

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

ABSTRACT

RELATORE

Professor Daniele Archibugi

CANDIDATO

Tommaso De Bianchi

Matricola 621022

CORRELATORE

Professor Michele Sorice

ANNO ACCADEMICO 2013/14

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

La frontiera della tecnologia, quell'insieme di prototipi e servizi ad alto potenziale innovativo, che passano dalla fase di sviluppo alla fase di produzione, ha rappresentato nei due secoli passati, il fattore di maggiore impatto sul lungo termine, per la crescita economica globale. L'incremento esponenziale di un mercato in particolare negli ultimi cinquant'anni, fra quelli in cui l'avanzamento tecnologico continuo è l'elemento chiave per ottenere vantaggio competitivo, ovvero l'*Information and Communication Technology*, sinteticamente ICT, ha rivoluzionato non solo l'intero contesto produttivo mondiale, ma anche la velocità con cui il progresso tecnologico propone ed immette sul mercato nuovi prodotti e servizi.

Il Crowdfunding, oggetto di studio di questa tesi, rappresenta sicuramente una delle strategie di finanziamento per l'innovazione tecnologica, fra le più interessanti e rilevanti per rapidità di affermazione, estensione globale del fenomeno, e capacità di adattamento a contesti produttivi settoriali e nazionali fra i più disparati. Possiamo configurare come Crowdfunding la raccolta di finanziamenti sul web, attraverso partecipazioni di modesta entità, da parte di un largo numero di donatori.

Il riferimento alla funzionalità legata strettamente alla rete Internet, non deve tuttavia indirizzarci a considerare questo strumento come un prodotto di recente generazione. Si tratta infatti di un meccanismo per la raccolta di investimenti, o più semplicemente di capitali, utilizzato ed applicato in modo documentato fin dal XVIII secolo. E' sufficiente pensare a molte iniziative coloniali di modeste dimensioni avvenute nel corso del '700, il cui finanziamento avveniva attraverso la partecipazione di un vasto insieme di personalità del ceto mercantile e nobiliare, e da cui si attendevano importanti profitti economici in cambio della quota versata per la partenza della spedizione. Oppure, al caso della costruzione, alla fine del XIX secolo, della Statua della Libertà a New York City: temendo che il progetto potesse arenarsi per la mancanza di fondi adeguati per la realizzazione del basamento e di alcune componenti essenziali, J. Pulitzer, proprietario e direttore della rivista "The New York World", lanciò una campagna di raccolta fondi che coinvolse l'intera popolazione della città, indirizzando l'appello a tutte le categorie sociali e produttive senza discriminanti di censo. L'esempio, che è facilmente collegabile ad iniziative simili, sempre più frequenti ai nostri giorni, di *civic-funding*, modello di finanziamento partecipativo per la creazione di opere utili alla collettività, particolarmente affermato nei paesi di tradizione anglosassone, Regno Unito, Australia e Stati Uniti primi fra tutti.

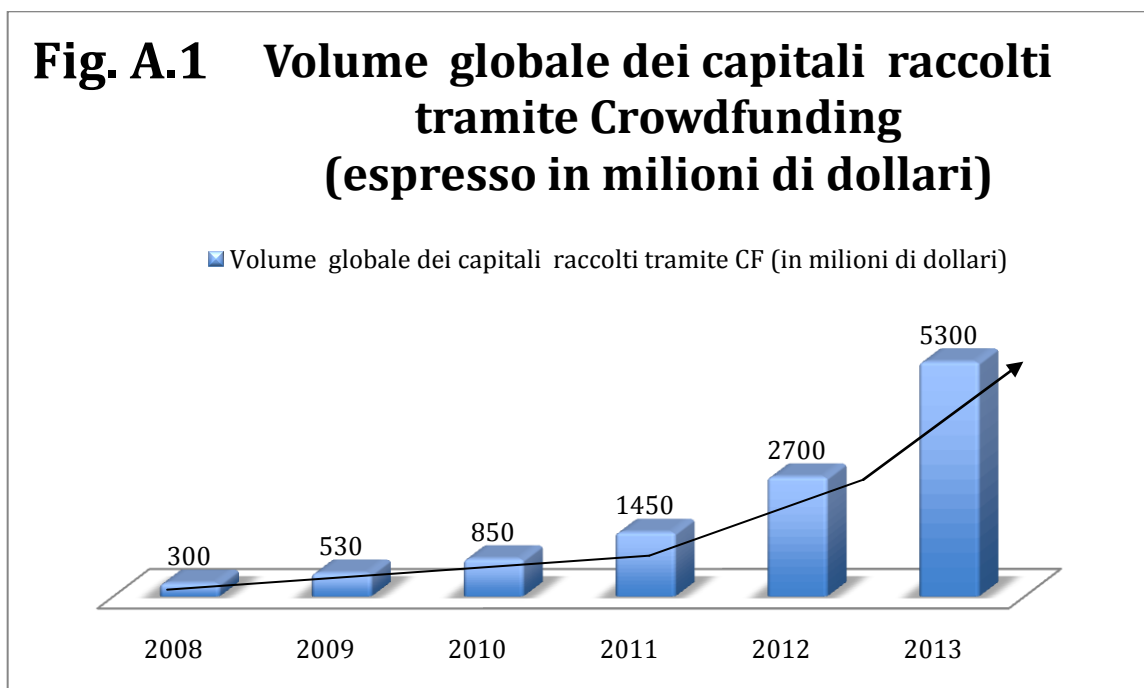
Come emerge dalle esperienze sopra riportate, dunque, campagne di *fundraising* progettate per stimolare alla partecipazione ampie masse di individui, in cambio di quote di modesta entità, per raggiungere obiettivi di finanziamento di qualsiasi entità (maggiore l'importo necessario, più ampia

la quantità di potenziali *stakeholders* da coinvolgere), sono state lanciate continuamente, per motivazioni che variano dalla realizzazione di opere pubbliche al microcredito.

Tuttavia, quando è effettivamente possibile parlare di Crowdfunding, nei termini perfettamente coincidenti con la descrizione prima riportata, esposta nel JOBS Act statunitense del 2012?

Il fenomeno, nella forma attuale, come sarà descritto, analizzato e presentato nel corso della tesi, nasce all'interno delle dinamiche della *Internet Economics*, a partire dalla fine degli anni '90. 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. e cresce a ritmi sempre crescenti dal biennio 2008/2009. E' utile mostrare alcuni dati sulle performance di questo strumento finanziario, dall'anno 2008 al 2013 (Fig. A.1).



Come è possibile osservare dalla Figura A.1, il valore globale su base annua, dello stock di capitali raccolto attraverso campagne di Crowdfunding, è passato in un arco temporale di appena quattro anni da 300 milioni di dollari nel 2008, ad oltre 5 miliardi nel 2013. Quali cause è possibile rintracciare alla base di una diffusione di tale impatto?

Sicuramente, campagne di crowdfunding come quella lanciata da Barack Obama per il finanziamento della sua prima candidatura alla presidenza degli Stati Uniti, alla fine del 2008, oppure l'iniziativa di raccolta fondi avviata dal museo del Louvre per ottenere l'importo necessario all'acquisto del dipinto "Le Tre Grazie", di Lucas Cranach, sono stati eventi di grande rilevanza mediatica, che hanno portato lo strumento all'attenzione internazionale.

A lato tuttavia di campagne di questo tipo, caratterizzate da diffusione e fama di livello mondiale, il Crowdfunding si è gradualmente affermato come strategia efficace e di successo per veicolare e raccogliere investimenti e capitale per progetti innovativi, prototipi, nuovi servizi, e piccole imprese innovative nelle fasi iniziali del loro percorso di vita (*start-up*).

Possono essere rintracciate due determinanti principali per analizzare e comprendere quali siano state le leve di un tale percorso di crescita, e quali i punti di forza che hanno reso il Crowdfunding uno degli strumenti finanziari dalle prospettive di crescita migliori nel panorama dei capitali per l'innovazione:

1. Le criticità emerse dalle soluzioni già esistenti per finanziare progetti innovativi, il Venture Capital Financing ed il credito bancario, che gli operatori ed intermediari di Crowdfunding hanno intercettato e verso cui si propongono 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).

Per un progetto imprenditoriale allo stadio iniziale, o per un'idea innovativa sulla frontiera della tecnologia, dalle prospettive e dalle potenzialità ancora incerte in termini di profitto, la raccolta di finanziamenti di *seed stage*, fase embrionale nel processo di crescita di una startup, 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, davanti alle quali si trova l'aspirante imprenditore: ricorrere al canale del debito, tramite l'accesso ad un prestito bancario, o cercare di ottenere capitali attraverso la ricerca di investitori in *equity*.

La prima fonte per ottenere liquidità iniziale, l'accensione di debito, è sicuramente la più complessa per un progetto ancora in fase di startup, 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 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 alla gestione dell'impresa innovativa nei vari aspetti: dall'organizzazione aziendale alle prime ricerche di mercato, dalla progettazione del prodotto alla gestione delle campagne di marketing.

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, e si identifica completamente con il mercato degli investitori ed operatori di Private Equity, e più specificatamente di Venture Capital Financing.

Di che cosa si tratta? Secondo gran parte della letteratura di settore, il Venture Capital è solo una parte del mercato del Private Equity, e sicuramente non la più rilevante a livello di stock di capitali raccolti. Si identificano come Venture Capital financing, tutti quegli investimenti all'innovazione tecnologica, nei settori dell'ICT, delle biotecnologie e dell'ingegneria biomedica, e dell'innovazione in campo energetico ed ambientale, che intervengono nelle fasi iniziali (seed stage), di sviluppo (early stage), e di affermazione (later stage) di una impresa sul rispettivo segmento di mercato.

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. 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. Le potenzialità del progetto imprenditoriale vengono prima di tutto testate, misurate secondo precisi fattori tecnici, e solo in un secondo momento il venture capitalist presenta la sua proposta di investimento, basata nella gran parte dei casi su un ciclo di investimenti a più tappe (dette *milestones*), caratterizzato da una timeline abbastanza rigida da poter suddividere in fasi il processo di supporto alla nascente impresa e di valutarne i progressi o gli insuccessi, prima di passare alla tappa successiva.

Negli anni, tuttavia, e in particolare dal biennio 2000-2001, le opportunità di accedere a questa opportunità di finanziamento si sono ridotte per un vasto insieme di piccole imprese innovative e startup, con un *cash-need* iniziale (l'importo di capitale necessario per avviare l'attività) mediamente al di sotto dei 250.000 dollari. Questa tendenza ha creato una barriera

all'accesso ai capitali di rischio per un vasto insieme di progetti innovativi, come si andrà a vedere nei dati provenienti dai due mercati più rappresentativi a livello globale: quello statunitense e dei paesi UE, ed è nota come Equity Gap.

Negli USA, 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, 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. L'Equity Gap, la differenza fra il cash-need di una impresa e la reale disponibilità di capitale di rischio, per i progetti innovativi di modeste dimensioni, è cresciuta in modo esponenziale dal 2001 ad oggi negli Stati Uniti; in un campionamento effettuato parallelamente a questa ricerca su 160 fra i più grandi fondi d'investimento di private equity attivi negli USA, la percentuale di investitori di venture capital impegnati in progetti di piccole dimensioni (e con prospettive di profitto conseguentemente ridotte), e nello specifico di *seed stage financing*, è inferiore al 12% dell'insieme.

Nei paesi dell'Unione Europea, i dati dell'European Venture Capital Association (EVCA) mostrano un grado di esposizione dei capitali di rischio verso i progetti più piccoli sicuramente superiore agli Stati Uniti, ma la forte dipendenza dal credito bancario, che si registra ancora nei mercati high-tech del vecchio continente, non ha certo ridotto l'impatto dell'Equity Gap.

L'obiettivo di minimizzare i rischi, dopo le perdite ingenti e lo shock dei mercati dell'alta tecnologia che ha seguito la bolla delle dot.com all'inizio degli anni 2000, ha escluso dall'accesso ai capitali per l'innovazione un vasto segmento di progetti innovativi e startup, che hanno dovuto trovare nuovi strumenti e nuovi canali per ottenere capitali di *seed* ed *early stage*; il Crowdfunding, per queste realtà, rappresenta l'opzione di maggiore efficacia per riuscire a dare il via alla propria iniziativa imprenditoriale, ottenendo attraverso il contributo del *Crowd*, il popolo di Internet, capitali iniziali a costi estremamente ridotto.

Il *Crowdfunding* è uno strumento finanziario che si configura come risposta all'Equity Gap ed alternativa ai canali di finanziamento tradizionali. Possiamo identificare tre elementi alla base del fenomeno, così come era stato descritto all'inizio:

1. L'utilizzo del *web come intermediario* per la raccolta, il controllo e la distribuzione finale di donazioni in denaro;
2. 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*.
3. La partecipazione degli utenti Internet in nuovo ruolo: quello di *consumatori finanziariamente attivi* nel processo di design, sviluppo e creazione di un prodotto;

Le prime iniziative di crowdfunding su Internet, ancora in una fase sperimentale, e geograficamente concentrate fra USA e Australia 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.

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.

Pertanto, il modello di Crowdfunding attualmente più diffuso e di maggiore impatto macroeconomico globale, è senza dubbio quello intermediato da piattaforme che consentono di lanciare il proprio progetto davanti ad una platea di utenti registrati, e presso le quali gli investitori depositano i capitali che intendono versare ai progetti scelti, a cui vengono successivamente inoltrati previo raggiungimento di alcuni prerequisiti stabiliti nel framework operativo della piattaforma stessa. Uno dei prerequisiti più diffusi è il *threshold*, la soglia di capitale necessaria, formalizzata al momento dell'inizio della campagna, che deve essere raggiunta in un periodo di tempo limitato; qualora l'obiettivo venga mancato, l'importo versato dagli investitori non sarà poi inoltrato al progetto, ma restituito ad essi.

Il meccanismo alla base del Crowdfunding, coinvolge dunque tre categorie di attori: i fondatori della campagna e del progetto, alla ricerca di capitali iniziali, gli intermediari (le

piattaforme online), e i finanziatori, spesso riuniti in community aggregate sulla base di determinati criteri di affinità. A partire dalle differenti aspettative sulla ricompensa e sul ruolo previsto per gli investitori su Internet, le campagne di Crowdfunding vengono suddivise dalla letteratura di settore in quattro modelli: *donation based*, *reward-based*, *lending based*, *equity 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 \$: 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 di beneficenza, campagne sociali e ambientali.

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. 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, oppure di *profit-sharing*, quando viene distribuita ai finanziatori una percentuale dei potenziali guadagni dall'entrata in commercio del prodotto.

Per diffusione e valore complessivo dei capitali raccolti, è il *lending-based crowdfunding* a posizionarsi come il modello prevalente, in grado di raccogliere complessivamente nel solo 2012 oltre 1 miliardo di dollari. 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.

La ricerca di capitali di rischio per imprese innovative e progetti imprenditoriali, avviata tramite una campagna di crowdfunding, si definisce *equity crowdfunding*, ed è il modello più affine per strategie ed aspettative di ricompensa degli investitori, all'opzione in *equity* propria del Venture Capital tradizionale. 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 \$, significativamente più alto che in qualunque dei modelli precedentemente descritti.

Abbiamo citato, all'inizio di questa breve descrizione sui meccanismi specifici di raccolta fondi e predisposizione delle ricompense per gli investitori, un ulteriore elemento caratteristico del fenomeno: il coinvolgimento dei finanziatori, nonché potenziali consumatori del risultato finale del progetto presentato nella campagna, con un nuovo ruolo di attori attivi nelle fasi di creazione e sviluppo del prototipo, e non solo di utenti finali.

Questo aspetto, ci permette di osservare una precisa derivazione del Crowdfunding come evoluzione del Crowdsourcing: 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. Il Crowdsourcing è dunque una pratica di outsourcing, rivolta nella maggior parte dei casi attraverso Internet, per coinvolgere i consumatori o più generalmente gli utenti web nel processo di creazione del valore. 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.

Nel Crowdfunding, al contributo intellettuale proprio del crowdsourcing, si aggiunge la partecipazione finanziaria dell'individuo e utente web, ed il suo coinvolgimento nel ruolo di *stakeholder* del progetto, e non soltanto di fonte da cui attingere risorse creative. Il grado di rischio aumenta, parallelamente però all'impatto delle community di consumatori e finanziatori all'interno del progetto stesso, e al peso delle loro opinioni e aspettative nella fase di sviluppo dell'innovazione che si trovano a sostenere finanziariamente.

Una campagna di crowdfunding, infatti, è un programma di finanziamento fluido, aperto a condizionamenti esterni e all'influenza di un insieme potenzialmente infinito di attori (gli utenti dei network digitali), e può inoltre rappresentare un valido strumento per testare il gradimento dei consumatori sul potenziale mercato di sbocco, funzionando come una 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. Quali differenze è possibile rilevare quindi, rispetto alle opzioni di finanziamento convenzionali? E quali criticità emergono dal confronto con i modelli operativi dei venture capitalist, verso i quali il Crowdfunding sembra proporsi come soluzione alternativa?

Da ciò che emerge in questa breve analisi preliminare, il Crowdfunding rappresenta una strategia di finanziamento 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 finanziamento all'innovazione, *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, quali iniziative di innovazione sociale, progetti di piccole dimensioni o con un *cash-need* ridotto, in quanto via alternativa, ma può dimostrarsi anche uno strumento *complementare* al *Venture Capital*, ed estremamente utile per gli operatori specializzati.

In molti casi, infatti, come quello di Pebble Smart-watch, il progetto lanciato tramite crowdfunding che ha raggiunto la soglia di finanziamento più elevata di sempre, nel corso del 2012, una campagna di crowdfunding di successo rappresenta un fattore positivo, che aumenta la probabilità di una proposta di essere presa in considerazione per un investimento di *Venture Capital* in una fase successiva, di maggiore maturità del progetto imprenditoriale.

Il *venture capitalist* individua come una garanzia la presenza di capitale proveniente da finanziamenti di altro tipo, quali i piccoli investimenti effettuati da sostenitori generici, amici e familiari nel corso di una campagna di crowdfunding, e come segnale dell'attrattività e dell'interesse del prototipo o della nuova tecnologia proposta.

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* 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 ne' possibile, ne' 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.

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.

Baek 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., Hienert 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. *RICAFE 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-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>.
- Schwiebacher 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>.