedicata ad iniziative di tipo giornalistico o editoriale. Ci occuperemo di descrivere opportunità e vantaggi comparati fra le singole piattaforme nel paragrafo successivo (*par. 4.3*), e ci concentreremo dunque sulla presentazione della *road map* delineata dagli autori per l'ideazione, il concepimento e il lancio della campagna, basata

su quattro fasi progressive: ideazione e progettazione della campagna (*Pre-launch Preparation*), preparazione al lancio della campagna (*Launch Program*), gestione della campagna (*Post Launch Management*), raccolta dei feedback, e sviluppi successivi al completamento dell'iniziativa (*Follow Up*), sintetizzati nella figura 4.3.

Fig. 4.3 Creare, organizzare e gestire una campagna di crowdfunding di successo: la proposta di una best practice di processo (Steinberg, DeMaria, Kimmich, 2012)



Fonte: elaborazione dell'autore da Steinberg (2012)

La fase di preparazione della campagna (*pre-launch planning*) e di preparazione del progetto, assume un'importanza critica, dal momento che una programmazione accurata dei passi da seguire, degli elementi o degli individui da utilizzare e coinvolgere nell'iniziativa, nonché degli obiettivi delineati e delle aspettative che è lecito attendere, sono in grado di condizionare in modo decisivo il successo o l'insuccesso di una campagna di crowdfunding.

Può rappresentare un valido supporto lo studio e l'analisi di progetti e campagne già esistenti, concluse o in corso; osservare gli elementi caratteristici di ognuna di esse,

individuare i punti di debolezza, apprendere tecniche e modelli di gestione, ed infine valutare il target di finanziamento previsto rispetto all'entità del progetto, consente di misurare l'appropriatezza del crowdfunding come strumento per il finanziamento della propria iniziativa o prototipo, acquisire informazioni strategiche sui messaggi e sul design di una campagna di successo, e ottenere una stima più precisa del *cash-need* atteso. Determinare il valore del target di finanziamento previsto per avviare e realizzare il progetto, è una delle attività più critiche per gli aspiranti imprenditori, alla ricerca di capitali attraverso una campagna di crowdfunding. Il paragrafo 4.4 sarà dedicato completamente ai meccanismi attraverso cui delineare un livello di capitale aggregato commisurato rispetto alla massa critica di finanziatori presenti sulla piattaforma, che rappresentano il bacino principale dal quale ottenere le risorse finanziarie.

Le fasi iniziali sono inoltre il momento più opportuno per stabilire l'intervallo temporale della campagna. Specialmente nei casi in cui la piattaforma prescelta utilizzi un meccanismo *threshold-pledge*, la durata appropriata della campagna di finanziamento ha un ruolo strategico: impostare un limite troppo ravvicinato rispetto al lancio, potrebbe limitare le possibilità di successo, dal momento che l'aggregazione degli investitori intorno al progetto potrebbe non essere un'attività tanto rapida quanto preventivato in fase di planning.

Immediatamente prima di effettuare una prima valutazione sull'operato svolto, e passare alla fase successiva (*Launch Program*), è di grande aiuto per creare un primo nucleo di sostenitori intorno al progetto, e creare un trend di interesse verso gli altri utenti, specialmente *active seekers*, coinvolgere la propria rete di familiari e amici. Si tratta infatti dei *project backers* maggiormente predisposti a finanziare il progetto dalle fasi iniziali, quando ancora non esistono aspetti di valore o elementi per riscontrarne la validità, basando il proprio contributo esclusivamente sulla relazione di fiducia esistente con lo startuper o il team di fondatori. La preparazione al lancio della campagna (*Launch Program*) è una fase decisiva per la realizzazione della strategia di comunicazione ed interazione diretta con i sostenitori, al fine di delineare uno spazio virtuale in grado di creare interesse e trasmettere in modo efficace il messaggio dei fondatori e la descrizione del progetto. Sulla base delle osservazioni empiriche effettuate sulle principali piattaforme, da parte di Steinberg, DeMaria e Kimmich (2012), una presentazione web standard di una campagna di crowdfunding, conta due componenti essenziali: un video e una descrizione dettagliata del progetto.

Il video di presentazione offre un contributo decisivo per catturare l'interesse di qualsiasi *project backer*: il codice comunicativo è basato su un impatto visivo immediato, che

colpisca l'attenzione nell'intervallo fra 0-15 secondi iniziali, comprensibile per qualsiasi categoria di sostenitore, e realizzato con una risoluzione di alta qualità. La descrizione del *project plan*, posta solitamente con una configurazione laterale al video di presentazione, è il documento che rappresenta lo strumento chiave della campagna per incentivare il contributo finanziario degli investitori: deve contenere una presentazione accurata del progetto, e rappresentare la certificazione del valore del prototipo o dell'iniziativa, nonché la base per giustificare la partecipazione economica della community di finanziatori.

Se il video non è altro che un canale di persuasione immediata, per attirare l'attenzione dei *passive listeners* e invitarli ad ascoltare le opportunità racchiuse nella campagna in questione, la descrizione del progetto è lo strumento più efficace per la fase immediatamente successiva. Per gli ascoltatori passivi attirati dal valore potenziale dell'investimento, rappresenta lo spazio tramite cui approfondire le caratteristiche dell'iniziativa, e conoscere gli obiettivi e la *mission* dei fondatori; per gli *active seekers*, è il canale principale attraverso cui trasmettere le informazioni strategiche alle quali essi sono interessati, una delle determinanti di maggior peso per la selezione dei progetti ai quali contribuire.

Per Steinberg, DeMaria e Kimmich (2012) è necessario porre una particolare attenzione alla definizione delle *rewards* previste per i sostenitori. La partecipazione finanziaria ad una iniziativa di crowdfunding si realizza in base alle aspettative dell'investitore di ottenere valore in cambio del versamento di una quota di capitale per soddisfare il *cash-need* del progetto. Se si eccettuano i casi di crowdfunding *donation-based*, per cui la ricompensa prevista è di natura eminentemente simbolica, e dunque difficilmente misurabile in termini quantitativi, il valore atteso dal finanziatore si realizza in una copia del prototipo di interesse, in una partecipazione al servizio offerto, oppure in un profitto finanziario (*ROI*), a livello di utili ricavabili dalla vendita successiva delle quote o dai dividendi previsti, analogamente ad una azione ordinaria (*equity-based*), sia di interessi sull'importo versato in prestito, come nel modello *lending-based*, evoluzione del microcredito. Misurare il valore di una ricompensa per la partecipazione finanziaria è un processo complesso, che richiede di considerare una serie di determinanti e variabili, come il valore intrinseco del prototipo, ricavato dai costi fissi di progettazione, testing, produzione e marketing, il target di finanziamento impostato (*threshold*), ed infine una stima del valore simbolico per il sostenitore. Queste attività rappresentano un processo ordinario qualora la campagna di crowdfunding preveda l'opzione di pre-ordine del nuovo prodotto; altre volte, il team di fondatori opta per ricompense che esulano dal prodotto stesso, o da una prima versione del servizio (nel caso di nuovi programmi informatici o videogame), offrendo

rewards che rappresentano un ringraziamento pubblico formale ai finanziatori, inserendo i nomi dei *project backers* nei crediti finali del progetto, oppure inviando ad essi materiale di merchandising ed inviti ad eventi dove è possibile interfacciarsi direttamente con gli sviluppatori. Sempre più frequentemente, come visto nel paragrafo 3.2, capitolo III, le *rewards* vengono associate a precise fasce di donazione, per riuscire a catturare l'interesse e la disponibilità finanziaria di un pubblico più vasto possibile.

La terza fase, il *Post Launch Management*, è un processo di gestione e controllo della campagna di crowdfunding, degli sviluppi che possono verificarsi durante il corso della campagna ed infine delle sfide poste dall'interazione con i sostenitori e dai feedback ottenuti, nonché dall'implementazione delle strategie che potrebbero risultare inefficaci una volta concretizzate (un'errata campagna di marketing, a cui seguirebbe una scarsa partecipazione e un basso livello di visualizzazione da parte del network di finanziatori registrati sulla piattaforma). Gli autori sottolineano tre operazioni essenziali, per assicurare il successo della campagna al termine di questa fase del ciclo di vita.

Una prima attività, è rappresentata dall'aggiornamento frequente dei finanziatori sullo stato di avanzamento del progetto. Curare le relazioni dirette con i sostenitori ad intervalli temporali costanti, e possibilmente quotidiani, genera infatti dei risultati positivi nella diffusione di informazioni di interesse del progetto all'interno della community di investitori, o fra le reti individuali dei finanziatori stessi: come evidenziato sia da Gerber, Hui (2013), che da Young (2012) e Mollick (2013), una campagna di crowdfunding aggiornata dettagliatamente e con cadenza regolare, incrementerà la probabilità di essere riconosciuta come un'iniziativa di interesse, e di ricevere dunque ulteriori partecipazioni finanziarie giustificate dalle percezioni positive e dai feedback ottenuti tramite meccanismi di *peer effect*.

Una seconda operazione cruciale, strettamente collegata con quanto descritto precedentemente, è il controllo costante delle conversazioni pubbliche online fra il network di sostenitori registrati presso la piattaforma, nei forum adibiti per la comunicazione e lo scambio di opinioni, e la partecipazione costante alle discussioni dei potenziali ed effettivi *project backers* sugli spazi di comunicazione online presenti nella *home page* del progetto.

Infine, la terza e ultima attività consigliata da Steinberg, DeMaria e Kimmich (2012), riguarda il mantenimento di un elevato livello di concentrazione, anche in fase di svolgimento, sulle attività di promozione e marketing del prototipo o del servizio lanciato, nonché della campagna stessa.

Una volta trascorso il periodo di svolgimento della campagna, indipendentemente dal successo o dal possibile insuccesso dell'iniziativa, per i fondatori inizia il momento del *Follow Up*. Raccogliere feedback e considerazioni sul progetto e sulla campagna di crowdfunding appena terminata, può rappresentare una solida base per testare il livello di coinvolgimento e le componenti da migliorare in una potenziale, futura iniziativa.

L'aspetto sicuramente più interessante della fase di *Follow Up*, per le implicazioni generate che superano i confini delle singole campagne, producendo spillover positivi di esperienza e conoscenza verso altre iniziative parallele, è il contributo offerto dai team di fondatori verso altri startupper e *founders* attraverso testimonianze dirette ed indirette. Sezioni come il “*Creator Handbook*” disponibile per tutti gli utenti sul sito della piattaforma Kickstarter ⁶⁹, o analogamente la sezione blog “*Playbook*” presente su IndieGoGo ⁷⁰, non sono altro che spazi creati gradualmente e in modo incrementale dall'esperienza dei team gestionali e di controllo delle piattaforme di crowdfunding, con il contributo degli sviluppatori di progetti e campagne di valore, e non necessariamente di successo. Il fallimento di una iniziativa, se analizzato e scomposto nei suoi rapporti causa-effetto, può offrire un'opportunità di grande rilievo per comprendere gli errori commessi, la mancanza di allineamento negli sforzi dei componenti di un team di fondatori, o di un'errata percezione del valore di un prototipo come di una campagna di beneficenza (Agrawal et al., 2011). La condivisione con i propri pari della conoscenza acquisita e delle opinioni maturate nel corso delle rispettive campagne è una pratica sempre più diffusa, tanto attraverso gli spazi messi a disposizione dalle piattaforme per il supporto e la consulenza ai creatori di nuovi progetti, tanto attraverso l'interazione diretta fra i *founders* o per via di blog indipendenti, e rappresenta uno dei vettori principali della progressiva standardizzazione di tecniche di design, gestione e amministrazione delle campagne di crowdfunding.

4.3 Progettare la struttura e l'organizzazione di una campagna: le evidenze empiriche dalle piattaforme di crowdfunding

Abbiamo dunque presentato, in sintesi, alcuni i modelli proposti dalle ricerche di maggior successo finora pubblicate sul funzionamento e la gestione di una campagna di

⁶⁹ [Kickstarter.com / https://www.kickstarter.com/help/handbook?ref=footer](https://www.kickstarter.com/help/handbook?ref=footer).

⁷⁰ [IndieGoGo.com / http://go.indiegogo.com/playbook](http://go.indiegogo.com/playbook).

crowdfunding, sulle strategie più rapide ed efficaci per raggiungere il *threshold* preventivato e vedere finanziato il proprio progetto.

Se si eccettua lo studio di Steinberg (2012), i framework fin qui delineati scaturiscono da osservazioni empiriche emerse dall'analisi di team di ricerca ed esperti di settore; per quanto completa possa risultare la visione proposta, il contesto e l'ecosistema del crowdfunding ci permette di incrementare il livello di esperienza e conoscenza della realtà che stiamo analizzato, a partire dagli attori coinvolti quotidianamente nell'intermediazione dei finanziamenti raccolti, come il management delle piattaforme, sia nella gestione di tutte le attività legate al design e alla gestione delle campagne, come i fondatori dei progetti.

Questa fonte straordinariamente ampia di conoscenza tacita ed esperienza, è stata gradualmente codificata e diffusa attraverso blog e spazi di condivisione online, incentivati da singole personalità o dalle piattaforme, con l'obiettivo di offrire un *cluster* di consigli ed indicazioni per una progettazione ed uno svolgimento efficace della propria campagna di crowdfunding (Belleflamme et al., 2013).

In un ambiente caratterizzato da un elevatissimo livello di dispersione delle informazioni, come Internet, gli sforzi compiuti da fondatori di campagne, consulenti delle piattaforme di intermediazione e finanziatori, nell'aggregazione delle informazioni strategiche e nella costruzione di dettagliate infrastrutture di supporto alla realizzazione di iniziative spontanee di crowdfunding, ci permette di attingere ad un insieme estremamente vasto, e allo stesso tempo organico, di consigli, feedback e conoscenza codificata (Gerber et al., 2013). L'eterogeneità delle fonti di tale conoscenza, e la varietà delle funzioni svolte e delle capacità individuali, hanno generato uno stock di "intelligenza collettiva", come definita da Lawton, Marom (2013), di grande incisività per l'ampio raggio di competenze coinvolte nel processo di aggregazione, controllo, e pubblicazione dei dati e delle informazioni.

Abbiamo accennato sinteticamente nel paragrafo precedente ai casi di Kickstarter "*Creator Handbook*" ed IndieGoGo "*Playbook*"; questo paragrafo sarà dedicato all'approfondimento dei modelli organizzativi, dei requisiti consigliati, e dei principi di management di una campagna di crowdfunding, gradualmente emersi come *good practices* affermate, e proposti dalle piattaforme ai fruitori direttamente interessati: gli startuper e gli aspiranti fondatori.

I casi di studio che seguiranno sono stati selezionati dallo studio indipendente presentato sul sito *crowdfunding.com*⁷¹, realizzato con il supporto di analisi del flusso di dati

⁷¹ Crowdfunding.com - Top 10 Crowdfunding Sites / <http://crowdfunding.com>.

delle società Alexa e Compete, che offre una *short-list* di dieci migliori piattaforme a livello globale in base alle performance registrate in termini di numero di progetti presentati e di partecipazione degli utenti.

E' stata successivamente effettuata una ulteriore discriminazione, per ottenere un campione di piattaforme completo per i principali modelli di crowdfunding. Saranno dunque descritti di seguito i framework operativi e le linee guida proposti in tre siti di intermediazione: Kickstarter.com, la principale piattaforma generalista globale per flusso di utenti, progetti e finanziamenti versati, RocketHub, anch'essa generalista ed incentrata su modelli di crowdfunding *reward-based* e *donation-based*, ed infine la britannica CrowdCube⁷², che detiene la leadership per valore aggregato dei capitali raccolti e numero di campagne lanciate, rispettivamente, per il crowdfunding *lending-based* ed *equity-based*.

Kickstarter rappresenta sicuramente la piattaforma di intermediazione di maggiore successo a livello globale, con uno stock complessivo di capitali raccolti dalla fondazione, nel 2009, superiore al miliardo di dollari, ed oltre 69.000 progetti finanziati⁷³ con successo suddivisi in 15 categorie (*si veda fig. 3.6, capitolo III*).

Il meccanismo di raccolta dei fondi si basa sul modello *threshold-pledge*, precedentemente analizzato, che prevede la consegna dell'importo versato ai fondatori della campagna, solo in caso di raggiungimento del target di finanziamento. Fra Kickstarter ed il finanziatore, si realizza dunque un accordo di garanzia, noto come *escrow*⁷⁴, che prevede il versamento dell'importo che si intende donare alla campagna ad un soggetto terzo, la piattaforma; l'intermediario si impegna a mantenere a disposizione la somma raccolta, e lo stock di capitale aggregato che si andrà a formare, fino al raggiungimento del *threshold*, la soglia prevista dai fondatori (Agrawal et al., 2011).

Kickstarter mette a disposizione dei fondatori uno spazio virtuale, il *Creator Handbook*, dove apprendere ed approfondire le tecniche di successo per ideare, realizzare e gestire con successo una campagna, suddiviso in otto capitoli. Il team di supporto della piattaforma, suggerisce tre elementi essenziali da considerare per realizzare un'iniziativa di crowdfunding: la creazione di un video di presentazione chiaro, creativo ed efficace, la predisposizione fin dalla fase di progettazione della campagna di una serie di *reward* di valore

⁷² CrowdCube / <http://www.crowdcube.com>.

⁷³ Kickstarter Statistics / <https://www.kickstarter.com/help/stats?ref=footer>.

⁷⁴ Si definisce escrow l'accordo legale secondo il quale un bene (nella realtà in questione, il crowdfunding, il denaro) viene versato ad un soggetto terzo, neutrale rispetto ai due agenti della transazione, che si impegna a mantenerlo a disposizione fino all'adempimento delle clausole previste da parte del soggetto ricevente (Lerro, 2013).

per il segmento di finanziatori individuato, e di cui si possa effettivamente disporre, ed infine la preparazione accurata di un flusso di aggiornamenti costante, per offrire ai sostenitori un quadro lineare e trasparente sullo sviluppo del progetto. Un video di qualità e delle ricompense adeguate, rappresentano gli asset di maggior valore, come si evince dalle informazioni contenute nel *Creator Handbook*.

Sulla base dei consigli offerti da Kickstarter, una presentazione video è spesso l'unico punto di contatto fra la campagna e la community di potenziali finanziatori presenti sulla piattaforma: in un contesto caratterizzato da un numero elevato di progetti concorrenti, e da un quantitativo ovviamente limitato di risorse a disposizione da parte dei *project backers*, la comunicazione video è il canale di maggior impatto per generare interesse con rapidità ed efficacia, creando una relazione empatica fra sostenitori e *founder*. Il valore di una ricompensa, il secondo componente su cui concentrarsi per ottenere delle prestazioni di successo in termini di finanziamenti raccolti, è un aspetto essenziale tanto per la strategia finanziaria dello startupper o del team di fondatori, tanto per la pianificazione della comunicazione e del marketing.

Delineare un set di possibili *rewards* per il proprio bacino di sostenitori, comporta considerare i costi economici per la realizzazione e la messa a disposizione di esse secondo la tempistica prevista: appena effettuata la donazione, oppure una volta raggiunto il *threshold*, e dunque successivamente al completamento della campagna.

L'analisi e l'interesse per le ricompense garantite in caso di successo, è un momento successivo rispetto all'interesse iniziale che può nascere dal video: merita dunque un approfondimento e una presentazione dettagliata, allineata con i bisogni dei potenziali investitori che hanno già spostato la rispettiva attenzione sul progetto, ma necessitano di una giustificazione solida sul finanziamento o sulla donazione che intendono effettuare.

Kickstarter e il team di supporto mettono a disposizione degli aspiranti fondatori di campagne un ampio insieme di strumenti, servizi di analisi delle performance durante lo svolgimento del crowdfunding, nonché una profonda e diffusa integrazione nei principali social network globali, per sostenere ed incrementare in eguale misura la visibilità e la promozione di ciascun progetto presentato sulla piattaforma.

La figura 4.4 (*pagina successiva*), riassume i contenuti principali e i consigli di maggiore rilievo presentati nel *Creator Handbook* di Kickstarter⁷⁵.

⁷⁵ [Kickstarter.com / https://www.kickstarter.com/help/handbook?ref=footer](https://www.kickstarter.com/help/handbook?ref=footer).

Fig. 4.4 Il caso “Kickstarter Creator Handbook”: un supporto online per fondatori e startuper, in 8 capitoli

	<p align="center">Creator Handbook</p> <p align="center">Strutturato in 8 pagine online:</p>
<ol style="list-style-type: none"> 1. Getting started (design dell’idea di base della campagna e definizione del progetto) 2. Rewards (selezione e predisposizione delle ricompense per i sostenitori) 3. Promotion (diffusione delle informazioni sul progetto e attività di marketing) 4. Fulfillment (definizione degli strumenti per la consegna delle ricompense) 	<ol style="list-style-type: none"> 5. Your Story (preparazione del video di presentazione) 6. Funding (definizione degli obiettivi finanziari, della valutazione dei costi di realizzazione del prototipo o dell’iniziativa, del target di finanziamento) 7. Updates (predisposizione e preparazione di aggiornamenti costanti) 8. Further Reading (feedback, informazioni, case study offerti da campagne precedenti e founders)

Fonte: elaborazione dell’autore da [Kickstarter.com](https://www.kickstarter.com/help/handbook) / <https://www.kickstarter.com/help/handbook>

RocketHub rappresenta un ulteriore esempio di piattaforma generalista, che adotta tuttavia un meccanismo di finanziamento flessibile, accordando ai fondatori della campagna di trattenere lo stock di capitali ottenuto indipendentemente dal raggiungimento del *threshold*. RocketHub è probabilmente il sito di intermediazione che ha focalizzato maggiormente i suoi strumenti e le opzioni strategiche per il marketing e la promozione delle campagne, sull’integrazione con i Social Media e sull’approfondimento dei meccanismi di diffusione delle informazioni fra gli utenti di un network o di una community (Wheat et al., 2013).

La *Success School* della piattaforma RocketHub ⁷⁶, è strutturata in quattro sezioni, ciascuna delle quali mette a disposizione dei *founders* informazioni, strategie e conoscenza sulla preparazione e la gestione della propria campagna, allineando le leve di maggiore efficacia, come la qualità delle ricompense, l’ampiezza del network di finanziatori e un design della *home page* che sappia catturare l’interesse, con gli sforzi di marketing e comunicazione attraverso il web 2.0. La *Success School* identifica un possibile schema d’azione per gli

⁷⁶ RocketHub: Success School / <http://www.rockethub.com/education>.

aspiranti fondatori, basato su quattro moduli cruciali su cui concentrare gli sforzi e l'apprendimento di *good practices*, rappresentati nella figura 4.5:

Fig. 4.5 Il caso “RocketHub Success School”: 4 moduli di apprendimento per il successo della campagna



ROCKETHUB
The world's crowdfunding machine.

Fonte: elaborazione dell'autore da RocketHub.com/education

Risultano centrali per lo svolgimento della campagna, le due proposte operative del team di RocketHub, per catalizzare ed aggregare i potenziali finanziatori in una community di sostenitori proattivi, in ogni momento dello sviluppo dell'iniziativa, descritte nella seconda e terza fase, rispettivamente la preparazione al lancio, e il coordinamento della campagna.

La preparazione di una iniziativa di crowdfunding (modulo 2, *fig. 4.5*), rappresenta il momento più opportuno per definire i gruppi di sostenitori che si intende coinvolgere, i punti di contatto sui quali è possibile fare leva, in termini di interesse e aspettative di ricompensa, e delineare un programma di attività da svolgere a livello di promozione e diffusione delle informazioni sulla campagna.

RocketHub delinea uno schema composto da quattro insiemi concentrici, per suddividere il network di possibili sostenitori della campagna in più community; la scomposizione di un insieme di individui con un livello di eterogeneità interno elevato, in aggregazioni più ristrette, rende infatti possibile creare un messaggio differenziato per la promozione dell'iniziativa, che sia efficace per ciascuna categoria ed allineato con le aspettative e gli interessi di ogni gruppo di utenti. Il modello è composto progressivamente da 4 gradi di connessione, che vanno diminuendo gradualmente a partire dai legami più stretti fra i finanziatori ed i fondatori ⁷⁷: l'instaurarsi di una relazione di fiducia e interesse reciproco nel

⁷⁷ RocketHub: Success School, Catalyzing Funding / <http://www.rockethub.com/education/launch>.

raggiungimento del target della campagna di crowdfunding, diventano dunque gli obiettivi che consentono di catalizzare in modo efficiente la partecipazione dei sostenitori.

La struttura si basa un nucleo chiave formato dal team di fondatori, un secondo livello contenente familiari e amici più stretti dei *founders*, un terzo livello formato da relazioni di terzo grado, con un punto di contatto rispetto ad un membro del secondo livello, ed un quarto ed ultimo livello composto dal *Crowd*, ovvero da utenti registrati presso la piattaforma di crowdfunding, tanto attivi quanto passivi, come da individui che navigano sul web in cerca di opportunità di investimento.

Un secondo approccio proposto dal team di supporto di RocketHub nell'ambito del terzo modulo (*fig. 4.5*), descrive una tattica possibile per massimizzare il livello di concentrazione e coinvolgimento dei finanziatori, nel corso di tutta la *timeline* della campagna, ed è utile per evidenziare il modello operativo proposto da questa piattaforma, particolarmente incentrato sullo sfruttamento dei meccanismi di diffusione e creazione di interesse propri dei network di utenti Internet ⁷⁸. Così come la fiducia rappresentava la componente discriminante fra il successo e il fallimento nell'aggregazione dei finanziatori nel corso della seconda fase, la passione ed il coinvolgimento emotivo sono gli aspetti di maggior peso nella fase di gestione della campagna.

Mantenere un adeguato livello di attenzione e partecipazione agli sviluppi del progetto, durante tutta la durata del programma di crowdfunding, è un'operazione complessa per i fondatori, e necessita di sforzi continui per creare occasioni di slancio dell'entusiasmo dei finanziatori. Tale impegno deve essere inoltre bilanciato con gli strumenti e i canali di comunicazione a disposizione dei *founders*, ed orientato ad ottenere un effetto di riduzione del calo del coinvolgimento emotivo nelle fasi centrali della campagna; tale obiettivo può essere raggiunto intensificando la diffusione di aggiornamenti sul progetto, per mantenere costante il flusso di informazioni tecniche sullo sviluppo dell'iniziativa, e predisponendo un programma di eventi online e reali per creare spazi ed occasioni di confronto direttamente con il team di fondatori.

RocketHub propone una serie di canali il cui grado di coinvolgimento rispetto ai finanziatori aumenta parallelamente all'intensità delle relazioni con i *founders*, e sono dunque allineati rispetto alle quattro categorie in cui è possibile scomporre la propria rete di conoscenze. Progressivamente in termini di profondità del rapporto esistente fra il fondatore e il sostenitore, il contatto diretto, le informazioni via mail, gli aggiornamenti tramite blog,

⁷⁸ RocketHub: Success School, Build Momentum / <http://www.rockethub.com/education/project>.

comunicati stampa e social networks, nonché gli eventi reali per incontrare e discutere direttamente con i *founders*, rappresentano non solo delle efficaci opportunità di marketing per espandere il proprio network verso l'esterno, ma anche degli strumenti per monitorare e mantenere attiva la propria community di finanziatori, durante tutta la *timeline* della campagna.

Come descritto dettagliatamente nel capitolo II, l'*equity crowdfunding* si configura come la raccolta di capitale di rischio, attraverso una campagna di crowdfunding, per finanziare il lancio o lo sviluppo di una attività imprenditoriale. Le piattaforme di intermediazione specializzate su questo modello, come la statunitense Crowdfunder.com, che abbiamo considerato nel corso del paragrafo 2.2, o il caso che si andrà a presentare del sito britannico CrowdCube, devono dunque interfacciarsi con un contesto legale e finanziario notevolmente più complesso rispetto ai restanti modelli per la raccolta online di capitali.

Un primo aspetto di questa complessità, è conseguenza della differente qualità dell'informazione offerta agli investitori registrati sulla piattaforma *equity-based*, che deve rispettare requisiti di imparzialità e trasparenza determinati dalle agenzie di vigilanza nazionali: l'operatività effettiva della stessa CrowdCube ha dovuto attendere l'approvazione ufficiale della Financial Services Authority del Regno Unito (Stemler, 2013).

Un secondo aspetto, riguarda la tipologia di progetto radicalmente differente che si riscontra fra le campagne di *equity crowdfunding* e le corrispettive di modello *reward-based*, *lending-based* o *donation-based* (Frutkin, 2013): se le strategie di comunicazione e marketing, nonché gli strumenti e i canali stessi utilizzati da startuper e fondatori rimangono effettivamente simili, i progetti lanciati tramite *equity crowdfunding* devono interagire con una platea di investitori differenziata rispetto alle community di finanziatori che è possibile individuare in piattaforme come Kickstarter o IndieGoGo. Il sostenitore di una campagna *equity-based* sceglie infatti di effettuare un investimento in funzione della partecipazione, in qualità di *stakeholder*, al progetto stesso.

Sia che vengano attribuiti o meno ad esso diritti di voto nella successiva struttura azionaria, la motivazione della partecipazione passa in secondo piano: non necessariamente, come riportato da Massolution (2012), l'investitore è spinto dai ritorni dall'investimento (*ROI*); più frequentemente, la volontà di fare parte di un progetto, di contribuire attivamente attraverso il proprio capitale e la propria conoscenza ed esperienza alla crescita della società, si rileva come la giustificazione prevalente. Un coinvolgimento tanto profondo nella struttura imprenditoriale stessa, è evidenziato dalle prospettive che emergono successivamente ad un

finanziamento di equity crowdfunding, quale l'acquisizione del diritto di opzione in caso di ingresso sui listini azionari, un determinato peso nella governance della startup, e la partecipazione alla suddivisione degli utili. E' immediatamente comprensibile come un video di presentazione creativo, oppure un insieme di dettagli sulla nascita del progetto e di obiettivi di lungo termine, componenti focale di un tipico *project plan* su una comune piattaforma di crowdfunding, non siano sufficiente a giustificare un investimento di tale impatto (Hui et al., 2014).

CrowdCube, il portale *equity-based* leader di mercato nel Regno Unito e nei paesi UE, che fino al giugno 2014 ha raccolto oltre 37 milioni di sterline per un totale di 143 progetti finanziati con successo ⁷⁹, sarà la fonte per le informazioni e le osservazioni empiriche in questo terzo caso di studio. Il team di supporto di CrowdCube presenta sul sito un ampio *cluster* di consigli, previsioni e framework per realizzare un programma di equity crowdfunding di successo, divisi in due moduli: preparazione del progetto (*preparation*) e design della campagna (*building the pitch*).

Per comprendere al meglio le peculiarità e le sfide dell'equity crowdfunding, in termini di complessità nella stesura del progetto e nella delineazione degli obiettivi della campagna di finanziamento, prenderemo in analisi i dati ed i consigli di CrowdCube in relazione alla redazione del *business plan*, alla determinazione del *threshold* per la raccolta dei capitali, e alla presentazione di valutazioni a medio e lungo termine sul valore finanziario del prototipo o del progetto imprenditoriale che si vuole proporre.

L'equity crowdfunding è un meccanismo conosciuto e sempre più frequentemente sfruttato da investitori specializzati nei finanziamenti all'innovazione, come i business angels, nonché da potenziali finanziatori che richiedono una documentazione a supporto dell'impegno che intendono sottoscrivere, che sia sufficiente per delineare il valore del prodotto o del servizio che si vuole lanciare tramite la campagna, le prospettive del mercato di sbocco, ed infine i possibili consumatori finali.

Un *business plan* accurato è una delle componenti fondamentali di un'iniziativa *equity-based* e rappresenta lo stock di informazioni strategiche sul prototipo e sugli sviluppi futuri del progetto imprenditoriale. Una descrizione dettagliata del valore prodotto, del mercato di riferimento, delle componenti individuali della campagna, come le esperienze professionali e accademiche dei fondatori, fornisce trasparenza ed orientamento al successo per la campagna di crowdfunding, ed una solida base per il sostegno finanziario. CrowdCube

⁷⁹ CrowdCube: Equity Crowdfunding / <http://www.crowdcube.com/infographic>.

descrive come sia possibile offrire il prospetto di business del progetto solamente per quegli investitori realmente interessati, che ne facciano richiesta una volta catturati dell'interesse dell'iniziativa: tuttavia, come lo stesso team di supporto non manca di evidenziare, la visibilità del business plan, allineata con una campagna di marketing di qualità ed una video-presentazione creativa ed emotivamente accattivante, conferisce alla *home page* del progetto un impatto di maggior rilievo ⁸⁰.

Stesso peso assume la presentazione e la visibilità di valutazioni rilevazioni sulle prospettive finanziarie in termini di *ROI*, possibile exit sul mercato azionario, su un *cash-need* attendibile ed adeguato al futuro dell'iniziativa imprenditoriale. Tali informazioni, se presenti sulla *home page* della campagna di equity crowdfunding, offrono ai finanziatori una visuale realistica sulla preparazione dei fondatori, sull'attendibilità dei dati forniti, sulla solidità del progetto, ed infine sulle ambizioni dello startupper o dei *founders*.

Descrivere un possibile trend di crescita, oppure delineare il valore netto presente (*NPV*, *net present value*) di un progetto ⁸¹, sono attività che necessitano di essere avviate e giustificate davanti al *Crowd* sulla base dei criteri specifici con i quali vengono ottenuti. CrowdCube offre agli aspiranti fondatori di campagne una dettagliata serie di opzioni attraverso cui effettuare previsioni finanziarie. L'analisi soggettiva sul valore del progetto o del prototipo è una delle possibili soluzioni, e come evidenziato dai dati della stessa piattaforma in esame ⁸², la via maggiormente utilizzata nelle campagne su CrowdCube, sebbene strumenti finanziari come il calcolo del valore netto presente (*NPV*) o del flusso di cassa (*DCF*, *discounted cash flow*) ⁸³ rappresentino una base per le stime di maggiore attendibilità e precisione.

Misurare attentamente il *cash-need* iniziale, ed ottenere degli esami realistici sulle prospettive di crescita future del progetto, è una soluzione necessaria nelle campagne di equity crowdfunding non solo come supporto alla community di finanziatori, per selezionare con maggiore sicurezza e trasparenza le iniziative su cui investire, ma anche per gli stessi *founders*. Una campagna di equity crowdfunding è molto più che la proposizione online di un nuovo prodotto o di un nuovo servizio, con opzioni di pre-acquisto, come nel crowdfunding *reward-based*, e la determinazione di un *threshold* realistico o meno produce implicazioni

⁸⁰ CrowdCube: Equity Crowdfunding / http://www.crowdcube.com/ed_files/file/Crowdcube_Business_Plan_Content_A_Quick_Guide.pdf.

⁸¹ Si definisce valore netto presente di un progetto, NPV, la differenza fra i flussi di cassa in entrata al tempo presente, ed i flussi di cassa in uscita sempre al tempo presente. Il risultato permette di valutare il livello di profittabilità di un investimento (Seppä, Laamanen, 2001).

⁸² CrowdCube: Financial Forecasting / <http://www.crowdcube.com/pg/financial-forecasting-48>.

⁸³ Il flusso di cassa scontato di un progetto, definito DFC, è un metodo di valutazione per stimare l'attrattività dell'opportunità di investimento. Si ottiene utilizzando i valori sui flussi di cassa futuri, scontati rispetto al costo medio del capitale, per giungere ad un valore presente che rispecchi le potenzialità dell'investimento (ibidem, 2001).

rilevanti sul futuro dell'iniziativa imprenditoriale, rischiando di cancellarne le ambizioni a causa di errate valutazioni delle necessità finanziarie. Come il team di gestione di CrowdCube non mancano di sottolineare, i metodi di stima utilizzati dagli investitori professionali sono un modello operativo che deve essere appreso gradualmente acquisito per molti fondatori di campagne di equity crowdfunding, ma offre vantaggi notevoli a livello di solidità del progetto e attendibilità dell'iniziativa nel suo complesso, davanti al giudizio del *Crowd*.

La figura 4.6, riassume tutti gli elementi di valore descritti in questo caso di studio sulle campagne *equity-based*, riportando in particolar modo la conoscenza e le componenti fondamentali per il successo di un'iniziativa di questo tipo, rispetto ai modelli *reward e donation based* fin qui presentati.

Fig. 4.6 Il caso CrowdCube: Tre componenti di rilievo per una campagna di equity crowdfunding



Fonte: elaborazione dell'autore da CrowdCube.com/Creating a Successful Pitch

4.4 Intelligenza collettiva e diffusione della conoscenza tacita su Internet: il graduale sviluppo di un mercato globale di operatori di crowdfunding

Nei due paragrafi precedenti abbiamo predisposto una dissertazione, quanto più ampia e approfondita possibile, dei modelli operativi e dei framework teorici emersi dall'esperienza delle piattaforme, o dall'analisi della letteratura sul crowdfunding, che possono essere di aiuto agli aspiranti startupper e fondatori per creare una infrastruttura efficiente a sostegno della propria campagna di crowdfunding.

In alcuni casi, come nell'opera di Steinberg (2012), oppure negli spazi di condivisione e supporto offerti dalle piattaforme, si tratta di conoscenza tacita, generata da esperienze e percezioni di fondatori e team di gestione dei siti di intermediazione. Quello stock di conoscenza tacita, che in altri contesti si sarebbe potuta trasmettere esclusivamente attraverso l'osservazione diretta di comportamenti e competenze applicate, grazie alle funzionalità interattive del web 2.0 è stata codificata e divulgata come un insieme di consigli ed osservazioni *ex post* sulle strategie più efficaci da intraprendere, oppure sulle leve attraverso cui generare interesse sul *Crowd*.

Altre volte, come nei casi di Gerber et al. (2013) e Schvienbacher e Larralde (2010), senza omettere l'analisi sulle determinanti di successo di Mollick (2013), più volte citata nel corso di questa tesi, si tratta di divulgazioni frutto di ricerche approfondite, caratterizzate da elevato rigore scientifico e supportate dalla se dallo studio e dalla sintesi di database e di modelli quantitativi.

La combinazione e la complementarità fra queste due differenti fonti di conoscenza, entrambe codificate e condivise su Internet per qualsiasi utente, sia esso un *project backer* oppure un fondatore, rende il Crowdfunding un fenomeno complesso da studiare, ma allo stesso tempo straordinariamente ricco di informazioni, dataset e competenze liberamente acquisibili per chiunque desideri entrare a far parte del nuovo mercato globale che si sta sviluppando. Non si tratta di un settore limitato per un numero ristretto di operatori, come il Venture Capital Financing, con significative barriere all'entrata sia per la disponibilità di capitale richiesta, sia per la conoscenza esplicita altamente specializzata, come per l'esperienza emergente nel lungo periodo, che è necessario interiorizzare ed applicare per ottenere profitti soddisfacenti.

Al contrario, la possibilità di reperire e condividere sul web 2.0 osservazioni, percezioni ed informazioni acquisite, con linguaggio comune e messaggi pienamente intelligibili da una platea altamente eterogenea di utenti, rende il mercato degli operatori di

crowdfunding un segmento accessibile per un insieme potenzialmente illimitato di individui, ascrivibile all'ambiente Internet nel suo complesso (Wei et al., 2012).

Nel momento stesso in cui i *founders* descrivono il proprio progetto, le caratteristiche del prototipo, degli sforzi di ricerca o della tecnologia sfruttata, e si rendono disponibili ad offrire l'esperienza acquisita a posteriori, una volta completata la campagna, ai loro pari negli spazi di condivisione online, essi scelgono di condividere questo *cluster* di informazioni tanto con altri potenziali fondatori, tanto con i *project backers*. Questa premessa genera dunque due effetti fondamentali, che coinvolgono rispettivamente le due categorie di attori:

1. Un sistema per la diffusione di spillover di conoscenza ed esternalità positive, per progetti che utilizzano le stesse innovazioni o che nascono nello stesso settore, come se si trattasse di imprese innovative di base nello stesso distretto tecnologico;
2. Un meccanismo efficace di trasparenza ed assicurazione contro eventuali frodi nei confronti dei finanziatori, che sono in grado di effettuare investimenti ad alto rischio senza che si renda necessaria l'imposizione di sistemi di controllo e vigilanza a livello nazionale, limitando dunque l'obbligo di intervento a livello di policy.

La prima conseguenza è strettamente correlata con quanto descritto nel capitolo II (*par.* 2.3), riguardo al modello di selezione del portfolio di startup e progetti innovativi, lanciato dal fondo venture *Sequoia Capital* fin dal 1972⁸⁴: le iniziative di maggiore interesse e migliori prospettive, vengono inserite all'interno di un ciclo di investimenti di seed ed early stage, a condizione che siano disposte ed adeguate all'inserimento nei network di imprese monitorati e basati nella Silicon Valley, o nei distretti high-tech controllati presso Tel-Aviv, Bangalore e Shanghai.

Ciò che è divenuto noto anche nella letteratura scientifica sull'argomento come "modello Sequoia", riflette la strategia operata dai fondi di venture capital e dalle divisioni *corporate venture* di sfruttare le leve e gli spillover di conoscenza ed esperienza, prodotti dalla condivisione dello stesso spazio di sviluppo e ricerca per un vasto insieme di startup e imprese innovative. Concentrare le iniziative imprenditoriali all'interno di un distretto

⁸⁴ Sequoia Capital Strategy: http://www.sequoiacap.com/us/about/modus_operandi.

industriale specializzato, indipendentemente dalla rilevanza regionale, nazionale, se non globale come la Silicon Valley, rappresenta un sistema di innovazione settoriale che favorisce la condivisione della conoscenza e dei modelli di apprendimento, dei processi organizzativi interni alle startup, e di possibili e frequenti spillover positivi nei casi di avanzamenti tecnologici.

Nel caso del crowdfunding, fenomeno basato su Internet, che ha fondato la propria competitività nei finanziamenti all'innovazione sulla divulgazione in rete di informazioni strategiche ed esperienza codificata, l'impatto della geografia sugli investimenti in startup e progetti innovativi appare rivoluzionato (Cordova et al., 2013). Non sarebbe corretto, tuttavia, affermare che la diffusione del crowdfunding abbia messo in discussione l'effetto delle esternalità positive, generate dai *cluster* di imprese innovative e startup dello settore; piuttosto, l'ampiezza della platea di finanziatori e donatori, con una funzione affine agli *stakeholders* di un investimento di venture capital, e l'assenza di precise determinanti geografiche nella selezione dei progetti su cui scommettere, ha minimizzato i legami frequenti e di peso fra investitori e locazione geografica del progetto imprenditoriale.

Le piattaforme specializzate, infatti, non sono altro che una trasposizione sul web 2.0 dei portfoli d'investimento e dei network fisici di startup presenti sui vari territori nazionali e regionali. Siti di intermediazione per il crowdfunding come *8-Bit Funding*⁸⁵, piattaforma specializzata nel supporto a progetti per il video-gaming online, oppure come *Spot.us*⁸⁶ focalizzata sui finanziamenti ad iniziative di tipo editoriale e giornalistico, rappresentano degli spazi creati con l'obiettivo di aggregare una categoria definita e moderatamente specializzata di fondatori e sostenitori, e di fare leva sulla condivisione di esperienze e conoscenze su blog e forum appositamente predisposti, per migliorare la qualità dei prodotti futuri.

Le piattaforme specializzate offrono agli startuper la possibilità di affinare le proprie competenze grazie all'osservazione diretta del funzionamento di campagne simili, e di interfacciarsi con una community di finanziatori selezionata dall'interesse per quella categoria di progetto. Facendo riferimento alla ricerca di Agrawal et al. (2010), la distanza geografica fra *founder* e *project backers* nel crowdfunding è pari in media a 3.000 miglia statunitensi, rispetto alle sole 70 miglia di distanza riscontrabili in media fra investitore di venture capital e network di startup nel suo portfolio di investimenti. Il peso della prossimità, come

⁸⁵ 8-Bit Funding / <http://gogetfunding.com>.

⁸⁶ Spot.us / <http://spot.us>.

determinante nella scelta di un progetto innovativo da parte di un finanziatore, si riduce nel crowdfunding di un coefficiente pari circa a 40⁸⁷: una flessione estremamente significativa.

Le campagne di crowdfunding basate su piattaforme specializzate, possono dunque sfruttare i vantaggi offerti dall'osservazione diretta dei team di fondatori impegnati in progetti simili, condividere ed acquisire la conoscenza tacita che è possibile estrapolare dall'osservazione, ed analizzare i comportamenti e le discriminanti dal lato della domanda, le cui caratteristiche sono identiche per tutti i progetti coinvolti in quella piattaforma e rivolti a quella precisa community (Hui et al., 2014), analogamente alle iniziative imprenditoriali situate nei sistemi di innovazione settoriale.

Lo stock di "intelligenza collettiva", generata dalla concentrazione di soggetti, gruppi di ricerca e startup dello stesso settore, non resta dunque confinata all'interno dello spazio fisico delimitato dal distretto industriale, ma nel caso del crowdfunding viene divulgato e reso accessibile sul web a qualunque utente, senza barriere di tipo geografico, favorendo la nascita di spillover positivi di conoscenza con un orizzonte di diffusione globale.

Parallelamente, come identificato sia da Lawton e Marom (2013), che da Lerro (2013), la trasparenza nei flussi informativi e nelle community di operatori di crowdfunding, siano esse forum per fondatori o network di finanziatori, ha generato come conseguenza un livello elevato di resistenza alle frodi ed una consolidata capacità di individuare presunti fondatori e startup animati da intenzioni disoneste di venire meno ai propri obblighi morali di corrispondere la ricompensa ai propri sostenitori, al termine della campagna.

Se si esclude il caso del crowdfunding *equity-based*, regolato, come visto, da precise normative nazionali in tema di garanzia e protezione per i consumatori/investitori, la disonestà nelle iniziative di crowdfunding su Internet è un fenomeno talmente poco frequente, da essere considerato quasi irrilevante a livello statistico, per un'ampia parte della letteratura, come visto nel paragrafo 4.2.

Dal momento che non tutte le piattaforme di crowdfunding predispongono una valutazione preventiva sulle intenzioni o sulla preparazione del team di fondatori, a partire dagli indicatori che è possibile estrarre dai dati e dalla presentazione del progetto, la causa alla base di tale evidente capacità degli operatori di crowdfunding di autoregolamentarsi e di limitare le frodi senza ricorrere alle disposizioni legislative, è proprio la condivisione delle informazioni e della conoscenza (Lerro, 2013).

⁸⁷ Il coefficiente si ottiene attraverso il rapporto fra le due distanze, 3000/70; lo scarto in valori percentuali è dunque pari circa al 4000%, equivalente ad un coefficiente di 40 punti.

In questo caso, l'intelligenza collettiva funziona grazie alla presenza di un fitto tessuto sociale, seppur virtuale, di individui che condividono una elevata quantità di osservazioni e percezioni sugli investimenti effettuati, o sulla qualità dei progetti che decidono di sostenere attraverso la partecipazione alle rispettive campagne di crowdfunding: tale stock di esperienza documentata e accessibile, consente al *Crowd* di individuare facilmente startup ed operatori disonesti.

Tale conseguenza, è in buona parte effetto della *path-dependency* (si veda *capitolo I, par. 1.1*). Nelle community di crowdfunding, il flusso continuo di eventi e feedback prodotti dagli attori coinvolti (la fondazione o la chiusura di una campagna, la distribuzione delle ricompense ai finanziatori, la condivisione dei profitti al termine della fase di raccolta dei capitali) condiziona in modo determinante il comportamento futuro dei players strategici, fondatori e sostenitori, indirizzando valutazioni ed operazioni sulla base delle osservazioni precedenti effettuate da essi o dai loro pari.

Forum e spazi di confronto messi a disposizione dalle piattaforme, offrono un vasto database di opinioni e feedback sulle campagne appena concluse o sui progetti in fase di sviluppo, funzionando da fonti di esperienza istantaneamente accessibile per chiunque ne abbia bisogno. Nei mercati tradizionali per i finanziamenti all'innovazione, la conoscenza e la percezione degli investitori sono asset di grande importanza strategica, che emergono esclusivamente nel lungo termine dopo anni di attività (Cardon et al., 2009): il rischio, dunque, è inversamente proporzionale all'esperienza.

Nel crowdfunding, al contrario, l'esperienza acquisita è un elemento di valore, ma perde la sua connotazione di asset strategico, come nel caso degli operatori di venture capital o dei business angel, per cui rappresenta la base su cui costruire il proprio vantaggio competitivo (si veda *capitolo I, par. 1.4*): l'assenza di preparazione specializzata o di storia professionale negli investimenti in prodotti o progetti imprenditoriali innovativi, viene completamente bilanciata dal supporto, in termini di informazioni e feedback, fornito dal network di finanziatori o semplici utenti. L'intelligenza collettiva, un fenomeno che sarebbe difficilmente realizzabile in contesti dipendenti da conoscenza tacita non divulgabile né tanto meno trasmissibile ai propri pari, trova dunque nel crowdfunding la sua piena realizzazione (Lawton, Marom, 2013), incentivando la produzione di materiale informativo a supporto delle scelte degli altri membri della community, e generando come conseguenza una serie di esternalità positive nel livello di fiducia reciproco fra i membri, nella qualità incrementale dell'informazione trasmessa, e nella sicurezza per gli investimenti effettuati (Lerro, 2013).

Conclusioni

Se dovessimo individuare quale potrebbe rivelarsi il principale vettore di sviluppo per il prossimo decennio, nell'insieme di modelli ed applicazioni del Crowdfunding, non avremmo dubbi nel riferirci alla versione *equity-based*.

Come si è visto, i meccanismi *reward-based* e *lending-based* sono stati la fonte di gran parte dei casi di studio presi in considerazione nel corso di questa tesi. Focalizzati rispettivamente sul finanziamento finalizzato a ricevere una determinata ricompensa di tipo sostanziale o morale, e sul prestito di modeste somme di capitali in cambio della restituzione maggiorata del tasso d'interesse previsto, il successo di entrambi i modelli è stato alla base delle straordinarie performance ottenute a livello aggregato dal Crowdfunding a partire dal biennio 2008-2009.

Quello che rappresentava solo uno strumento per la raccolta di capitali attorno a cause di beneficenza, un universo sicuramente ristretto e limitato al contesto *non-profit*, è gradualmente diventato una strategia di sourcing in grado di garantire un elevato vantaggio competitivo in termini di risorse finanziarie e creative ad un insieme potenzialmente illimitato di progetti imprenditoriali e non.

La transizione dalla funzionalità riservata al fundraising online per cause ed iniziative individuali, al ruolo di modello di business vero e proprio, sulla base del quale impostare e strutturare le fasi di ideazione, sviluppo e commercializzazione di una idea o di una nuova tecnologia, ha aperto al Crowdfunding un orizzonte di crescita che ha permesso di decuplicare il valore del flusso annuo di capitale in appena quattro anni, dal 2009 al 2013. Certo, le grandi piattaforme di intermediazione di impatto e diffusione globale hanno facilitato la concentrazione di capitali e lo sfruttamento di meccanismi di scala in grado di portare a disposizione di aspiranti imprenditori, startup e società innovative uno straordinario stock di *equity* a costo estremamente ridotto, se non azzerato (laddove, si pensi, la ricompensa prevista per gli *stakeholders* si limita alla fornitura di gadget o alla condivisione di profitti minimi rispetto al netto complessivo di un progetto dalla ricaduta commerciale di successo).

L'industria cinematografica indipendente, l'innovazione tecnologica hardware e software su scala industriale, la green economy e innumerevoli mercati caratterizzati da iniziative di crescita e sviluppo bisognose di grandi quantità di capitali, hanno gradualmente conosciuto, sperimentato e poi adottato con successo pratiche di crowdfunding per funzioni e obiettivi neanche lontanamente immaginabili all'alba del primo decennio del XXI, di cui il

caso IBM descritto nel corso di questa ricerca è solo un esempio delle potenzialità racchiuse in questo strumento.

Eppure, nonostante i trend di crescita estremamente positivi e gli outlook ottimistici sul prossimo biennio 2015/2016, il valore complessivo globale dei capitali investiti su campagne di crowdfunding è stato appena superiore ai 5 miliardi di dollari nel corso del 2013, e rimane una percentuale quasi irrilevante rispetto al valore dei finanziamenti all'innovazione sostenuti dagli attori *incumbent*, quali i grandi fondi venture, oppure i portafogli di investimento di molti business angels. Nei soli Stati Uniti d'America, i profitti delle imprese fondate e finanziate attraverso programmi di venture capital financing, hanno rappresentato, in media, quasi il 21% del prodotto nazionale lordo USA nel solo 2013, secondo i dati della National Venture Capital Association. Il confronto con l'impatto dei progetti imprenditoriali lanciati attraverso campagne di crowdfunding ci mostra un mercato che, nonostante i risultati straordinari raggiunti in tempi tanto rapidi e con un'espansione tanto capillare a livello internazionale, è ancora in una fase di *start-up*.

L'Equity Crowdfunding, potrebbe rappresentare la chiave ed il canale di maggiore efficacia per raggiungere entro il 2020 un segmento di mercato che possa competere e sfidare la posizione di modello e fonte dominante del Venture Capital tradizionale. Il Crowdfunding *equity-based* è sicuramente l'opzione di finanziamento che più si avvicina alle aspettative in termini di ambizione imprenditoriale e modello di business, alle prospettive garantite da un ciclo di venture capital financing.

Se una strategia di *exit* con ingresso sui listini azionari è tuttora il più delle volte una lontana utopia senza la partecipazione successiva di un investitore di maggiore peso, anche per progetti di evidente successo come i casi visti di Pebble ed Ouya, l'Equity Crowdfunding potrebbe costituire il modello più adeguato per raccogliere la sfida e supportare iniziative imprenditoriali con ambizioni troppo distanti da quanto offerto dai modelli *reward* e *lending based*.

Il Crowdfunding, in contesti come gli USA, è stata e continua ad essere tuttora la soluzione di maggiore efficacia ai limiti imposti dall'*equity gap*, per una vasta serie di progetti innovativi analizzata in modo il più possibile completo in questa ricerca, dai settori creativi all'innovazione sociale e all'ICT; con l'affermazione e la piena entrata in vigore delle normative nazionali sull'*equity crowdfunding*, il mercato dei capitali per l'innovazione si troverebbe aperto ad un bacino potenziale di milioni di nuovi investitori e futuri *stakeholders*, generando un incremento esponenziale delle risorse finanziarie a disposizione. E' necessario, tuttavia, considerare anche i possibili limiti alla crescita di questo modello, ed una delle

principali sfide è rappresentata proprio dalle difficoltà di adattamento ai due mercati che, insieme all'*Information and Communication Technology*, sono il *cluster* dell'alta tecnologia: l'innovazione energetica e la sostenibilità ambientale, e l'innovazione in campo biomedico, biotecnologico e farmaceutico. In questi casi, le specificità di settore, ed il mancato allineamento fra le implicazioni del crowdfunding sul lavoro innovativo, e le esigenze peculiari di business per quei mercati, potrebbero costituire una reale evidenza di incompatibilità, sebbene alcune campagne di finanziamento nel settore della green economy e nell'innovazione biotecnologica ed alimentare possano dimostrare il contrario, negli anni a venire.

Nonostante la percezione di sfida ad un modello affermato, e l'evidente cambiamento di paradigma incorporato dal Crowdfunding, un framework basato su principi di *open innovation*, la complementarità fra questo il Venture Capital tradizionale è un fattore ampiamente discusso, in questa tesi e non solo, con una serie di implicazioni di grande interesse. In primo luogo, la rapidità del cambiamento tecnologico a cui stiamo assistendo nell'era di Internet, è un fattore che sta gradualmente erodendo il principale fattore di competitività dei venture capitalist: l'accumulazione di esperienza e finezza, nella percezione dell'opportunità in progetti apparentemente allo stato embrionale, ma che nascondono profitti potenziali assai elevati.

Tale cambiamento nell'ambiente in cui si trovano ad operare gli attori *incumbent*, è però il pienamente controbilanciato, nella realtà del crowdfunding, dalla velocità di adattamento delle community di consumatori ed utenti ai nuovi trend, e dalla possibilità per finanziatori ed innovatori di acquisire informazioni strategiche su prossime modifiche della domanda, prima che diventino manifeste, ed indipendentemente dalla rapidità con cui il cambiamento si manifesta, grazie alle funzionalità di interazione istantanea offerte dal web 2.0.

Una possibile prospettiva di integrazione fra le due opzioni finanziarie, alla luce di tali premesse, diventa ben più di una ipotesi. L'efficacia del Crowdfunding nel rappresentare una fonte di risorse finanziarie, intellettuali ed informative nello sviluppo e nel lancio di una innovazione tecnologica o di un prototipo, è una leva che può diventare facilmente complementare con la grande disponibilità di capitali che un venture capitalist può mettere in gioco. Per i fondi di venture capital, osservare attentamente ciò che emerge dal mercato del crowdfunding, e sfruttare la base pre-esistente di consumatori, capitali, e diffusione del brand, generata da una precedente campagna di crowdfunding di successo, è una strategia sempre più frequente. Per molti progetti, non si tratterebbe certo di una via sicura verso il successo

commerciale dell'iniziativa, ma sarebbe quanto meno una soluzione efficace ai limiti imposti dall'equity gap e dai meccanismi di selezione effettuata dai venture capitalist.

In secondo luogo, abbiamo già visto come il Crowdfunding riesca a minimizzare la determinante della distanza fra finanziatori e team di fondatori del progetto, nella scelta degli investimenti da effettuare, ed uno dei cambiamenti più rilevanti, ha impatto proprio sulla geografia. Da fattore discriminante nelle formule di investimento tradizionale, che richiedono un monitoraggio costante dell'investimento e la necessità di poter osservare di persona, per i venture capitalist, lo sviluppo del progetto imprenditoriale che si è deciso di supportare, la geografia assume un'influenza pressoché marginale nelle operazioni di Crowdfunding, dove il sostenitore ha la possibilità di valutare ed interagire costantemente con il fondatore del progetto, ed osservare i progressi e le fasi di sviluppo raggiunte attraverso gli aggiornamenti sulla pagina di progetto online della campagna.

E' evidente come questo cambiamento abbia conseguenze importanti non solo per il piccolo mercato del Crowdfunding, ma anche sul più ampio contesto dei capitali per l'Innovation Financing a livello globale. Qualora, come prevedono le stime più attendibili, il prossimo quinquennio sarà il momento cruciale per la diffusione e l'affermazione dell'equity crowdfunding, è altrettanto certo che il grado di integrazione internazionale dei flussi di capitale per l'innovazione, sarà fra i primi indicatori a mostrare un incremento rilevante.

Gli effetti potrebbero essere positivi certamente per i mercati già consolidati, ma soprattutto per quei sistemi nazionali e regionali di innovazione che sono rimasti tuttora esclusi dall'attenzione dei grandi fondi di venture capital o di Private Equity. Il riferimento, è ovviamente all'insieme di Stati ed economie nazionali in forte crescita e con una particolare focalizzazione su settori industriali e produttivi ad alto contenuto tecnologico, quali il Brasile ed i mercati emergenti del Sud-Est asiatico e del subcontinente indiano. La futura affermazione dell'equity crowdfunding a livello globale, sarebbe alla base di nuovi flussi di capitali a basso costo per l'innovazione, in grado di aumentare esponenzialmente lo stock di risorse dedicate al miglioramento dei processi industriali, della qualità dei prodotti e della ricerca.

Oltretutto, ciò offrirebbe nuove opportunità per settori quali l'innovazione sociale, creativa e per la sostenibilità ambientale, che difficilmente trovano spazio nei programmi delle agenzie nazionali per lo sviluppo, dal quale dipendono ancora fortemente i mercati high-tech di paesi come la Federazione Malese, l'India e il Brasile, che indirizzano gran parte delle risorse finanziarie verso i contesti che garantiscono profitti elevati nel breve-medio termine,

discriminando o limitando lo spazio per quei progetti di alto valore potenziale, ma con ricadute non immediate sulla crescita economica nazionale.

I paesi in via di sviluppo e le grandi economie emergenti sono l'orizzonte di crescita con le aspettative maggiori per la diffusione del Crowdfunding, che rimane tuttora un fenomeno strettamente legato alle due sponde dell'Atlantico. Del gruppo dei BRICS, a livello aggregato, si contavano nel 2013 appena 28 piattaforme di crowdfunding di rilevanza internazionale, contro le oltre 151 di base nei soli Stati Uniti, e le 160 che è possibile individuare, complessivamente, nell'area UE ⁸⁸.

Il fenomeno è sicuramente in costante crescita, così come lo sono i mercati del Venture Capital e del Private Equity, che assumono un'importanza crescente rispetto allo spostamento del focus della crescita economica dalla competizione sulla quantità e sulla scala produttiva, al raggiungimento della frontiera della tecnologia e alla realizzazione di settori che fanno della tecnologia la leva attraverso cui raggiungere il vantaggio competitivo.

Il Crowdfunding, uno strumento che si è rivelato efficace proprio nel sostenere lo sviluppo tecnologico in settori apparentemente privi di interesse per i grandi investitori, è tuttora una delle strategie di finanziamento per l'innovazione più interessanti sia per i risultati raggiunti, sia, in prospettiva, per le aspettative sulle conseguenze delle tre grandi sfide che dovrà affrontare entro il 2020.

Prima fra tutti, la potenziale evoluzione come opzione valida per realtà imprenditoriali affermate, accanto agli strumenti ed attori di Private Equity. In secondo luogo, l'affermazione come veicolo per il coinvolgimento di una platea di finanziatori e stakeholders sempre più ampia, coincidente, nella migliore delle stime, con l'intero tessuto economico e sociale di un paese. Come terza questione, l'impatto che avrà sul coefficiente di globalizzazione ed integrazione dei mercati dei capitali per l'innovazione, tuttora fortemente dipendenti dalla determinante geografica, e che potrebbero, grazie soprattutto al contributo dell'equity crowdfunding, diventare un sistema altamente integrato a livello internazionale alla pari dei risultati straordinari raggiunti a partire dagli anni '90, per i mercati azionari di tutto il globo.

⁸⁸ Cordova A., Dolci J., Gianfrate G. (2013). Crowdfunding: Towards the Democratization of Innovation Financing. Handbook of Global Science, Technology, and Innovation, 2013.

Bibliografia generale:

Agrawal A. K., Catalini C., Goldfarb A. (2011). The Geography of Crowdfunding. National Bureau of Economic Research, 2011.

Agrawal A.K., Catalini C., Goldfarb A. (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. Innovation Policy and the Economy, vol. 14, Lerner and Stern ed., 2014.

Al-Mubarak H.M., Busler M. (2010). Business Incubators: Findings from a Worldwide Survey, and Guidance for the GCC States. Global Business Review January-April 2010, vol. 11.

Baeck P., Collins L., Westlake S. (2012). Crowding In: How the UK's businesses, charities, government, and financial system can make the most of crowdfunding. NESTA Report, 12/2012.

Baldwin C., Hienerth C., von Hippel E. (2006). How user innovations become commercial products: A theoretical investigation and case study. Research Policy Review, num. 35, 11/2006.

Barrette E. (2011). Crowdfunding: A Communal Business Model. Fellowship for Intentional Community 152 (2011). <http://www.communities.ic.org/articles/1484/Crowdfunding>.

Barnett C. (2013). JOBS Act Title III: Investment Being Democratized Moving Online. Online Forbes Magazine, 10/2013.

Baron R.A. (2005). Behavioral and cognitive factors in entrepreneurship: entrepreneurs as the active element in new venture creation. Strategic Entrepreneurship Journal, num. 1, 11/2007.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2010). Crowdfunding: An Industrial Organization Perspective. Workshop Paper "Digital Business Models: Understanding Strategies", Paris 25-26/06/2010.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2013 a). Crowdfunding: tapping the Right Crowd. The Journal of Business Venturing, 07/2013.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2013 b). Individual Crowdfunding Practices. The Journal of Business Venturing, 03/2013.

Berger N.A., Udell F.G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. The Journal of Banking and Finance, 08/1998.

Black B.S., Gilson R.J. (1998). Venture Capital and the structure of Capital Markets: Banks vs. Stock Markets. The Journal of Financial Economics, 03/1998.

- Braet O., Spek S. (2010).** Crowdfunding the Movies: a Business Analysis to Support Moviemaking in Small Markets. Working Paper EuroITV 2010. ACM ed., New York City, New York (USA).
- Bowden R.J. (1994).** Bargaining, size, and return in venture capital funds. *The Journal of Business Venturing*, num. 9, 07/1994.
- Burgelman R.A. (1991).** Intraorganizational Ecology of Strategy Making and Organizational Adaptation: Theory and Field Research. *Organization Science Online Journal*, 08/2012.
- Camp J.J. (2002).** *Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices.* ed. Wiley Finance, I ed (2002). New York City, New York (USA).
- Cardon S. M., Sudek R., Mitteness C. (2009).** The impact of perceived entrepreneurial passion on angel investing. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, vol. 29 issue num. 2, 2009.
- Chesbrough H. (2003).** *Open Innovation: the New Imperative for Creating and Profiting from Technology.* Harvard Business School Press, I ed. 2003. Boston, Massachusetts (USA).
- Chesbrough H., Vanhaverbeke W., West J. (2006).** *Open Innovation: Researching a New Paradigm.* Oxford University Press, I ed. 2006. Oxford (UK).
- Christensen C.M., Bower J.L. (1996).** Customer Power, Strategic Investment, and the Failure of Leading Firms. *Strategic Management Journal*, num. 3, 03/1996.
- Cordova A., Dolci J., Gianfrate G. (2013).** Crowdfunding: Towards the Democratization of Innovation Financing. *Handbook of Global Science, Technology, and Innovation*, 2013.
- Cumming D., Walz U. (2009).** Private Equity Returns and disclosure around the world. *Journal of International Business Studies*, 09/2009.
- Cunningham W.M. (2012).** *The JOBS Act: Crowdfunding for Small Businesses and Startups.* I ed. Apress. New York City, New York (USA).
- Chen C.J. (2009).** Technology commercialization, incubator and venture capital, and new venture performance. *The Journal of Business Research*, num. 62, 01/2009.
- Dahlander L., Frederiksen L., Rullani F. (2009).** Online Communities and Open Innovation. *Industry and Innovation Review*, 09/2009.
- Davies R. (2014).** Civic Crowdfunding: Participatory Communities and the Political Economy of Place. *SSRN Electronic Journal*, 05/2014.

Davila A., Foster G., Gupta M. (2002). Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms. Stanford University Graduate School of Business, 08/2002.

European Small Business Alliance (2011). Report on Access to Finance for SMEs. ESBA Report, 2011. <http://www.esba-europe.org/pdf/SubSubSection-160.pdf>.

European Venture Capital Association, EVCA (2013). European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments and Divestments. EVCA, 2013.

Frutkin J. (2013). Equity Crowdfunding: Transforming Customers in Loyal Owners. I ed. Cricca Funding LLC Editions, 2013.

Fried V.H., Hisrich R.D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. Journal of Financial Management, num. 23, 11/1994.

Gerber E.M., Muller M., Wash R., Irani L.C., Williams A., Churchill E.F. (2013). Crowdfunding: an emerging field of research. ACM Review Research Paper, 12/2013. New York City, New York (USA).

Gerber E.M., Hui J.S., Kuo P.Y. (2012). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. Northwestern Un., Creative Action Lab. Evanstone, Illinois, (USA).

Gompers P., Lerner J. (2001). The Venture Capital Revolution. The Journal of Economic Perspective, num. 2, 03-04/2001.

Gompers P., Lerner J. (2006). The Venture Capital Cycle. II ed. MIT Press, 09/2006.

Goodnight G.T., Green S. (2010). Rhetoric, Risk and Markets: The Dot.com Bubble. Quarterly Journal of Speech, num. 96, 06/2010.

Gordon S. (2011). The Future of the Music Business: How to Succeed with the New Digital Technologies. Hal Leonard Books ed., III edition. Milwaukee, Wisconsin (USA).

Gorman M., Sahlman A. W. (1989). What do venture capitalists do?. The Journal of Business Venturing, num. 4/1989.

Grimaldi R., Grandi A. (2005). Business incubators and new venture creation: an assessment of incubating model. Technovation, num. 25, 2005. pag. 111-121.

Gruber M., Henkel J. (2006). New ventures based on open innovation: an empirical analysis of start-up firms in embedded Linux. International Journal of Technology Management, num. 4, 02/2006.

- Gupta A.K., Sapienza H.J. (1992).** Determinants of venture capital firms' preferences regarding the industry diversity and geographic scope of their investments. *The Journal of Business Venturing*, 09/1992.
- Hege U., Palomino F., Schwienbacher A. (2003).** Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States. RICAFAE Working Paper 001, 11/2003.
- Heller M.A., Eisenberg R.S. (1998).** Can Patents Deter Innovation? The Anticommons in Biomedical Research. *Science Review*, num. 5364, pp 698-701, 05/1998.
- Hellmann T., Puri M. (2000).** The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *Online Review of Financial Studies*.
- Hellmann T., Puri M. (2002).** Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: empirical evidences. *The Journal of Finance*, 02/2002.
- Hemer J. (2011).** A Snapshot on Crowdfunding. ISI Working Paper R2/2011. Fraunhofer Institute for System and Innovation Research, Karlsruhe, Germany.
- Hill C., Rothaermel F.T. (2003).** The Performance of Incumbent firms in the Face of Radical Technological Innovation. *Academy of Management Online Review*.
- Hollow M. (2013).** Crowdfunding and civic society in Europe: a profitable partnership?. Durham University Working Paper, 2013.
- Howe J. (2006).** The Rise of Crowdsourcing. *Wired Online Magazine*, 06/2006. <http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>
- Hui J.S., Greenberg M.D., Gerber E.M. (2014).** **Understanding the Role of Community in Crowdfunding Work.** 17th ACM Conference Research Paper. Toronto, Ontario (Canada), 04-05/2014.
- IHS Global Insight (2011).** Venture Impact: the Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the US Economy. VI ed. NVCA Venture Impact Study, 2011.
- Jeng A.L., Wells C.P. (2000).** The determinants of Venture Capital Funding: evidence across countries. *The Journal of Corporate Finance*, 09/2000.
- Jeppesen B. L., Molin J. M. (2010).** Consumers as Co-developers: Learning and Innovation outside the firm. *Technology Analysis and Strategic Management Review*, 08/2010.
- Kappel T. (2008).** Ex ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the US?. *Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review*, num. 29, 2008.

- Kedrosky P. (2009).** Right-Sizing the US Venture Capital Industry. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, num. 11, 10/2009.
- Keuschnigg C., Nielsen S.B. (2004).** Start-ups, venture capitalists, and the capital gains tax. *The Journal of Public Economics*, num. 88, 04/2004.
- Kirsch D., Goldfarb B., Gera A. (2009).** Form or Substance: the role of business plans in venture capital decision making. *The Strategic Management Journal*, num. 30/2009.
- Kleemann F., Voss G.G., Rieder K. (2008).** Un(der)paid Innovators: the Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *STI Working Paper. Science, Technology and Innovation Studies*, vol. 4, 2008.
- Klonowski D. (2010).** *The Venture Capital Investment Process*. I ed., Palgrave MacMillan, 2010.
- Kortum S., Lerner J. (2000).** Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The Rand Journal of Economics*, num. 4, 11-12/2000.
- Kuppuswamy V., Bayus B.L. (2013).** Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter. *SSRN Electronic Journal*, 2013.
- Lawton K., Marom D. (2013).** *The Crowdfunding Revolution: how to raise Venture Capital using Social Media*. II ed. McGraw-Hill, 2013.
- Lee S., Persson P. (2012).** Financing from Family and Friends. *IFN Working Paper 933*, 2012. Research Institute of Industrial Economics, Stockholm, Sweden.
- Lehner O.M. (2013).** Crowdfunding Social Ventures: A Model and Research Agenda. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, num. 15, 03/2013.
- Lerner J., Leamon A., Hardyman G.F. (2012).** *Venture Capital, Private Equity and the Financing of Entrepreneurship*. II ed. Wiley, 2012.
- Lerner J., Tirole J. (2005).** The Economics Of Technology Sharing: Open Source and Beyond," *Journal of Economic Perspectives*, num. 19, 03/2005.
- Lerro M.A. (2013).** *Equity Crowdfunding: investire e finanziare l'impresa tramite Internet*. I ed. Sole24Ore editore, 2013.
- Livingstone J. (2007).** *Founders at work: Stories of Startups' Early Days*. I ed., New York City, USA.

- Loucks D. (2013).** Will crowdfunding and general solicitation spur orphan drug development for biotechs?. Formulary Watch Publications, 09/2013.
- Macmillan I.C., Zemann L., Subbanarasimha P.N. (1985).** Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *The Journal of Business Venturing*, num. 2, 03/1987.
- Maiolini R., Naggi R. (2010).** Crowdsourcing and SMEs: Opportunities and Challenges. *Information Technology and Innovation Trends in Organizations*. I ed. 2011, pp 399-406.
- Mason C.M., Harrison R.T. (1995).** Closing the Regional Equity Gap: The Role of Informal Venture Capital. *Small Business Economics Journal*, num. 7, 04/1995.
- McNeill L., Vindis M., Wright C. (2013).** Civic-Sourcing: a Comprehensive Framework and Platform for Increasing Civic Engagement. *University of Pennsylvania Paper Review*, 2013.
- Milne A., Wood E. G. (2008).** Discussion of Banking Crisis Solution: Old and New. *St. Louis Federal Reserve Bank Review*, 09/2008. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/article/6662>.
- Mizen P. (2008).** Discussion of the Background of 2007-08 Credit Crunch. *St. Louis Federal Reserve Bank Review*, 09/2008. <http://research.stlouisfed.org/publications/review/article/6663>.
- Mollick E. (2013).** The dynamics of Crowdfunding: an exploratory study. *The Journal of Business Venturing*, num. 29, 08/2013.
- Muller M., Geyer W., Soule T., Daniels S., Cheng L.T. (2013).** Crowdfunding inside the enterprise: employee-initiated initiatives for innovation and collaboration. ACM ed., New York City, New York (USA).
- National Venture Capital Association, NVCA (2013).** Venture Backed Exits (2009-2013). NVCA, 2013. [file:///C:/Users/user/Downloads/Q3%2012%20Exits%20Release%20FINALv2%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/Q3%2012%20Exits%20Release%20FINALv2%20(3).pdf).
- National Venture Capital Association, NVCA (2013).** NVCA Yearbook (2014). NVCA, 2014. http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103.
- Ordanini A., Miceli L., Pizzetti M., Parasuraman A. (2011).** Crowdfunding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, num. 4, 2011.
- Pierrakis Y., Collins L. (2013).** Banking on Each Other: Peer-to-peer lending to business, evidence from Funding Circle. NESTA Report, 04/2013.

Pope N. D. (2010). Crowdfunding Microstartups: It's Time for the Securities and Exchange Commission to Approve a Small Offering Exemption. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2010.

PricewaterHouse Cooper, PWC (2013). Total US Venture Capital Investment by Year (1995-2013). http://www.pwc.com/en_US/us/technology/assets/moneytree-q3-2013-summary-report.pdf.

Rayna T., Striukova L. (2014). Open Innovation 2.0: Is Co-Creation the Ultimate Challenge?. *International Journal of Technology Management*.

Rice M. P. (2002). Co-production of Business Assistance in Business Incubators: An Exploratory Study. *The Journal of Business Venturing*, num. 17, 03/2002.

Riedl J. (2013). Crowdfunding Technology Innovation. *IEE Computer Society Review*, num.46, 03/2013.

Robinson R.B. (1987). Emerging strategies in the venture capital industry. *The Journal of Business Venturing*, num. 2, 11/1987.

Roxburgh C., Lund S., Dobbs R., Manyika J., Wu Haihao (2011). The Emerging Equity Gap: Growth and Stability in the new Investor Landscape. McKinsey Global Institute, Business and Economics Research.

Rubinton B.J. (2011). Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking. McGill University Advanced Finance Seminar. Working Paper 9/06/2011. Montréal, Quebec (Canada).

Sahlman A. W. (1990). The structure and governance of venture capital organizations. *The Journal of Financial Economics*, num. 27/1990.

Sanchez R. (2002). Using modularity to manage the interactions of technical and industrial design. *Design Management Journal*, num. 2, 12/2002.

Sapovadia V.K. (2006). Micro-Finance: The Pillars of a Tool to Socio-Economic Development. SSRN Electronic Journal, 2006. <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=955062>.

Schenck E., Guittard C. (2011). Towards a characterization of crowdsourcing practices. *Journal of Innovation Economics & Management*, num. 7, 01/ 2011. <http://www.cairn.info/revue-journal-of-innovation-economics-2011-1-page-93.htm>.

Schwienbacher A., Larralde B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Chapter of the *“Handbook of Entrepreneurial Finance”*. I ed. Oxford University Press, 2010.

Seppä T., Laamanen T., (2001). Valuation of Venture Capital Investments: Empirical Evidence. The Wiley Online Library. <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-9310.00211/full>.

Shah K. S., Tripsas M. (2007). The Accidental Entrepreneur: the emergent and collective process of user entrepreneurship. *The Strategic Entrepreneurship Journal*, 11/2007.

Short J., Ketchen D., Shook C., Ireland R. (2010). The concept of Opportunity in entrepreneurship research: Past accomplishments and future challenges. *The Journal of Management*, num. 1/2010.

Smart G.H. (1999). Management assessment methods in venture capital: An empirical analysis of human capital valuation. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, num. 1 1999.

Steinberg S., (2012). *The Crowdfunding Bible*. I ed. Read.me, 2012.

Tam, P.W. (2012). Pebble Technology Becomes Kickstarter Test Case. *The Online Wall Street Journal*. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052702304441404577478732360629906>.

Taylor J.B. (2009). The Financial Crisis and the Policy Responses: an empirical analysis of what went wrong. National Bureau of Economic Research, 01/2009. <http://www.nber.org/papers/w14631.pdf>.

The Congress of The United States of America, (2012). JOBS Act, Title III: Crowdfunding, Sec. 301. <http://www.whitehouse.gov/economy/jobsact>

The Economist (04/12/2013). Venture Investing in Europe: Comeback Capital. <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/12/venture-investing-europe>.

The White House Press Office, Garden R. (2012). Remarks by the President at JOBS Act Bill Signing. <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/04/05/remarks-president-jobs-act-bill-signing>

Valliere D., Peterson R. (2004). Inflating the Bubble: Examining dot-com investor behaviour. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, num. 6, 02/2004.

Van Wingerden R., Ryan J. (2011). Fighting for Funds: an exploratory study into the field of Crowdfunding. Lund University, School of Economics and Management, 04/2011.

Veugelers R. (2012). Mind Europe's early-stage Equity Gap. Bruegel Policy Contribution working paper, 2011/18.

Villanueva J., Yoo S., Hanssens D.M. (2008). The Impact of Marketing-Induced Versus Word-of-Mouth Customer Acquisition on Customer Equity Growth. *Journal of Marketing Research*, num. 45, 02/2008.

von Hippel E., (1986). Lead Users: a source of novel product concept. Management Science Journal, num. 32/1986.

Wei W., Wei F. (2012). The impact of product complexity and heterogeneity on online open innovation practices. Journal of System and Management Science, num. 1, 2012.

Werling K., Cohen B., Pilo M. (2013). Risks and Perils of Crowdfunding Your Biotech Start-Up : Practice Could Revolutionize Fundraising for Early-Stage Firms, But Beware of the Pitfalls. GEN, Genetic Engineering & Biotechnology News, num. 7, 04/2013.

Yoo Y., Boland R.J., Lyytinen K., Majchrzak M. (2012). Organizing for Innovation in the Digitized World. Organization Science Online Journal, 10/2012.

Sitografia generale:

CrowdCube Online Investing and Equity Crowdfunding: <http://www.crowdcube.com>.

Crowdfunder Equity Crowdfunding Platform: <http://www.crowdfunder.com>.

Crowdfunding.com: Top Ten Crowdfunding Sites: <http://www.crowdfunding.com>.

GoGetFunding - 8 Bit Funding Crowdfunding Platform: <http://gogetfunding.com>.

IndieGoGo Crowdfunding Platform: <http://www.indiegogo.com>.

Kickstarter Crowdfunding Platform: <http://www.kickstarter.com>.

Massolution (crowdsourcing.org): <http://www.crowdsourcing.org/research>.

RocketHub Crowdfunding Platform: <http://www.rockethub.com>.

Spot.us Community Funded Reporting: <http://spot.us>.

The White House Press Office: <http://www.whitehouse.gov/the-press-office>.

US House of Representative Legislative Activity: <http://www.house.gov/legislative>.