

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

Equity crowdfunding e imprenditorialità sostenibile: le determinanti del successo

Prof.ssa Maria Isabella Leone

RELATORE

Maria Ranieri
Matr. 227421

CANDIDATO

*Ai miei nonni,
perché il loro amore immenso
mi ha permesso di essere quella che sono.*

INDICE

INTRODUZIONE	5
CROWDFUNDING: UNA FORMA DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVA	7
1.1 Crowdfunding: definizioni e caratteristiche	7
1.2 Nascita ed evoluzione del fenomeno	10
1.2.1 Uno sguardo alla situazione Italia	14
1.3 Tipologie di Crowdfunding	15
1.3.1 <i>Non financial crowdfunding</i>	16
1.3.2 <i>Financial crowdfunding</i>	18
1.4 Gli attori del crowdfunding: obiettivi e motivazioni	19
1.4.1 Il proponente.....	19
1.4.2 Le piattaforme.....	20
1.4.3 I crowdfunder	21
1.5 Crowdfunding e open innovation	22
CROWDFUNDING E L'IMPRENDITORIALITÀ SOSTENIBILE	25
2.1 Lo Sviluppo Sostenibile in Europa	25
2.1.1 La sostenibilità in Italia: a che punto siamo?	29
2.2 I progetti sostenibili: caratteristiche e sviluppo	30
2.2.1 <i>Social impact investing</i>	34
2.3 Il ruolo dell'equity crowdfunding per le campagne sostenibili	35
2.3.1 La normativa di riferimento.....	38
2.4 Confronto con altre forme di finanziamento	41
LE CARATTERISTICHE DEL "GREEN" CROWDFUNDING	46
3.1 Le determinanti del successo delle campagne sostenibili	46
3.1.1 Al di là del profitto: idee e valore	48
3.1.2 La teoria del bagliore caldo: l'altruismo impuro	52
3.1.3 Quali sono le caratteristiche dei " <i>crowdfunding sustainable investors</i> "?	54
3.2 Un ulteriore elemento di successo: la comunicazione	56
3.3 L'importanza delle piattaforme	61
3.4 Il ruolo del contesto istituzionale	65
CROWDFUNDING SOSTENIBILE E SOCIALE:	70
CONFRONTO TRA CASI STUDIO	70
4.1 Caso A: Caballero Fabrick di Solar Green Point	70
4.1.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto	71
4.1.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzata e linguaggio adoperato	73
4.1.3 Analisi del contesto istituzionale	75
4.2 Caso B: Green Energy Sharing di Ges Site Zero Srl	77
4.2.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto	78
4.2.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzato e linguaggio adoperato	80

4.2.3 Analisi del contesto istituzionale	82
4.3 Caso C: Homes4all.....	83
4.3.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto	84
4.3.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzata e linguaggio adoperato	86
4.3.3 Analisi del contesto istituzionale	88
4.4 Confronto tra <i>case studies</i>: similitudini e differenze	89
<i>CONCLUSIONI</i>.....	93
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	95
<i>SITOGRAFIA</i>.....	105

INTRODUZIONE

Il seguente elaborato ha l'obiettivo di presentare ed analizzare il *crowdfunding* e nello specifico l'*equity crowdfunding*. Questo meccanismo, letteralmente "finanziamento dalla folla" (*crowd*), si è rivelato, soprattutto negli ultimi anni, uno strumento alternativo alle forme tradizionali di finanziamento.

Il *crowdfunding* rappresenta un innovativo modello di raccolta fondi che tramite *internet*, più precisamente grazie a delle piattaforme *online*, consente ad iniziative di qualunque natura, di trovare i capitali di cui hanno bisogno rivolgendosi a piccoli e numerosi investitori. La novità di tale meccanismo è insita proprio nella metodologia utilizzata in quanto la folla è raggiunta tramite il *web*: i portali hanno il compito di collegare i promotori dell'operazione con i soggetti interessati a supportarla.

Questo modello di finanza alternativa, nella fattispecie dell'*equity crowdfunding*, ovvero nell'acquisto di vere e proprie partecipazioni di imprese con annessi diritti amministrativi e patrimoniali, assume una grande rilevanza, ancor più, per lo sviluppo di progetti di natura sostenibile e sociale. Infatti, nel corso dell'elaborato verrà approfondito il ruolo che questo strumento svolge per le iniziative di carattere *green* e ad impatto sociale che fanno difficoltà a reperire risorse attraverso i canali tradizionali in quanto sono ritenute più rischiose e meno redditizie.

Nel primo capitolo di questo lavoro viene presentato il *crowdfunding* e il potenziale che deriva da quest'ultimo. In particolare, ci si focalizza sulla nascita e l'evoluzione di questo strumento, prestando particolare attenzione all'importanza che sta assumendo in Italia. Inoltre, vengono analizzate le diverse tipologie di *crowdfunding*: *financial* e *non financial*. Nella prima categoria rientrano l'*equity-based* e *lending-based crowdfunding* in cui il contribuente riceve una remunerazione finanziaria. Nella seconda categoria, lo scambio è di diversa natura e sono comprese altre due forme: *donation-based crowdfunding* e *reward-based crowdfunding*. Nel capitolo si propone un focus anche sugli attori coinvolti nel processo: proponente, piattaforma e *crowdfunder*. Per concludere analizzando il *crowdfunding* dalla prospettiva dell'*open innovation*.

Nel secondo capitolo viene approfondito l'*equity crowdfunding* nel contesto dell'imprenditorialità sostenibile. Nello specifico, dopo aver analizzato l'evoluzione della sostenibilità in Europa ed Italia con particolare riferimento ai programmi promossi

volti a tutelare l'ambiente e il benessere sociale, vengono presentate le caratteristiche dei progetti di carattere sostenibile e sociale. Nel capitolo, viene esaminato l'*equity crowdfunding*, con la normativa di riferimento, focalizzandosi sulla rilevanza che questo strumento ha per le iniziative *green* e di *social impact* confrontandolo anche con le altre forme di finanziamento.

Il terzo capitolo, invece, prova a rispondere alla domanda di ricerca al centro dell'elaborato evidenziando quali sono i fattori abilitanti, le opportunità nonché le sfide che caratterizzano le campagne di *crowdfunding* con un orientamento sostenibile. Si spiega come le idee ed i valori sottostanti all'iniziativa, l'utilizzo di un'efficace comunicazione, la scelta di una piattaforma specializzata ed infine l'orientamento in merito alla sostenibilità e il sociale delle istituzioni possono avere un impatto positivo sulla riuscita dell'operazione proposta.

In conclusione, il quarto capitolo propone un'analisi di tre *case studies* con l'intento di evidenziare l'applicazione pratica di questa forma di finanziamento e le scelte poste in essere dagli imprenditori che la utilizzano. Le tre campagne di *crowdfunding* analizzate sono *Caballero Fabriek*, *Green Energy Sharing* e *Homes4all*, le prime due in ambito ambientale, la terza ad impronta sociale.

CROWDFUNDING: UNA FORMA DI FINANZIAMENTO ALTERNATIVA

1.1 *Crowdfunding*: definizioni e caratteristiche

Il *Crowdfunding* è un'innovativa forma di finanziamento che permette ad una varietà di nuove iniziative di trovare capitali. Questo modello di finanza alternativa, infatti, consente ai fondatori, o anche detti promotori, di finanziare progetti di carattere sia economico che sociale e che hanno ad oggetto idee di qualunque natura (culturale, tecnologica, scientifica etc.) rivolgendosi alla folla (*crowd*). La particolarità del *crowdfunding* è insita nella metodologia utilizzata poiché le operazioni avvengono tramite *internet* e più esattamente mediante delle piattaforme *online* che mettono in contatto i finanziatori (*crowdfunders*) con i fondatori (Mollick, 2014)¹.

Peraltro, tale fenomeno è anche detto “finanziamento dal basso”², dato che coinvolge una molteplicità di persone, non necessariamente investitori professionali, banche o privati, che vogliono e possono apportare ingenti risorse.

Il *crowdfunding* ha acquisito, soprattutto negli ultimi anni, maggiore rilevanza, divenendo una preziosa fonte di finanziamento per gli imprenditori che non dispongono di risorse monetarie per implementare le proprie idee (Bi, Liu e Usman, 2017).³

Questo concetto trae ispirazione dal principio di microfinanza (Morduch, 1999) e dal diverso fenomeno del *crowdsourcing* (Poetz e Schreier, 2012), rappresentando un campo d'azione emergente che, come tale, merita di essere approfondito. Per quanto concerne il *crowdsourcing*⁴, (letteralmente “*crowd*”, folla, e “*outsourcing*”, approvvigionamento esterno) è un termine coniato nel 2006 da Jeff Howe, in un articolo della rivista *Wires* intitolato “*The Rise of Crowdsourcing*”, e si fa riferimento ad un modello di business che

¹ Mollick E., *The dynamic of crowdfunding: An exploratory study*. Journal of Business Venturing, 29 (2014) 1-16.

² Da Wikipedia, 2021. Ma viene definito così anche in diversi articoli. (Mollick, 2014)

³ Bi S., Liu Z., Usman K. *The influence of online information on investing decisions of reward-based crowdfunding*. Journal of Business Research 71 (2017) 10-18

⁴ “Il *crowdsourcing* è una tipologia di attività partecipativa online nella quale una persona, istituzione, organizzazione non a scopo di lucro o azienda propone ad un gruppo di individui, mediante un annuncio aperto e flessibile, la realizzazione libera e volontaria di un compito specifico. La realizzazione di tale compito, di complessità e modularità variabile, e nella quale il gruppo di riferimento deve partecipare apportando lavoro, denaro, conoscenze e/o esperienza, implica sempre un beneficio per ambe le parti. L'utente otterrà, in cambio della sua partecipazione, il soddisfacimento di una concreta necessità economica, di riconoscimento sociale, di autostima o di sviluppo di capacità personali; il *crowdsourcer*, d'altro canto, otterrà e utilizzerà a proprio beneficio il contributo offerto dall'utente, la cui forma dipenderà dal tipo di attività realizzata”, così Estellés Arolas, E.; González Ladrón-de-Guevara, F., *Towards an integrated crowdsourcing definition*, in *Journal of Information Science*, 2012, Vol. 38, n. 2, pp.189-200.

prevede l'utilizzo della folla per ottenere idee, soluzioni, suggerimenti ed opinioni, anche in tal caso usando *internet*. Pertanto, i due fenomeni, *crowdfunding* e *crowdsourcing*, appaiono connessi, tuttavia, nel primo caso, la folla è intesa come fornitrice di finanziamenti mentre, nel caso del *crowdsourcing* essa offre competenze tecniche e suggerimenti commerciali.

Nell'ambito della letteratura, una vasta gamma di studiosi ha fornito una definizione per tale tematica. Innanzitutto, Schwienbacher e Larralde (2010, p.4) hanno definito il *crowdfunding* come “una chiamata aperta, essenzialmente tramite *Internet*, per la fornitura di risorse finanziarie sotto forma di donazione o in cambio di qualche forma di ricompensa per supportare iniziative con scopi specifici”⁵. Da tale definizione emergono i tratti essenziali di questa forma di finanziamento e soprattutto si pone l'attenzione sull'ampio raggio d'azione di quest'ultima, ma come suggerito da Mollick (2014)⁶ tali autori non evidenziano gli obiettivi che spingono sia i fondatori che i finanziatori.

Inoltre, merita di essere segnalato anche quanto riportato da De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Maron in “*A framework for european crowdfunding*”, (2012, p.9): “il *crowdfunding* è uno sforzo collettivo di molte persone che creano una rete e mettono in comune le proprie risorse per sostenere i progetti avviati da altre persone o organizzazioni. Solitamente attraverso o comunque con l'aiuto di *Internet*”.

Tuttavia, Mollick (2014, p.2) ha affermato che, essendo il *crowdfunding* un metodo di finanza imprenditoriale particolarmente importante, era preferibile elaborare una definizione più ristretta del termine che mettesse in luce le peculiarità del tema. Pertanto, l'economista ha sostenuto che “il *crowdfunding* si riferisce agli sforzi di individui e gruppi imprenditoriali - culturali, sociali e a scopo di lucro – per finanziare le loro iniziative attingendo ai contributi relativamente piccoli di un numero relativamente elevato di individui che usano *internet*, senza intermediari finanziari standard”. In questo modo, appare evidente che le campagne di *crowdfunding* coinvolgono principalmente piccoli investitori che scelgono in base alle loro emozioni, esperienze e valutazioni quali idee meritano il loro sostegno. Inoltre, si pone l'accento sulla difficoltà dei promotori di trovare capitali mediante i canali classici di finanziamento e quindi si dimostra più facile attingere a più soggetti che contribuiscono con risorse più esigue.

⁵ Schwienbacher, A., Larralde, B. *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*. SSRN Electronic Journal, (2010), 1-23.

⁶ Mollick E., *The dynamic of crowdfunding: An exploratory study*. Journal of Business Venturing, 29 (2014) 1-16.

La rapida evoluzione di tale fenomeno è da rintracciare sia nel ricorso alle piattaforme *online* ma anche, e soprattutto, nella fitta rete di interconnessioni che governa il mondo virtuale e non. Quest'ultimo, infatti, è considerato un elemento fondamentale per l'esistenza e lo sviluppo del *crowdfunding*. In questo ambito viene ripreso il concetto di *community*, che è senza dubbio ampliato dall'avvento dei *social network*. Grazie alla loro potenzialità, d'altronde, possono permettere ad un qualsiasi progetto di raggiungere quante più persone e attirare la loro attenzione. In questo modo migliaia di utenti, che sono, molto spesso, legati da un interesse comune possono puntare su idee che ritengono meritevoli e, al contempo, chi ha idee innovative può far diventare *Twitter* o *Facebook*, l'arma vincente per porle in essere. Non a caso Mollick (2014)⁷ ha condotto una ricerca su 48.526 progetti finanziati su Kickstarter⁸ ed ha dimostrato che la probabilità di successo di una campagna di *crowdfunding* è direttamente proporzionale al numero di amici su *Facebook*. Dunque, si può dire che la principale innovazione collegata al *crowdfunding* è data dal modo in cui gli strumenti informatici, oggi disponibili, vengono usati. Come, infatti, hanno sostenuto De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Maron (2012, p.9): "l'ascesa del *crowdfunding* negli ultimi dieci anni deriva dal proliferare e dall'affermarsi di applicazioni *web* e di servizi *mobile*, condizioni che consentono a imprenditori, imprese e creativi di ogni genere di poter dialogare con la *crowd* per ottenere idee, raccogliere soldi e sollecitare *input* sul prodotto o servizio che hanno intenzione di proporre".

Preme, pertanto, sottolineare che il *crowdfunding*, proprio per la velocità della sua ascesa, non è da ritenere semplicemente una forma di finanziamento alternativa ma può essere considerato come un vero e proprio fenomeno sociale e antropologico più che economico, poiché coinvolge una moltitudine di persone che mediante una rete, uniscono le proprie risorse economiche e intraprendono una raccolta fondi sfruttando i propri contatti.

Un'altra ragione per spiegarne la diffusione va individuata nella difficoltà per le imprese di reperire risorse. La situazione economica attuale, amplificata dalla crisi, ormai non solo più sanitaria, scaturita dal Covid-19, ha reso la nascita di imprese e la diffusione di idee imprenditoriali molto complessa. Vista la perplessità dei finanziatori tradizionali, ostacolati dalla paura di non ottenere un rendimento adeguato al proprio investimento,

⁷ Mollick E., *The dynamic of crowdfunding: An exploratory study*. Journal of Business Venturing, 29 (2014) 1-16.

⁸ Una delle più celebri piattaforme di finanziamento collettivo al mondo per progetti creativi, fondata nel 2009 da Perry Chen, Yancey Strickler e Charles Adler ha permesso il finanziamento di diversi tipi di imprese, nonché dello sviluppo di film indipendenti, videogiochi, musica e spettacoli teatrali. Ad oggi si contano 196.560 progetti sostenuti, più di 19 milioni di sostenitori e più di 5 miliardi di dollari offerti per finanziare progetti su Kickstarter.

per le imprese, soprattutto *start-up*, rivolgersi a più individui risulta più facile per dare forma ai propri prodotti o servizi.

In conclusione, il *crowdfunding* si differenzia dalle altre forme di finanziamento perché favorisce la partecipazione collettiva e l'incontro tra domanda e offerta avviene *online*. La tematica, nonostante rivesta grande rilevanza e sia oggetto di numerose analisi, merita ancora approfondimenti, come è stato sottolineato dagli stessi studiosi.⁹

1.2 Nascita ed evoluzione del fenomeno

Il *crowdfunding*, nonostante sia un fenomeno che ha acquisito maggiore rilievo solo negli ultimi anni, non è di recente creazione. Come è evidente, il concetto di per sé non è nuovo né rivoluzionario, infatti non appare, a primo impatto, molto diverso da una tradizionale “colletta” di cui possiamo rintracciare negli anni non pochi esempi soprattutto nell’ambito di progetti culturali, sociali, filantropici. L’elemento che, però, ha contraddistinto questa forma di finanziamento è stato l’avvento di *internet* che ha permesso di abbattere sia i costi di transazione, sia i costi di diffusione delle informazioni soprattutto in seguito allo sviluppo dei pagamenti elettronici. Ma non solo, dal momento che la dimensione “*social*” dell’*online* ha consentito di determinare un coinvolgimento dei finanziatori, che non sono da considerare come semplici fornitori di capitale ma come possibili contributori al progetto stesso, nella logica del *crowdsourcing*¹⁰.

Il termine, che possiamo tradurre letteralmente “finanziamento dalla folla”, è stato coniato all’incirca nel 2006 ma le origini di tale fenomeno possono essere rintracciate già negli ultimi anni del XIX secolo.¹¹

In verità, esempi di iniziative portate a compimento mediante contributi collettivi si possono trovare ancor prima. Partendo dalle prime comunità cristiane, che attraverso le raccolte fondi aiutavano i più poveri, come avviene ancora oggi, fino al 1095 quando Papa Urbano II chiese alla comunità dei fedeli aiuto per finanziare le crociate in Terra Santa.

⁹ Mollick E., *The dynamic of crowdfunding: An exploratory study*. Journal of Business Venturing, 29 (2014) 1-16.

¹⁰ In tale ottica, infatti, i finanziatori forniscono un valore aggiunto al progetto poiché si possono combinare conoscenze e risorse reciproche.

¹¹ Come emerge da Wikipedia e da diversi articoli sul web, disponibili ai seguenti siti: <https://createyourcrowd.altervista.org/il-crowdfunding-storia-evoluzione-e-rapporto-con-il-web/>, <https://www.campagnacrowdfunding.com/il-crowdfunding/>.

Ma secondo gli storici, la prima campagna di *crowdfunding* ci sarebbe stata nel 1884. Infatti, in quell'anno, il Comitato Americano, che aveva il compito di restaurare la Statua della Libertà, aveva difficoltà economiche nel portarla a termine dato che era stata stanziata soltanto una parte delle risorse necessarie per costruirne il piedistallo destinato a sorreggere la Statua. In tale occasione, l'editore e giornalista Joseph Pulitzer esortò allora i cittadini, attraverso un annuncio pubblicato su *The world*, un giornale di New York, a donare il denaro mancante, dichiarando che il nome di tutti quelli che avrebbero partecipato alla raccolta fondi sarebbe stato stampato sul giornale a prescindere dal loro importo¹².

È chiaro che questa prima campagna non può essere classificata come una vera e propria operazione di *crowdfunding*, difettando dell'intervento del *web*, ma senza dubbio il senso di collaborazione tra i cittadini newyorkesi e la ricompensa legata alla partecipazione sono elementi peculiari della forma di finanziamento in esame.

Per arrivare al *crowdfunding* come lo intendiamo oggi, tuttavia, bisognerà aspettare fino ai primi anni del 2000 quando il fenomeno è esploso ed è diventato oggetto di ricerca poiché si sono verificate quattro condizioni che hanno inciso sulla sua crescita. Innanzitutto, sono comparse le prime piattaforme *online* che hanno permesso un incontro più rapido tra i potenziali finanziatori e gli ideatori del progetto. Inoltre, è avvenuta la proliferazione dei *social networks*, che hanno consentito la creazione di una rete sociale attraverso cui diffondere informazioni e notizie. Ed infine, l'elaborazione e l'utilizzo di sempre più complessi algoritmi per monitorare la campagna, assieme con la "dematerializzazione" di pagamenti, ad oggi realizzabili velocemente e facilmente con un click, ci hanno portato a questo che potremmo definire "*modern crowdfunding*".

Tra i passaggi fondamentali della storia del *crowdfunding* va ricordata la nascita di Produzioni dal Basso¹³, nel 2005, che ha sperimentato per primo in Italia un servizio *online* che aveva come fine ultimo quelli di finanziare progetti attraverso il *web*.

Si diffondono, in questi anni, siti, come *Kiva*, *Zopa* e *LendingClub*, operativi in più paesi, la cui novità è data dal c.d. "*Peer2Peer lending*", ossia un prestito personale fornito da un privato ad altri soggetti privati su *internet*, senza intermediazione finanziaria.

¹² Come è spiegato sul sito "crowdfunding" (<https://www.crowd-funding.cloud/it/le-antiche-origini-del-crowdfunding-222.asp>) e sul sito di Wikipedia (<https://it.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding>).

¹³ La prima piattaforma di *crowdfunding* italiana. Si tratta di un portale principalmente di *reward e donation crowdfunding*. (Disponibile: <https://www.produzionidalbasso.com>).

Tuttavia, il picco di tale fenomeno si è verificato nella metà del 2000 (dal 2006 al 2010), soprattutto per finanziare progetti motivati da ragioni di beneficenza oppure legati a cause sociali e solidaristiche¹⁴. È proprio nel 2006 che Michael Sullivan¹⁵ utilizza per la prima volta il termine *crowdfunding*, fondando *Fundavlog*, un potenziale incubatore di eventi e progetti legati ai video blog in cui era anche prevista la possibilità di effettuare donazioni da parte degli utenti. Nonostante l'idea di Sullivan fallì, lo stesso ha rappresentato un modello che avrebbe avuto molto successo, caratterizzato da reciprocità, trasparenza e interessi condivisi.

Il concetto, però, ha avuto una diffusione globale, tre anni dopo, con il lancio della piattaforma Kickstarter, società nata per finanziare e supportare progetti creativi. Tale piattaforma sviluppata negli USA e ora attiva anche in Gran Bretagna, effettua un particolare tipo di *crowdfunding*, il *reward-based*, che prevede una ricompensa materiale a chiunque prenda parte alle donazioni.

Su queste basi, dal 2010 si è assistito ad una rapida proliferazione di simili piattaforme *reward-based*, alcune di nicchia o limitate ad una determinata area geografica o comunità. In Italia nascono *Eppela*¹⁶, prima piattaforma basata sulla ricompensa, e *Boom Starter*¹⁷ e *ShinyNote*¹⁸, che supportavano progetti no-profit.

Sempre nel 2010, si diffonde l'*equity crowdfunding*, ovvero basato sulle partecipazioni finanziarie. Le prime due piattaforme sono *GrowVC*¹⁹ e *CrowdCube*²⁰. In particolare, la prima aveva l'obiettivo di sostenere le *start-up* tecnologiche a trovare il capitale iniziale per finanziare la propria attività. Pertanto, la grande diffusione di questa tipologia è proprio legata alla crisi economica globale che ancor più coinvolge le *start-up*.²¹

Entrambe queste piattaforme hanno inaugurato un modello che è stato ben presto oggetto di una regolamentazione *ad hoc*.

¹⁴ Come si evince dal proliferarsi delle piattaforme e delle campagne attivate.

¹⁵ Michael Sullivan, il 12 Agosto del 2006, scriveva in un post: «But I also decided that another similar term can be used to explain the general ideas being presented here. And I think that term is 'Crowdfunding'. Money is the root. Money incubates, inspires and gives rise to good content. Money provides new and/or rejuvenated opportunities».

¹⁶ <https://www.eppela.com/it>

¹⁷ Tale piattaforma non è più attiva.

¹⁸ <https://blog.shinynote.com/>

¹⁹ <https://group.growvc.com/>

²⁰ <https://www.crowdcube.com/>

²¹ Le *start up* sono per definizione imprese ad alto rischio e per questo fanno fatica a reperire risorse dai canali finanziari tradizionali, venendo qualificate dal sistema bancario come economicamente vulnerabili. È in questo che il *crowdfunding* è riuscito a soddisfare le difficoltà creditizie per le *start up* e per le piccole e medie imprese.

Il *crowdfunding* ha attirato l'attenzione anche da parte dell'Unione Europea, infatti, nel 2015 la Commissione Europea ha divulgato una guida in materia di *crowdfunding*, ritenendolo un modello di finanziamento basilare, per riuscire a sviluppare un sistema di “*alternative banking*” in grado di colmare le mancanze del sistema bancario tradizionale e sorreggere l'economia. Successivamente, nel 2016, sempre la Commissione Europea ha pubblicato un *Working Document*, nel quale si sottolinea la necessità di regolamentare tale strumento, soprattutto per proteggere gli investitori.

Negli anni si è assistito, anche alla crescita delle varie tipologie di finanziamento collettivo: sono state lanciate piattaforme specializzate ed orientate ai modelli di *civic*, *royalty based*, *invoice trading* e *real estate*.

Tra l'altro, è l'*equity crowdfunding*²², che verrà approfondito nei capitoli successivi, ad avere interessato maggiormente la dottrina. Ad oggi, nonostante sia disciplinato nei diversi ordinamenti nazionali, le vigenti normative in materia non sono uniformi, e ciò è causa di un'incertezza giuridica, nonché di diffidenza generalizzata verso gli investimenti in un altro Paese. Del resto, il 5 Ottobre 2020, il Parlamento europeo ha approvato un nuovo regolamento che permetterà ai portali di *crowdfunding* di fornire con meno problemi i loro servizi sul mercato unico dell'UE.

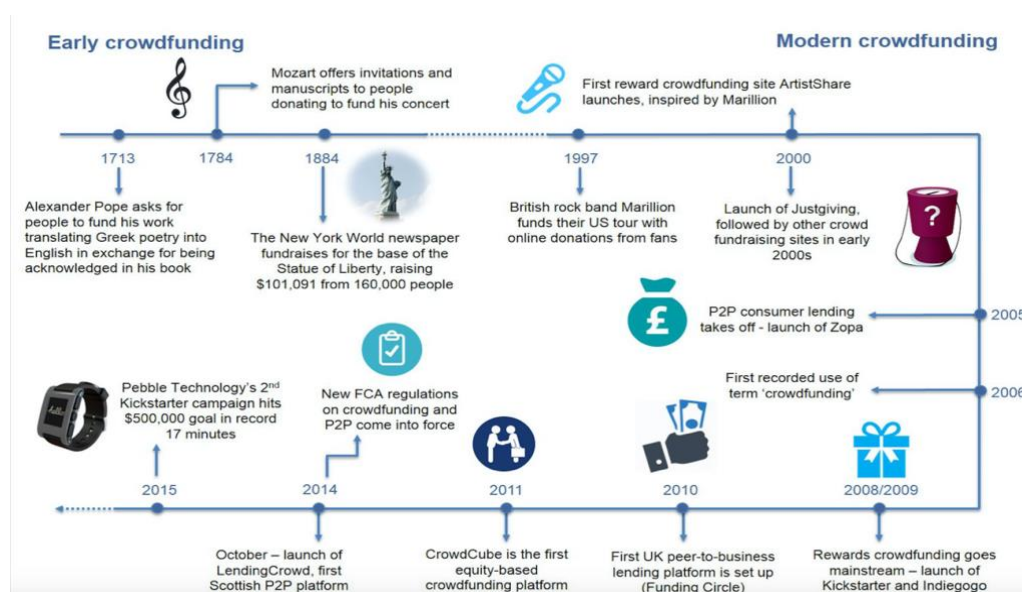


Figura 1: “A brief history of crowdfunding”. Lending Crowd, 2015.

²² Rappresenta una forma di *financial-crowdfunding* che consiste in un finanziamento a titolo di investimento sotto forma di azioni o titoli similari.

1.2.1 Uno sguardo alla situazione Italia

Il fenomeno in esame, come è emerso, ha subito negli anni una forte evoluzione. Grazie ad un miglior contesto normativo e ad una maggiore professionalità degli addetti dal 2015 al 2020, tale strumento non solo ha registrato i più alti risultati in termini di capitali raccolti ma anche il numero dei sostenitori è aumentato.

Secondo il *report*²³ di *Starteed*²⁴, sullo stato del *crowdfunding* in Italia, in quest'anno molto particolare, il 2020, questa forma di finanziamento ha registrato un tasso di crescita più alto dell'anno precedente.

Starteed, come ogni anno, ormai dal 2015, si occupa di realizzare una mappatura delle principali tendenze in merito al *crowdfunding* in Italia. Nell'ultimo anno, la pandemia ha segnato profondamente la società ma quest'ultimo si è rilevato uno strumento resiliente e utile a colmare il vuoto lasciato dai canali tradizionali di finanziamento molto più lenti a rispondere alle esigenze che vi si presentano.



Figura 2: “Crescita dal 2015 al 2020”. Crowdfunding in Italia, Starteed, report 2020.

²³ Disponibile a tale sito: <https://www.crowdfundingreport.it>

²⁴ Si tratta di una *crowd-company* che permette ad associazioni, aziende ed enti (privati e non), che intendono raccogliere risorse *online*, di attivare una campagna di *crowdfunding* completamente personalizzata senza alcun limite decisionale nella scelta dei contenuti e delle dinamiche di raccolta fondi.

L'analisi segnala una crescita nell'ambito del *Donation* e *Reward crowdfunding* in quanto sono state avviate molte campagne dedicate all'emergenza sanitaria²⁵. Ma non solo, infatti, le piattaforme hanno registrato una crescita anche per quanto concerne raccolte di fondi che hanno ad oggetto altre tematiche, come se la crisi sanitaria abbia aumentato la propensione al dono dei cittadini italiani. Inoltre, *l'equity crowdfunding*, nonostante abbia subito gli effetti di incertezza legati alla pandemia, ha registrato una crescita del 95% rispetto al 2019 dato soprattutto dall'incremento dell'offerta del mercato immobiliare e dei veicoli di investimento che hanno compensato il rischio derivante dall'investimento in *start-up*. In conclusione, solo nel 2020, in Italia sono stati raccolti 339.083.437€, un numero considerevole che incoraggia gli investitori del settore e le *start-up* alla ricerca di finanziamenti alternativi e fa ben sperare per il futuro del fenomeno in esame.

Anche dalla ricerca condotta dall'Osservatorio *entrepreneurship & finance* (Luglio, 2020) del Politecnico di Milano viene fuori che, nonostante l'Italia sconta una rilevante frammentazione di mercato, soprattutto per quanto concerne *l'equity*, essendo presenti 42 piattaforme dedicate, per una raccolta annuale complessiva di 76,6 milioni, il nostro Paese ha recuperato rispetto ai *player* europei.²⁶

1.3 Tipologie di *Crowdfunding*

Come si evince dalla disamina precedente, le campagne di *crowdfunding* possono riguardare più ambiti dall'attuazione di idee imprenditoriali al finanziamento di iniziative artistiche o ambientali. Tipicamente, le sempre più numerose piattaforme di raccolta si differenziano sia per le tipologie di progetti presentati (ambito sportivo, culturale, giornalistico, ambientale, artistico etc.) sia per la loro presenza su specifiche aree territoriali. Solitamente, tali portali richiedono ai fondatori una commissione sul capitale

²⁵ Vale la pena ricordare la campagna avviata da Chiara Ferragni e Fedez su *GofoundMe*, piattaforma americana, che per fronteggiare l'emergenza sanitaria ha raccolto in pochissimo tempo oltre 4,4 milioni di euro. Il ricavato, giunto da circa 100 paesi nel mondo, è stato donato all'Ospedale San Raffaele di Milano per la realizzazione di terapie intensive pronte ad ospitare pazienti affetti dal Coronavirus. Quest'ultima si è rivelata la raccolta fondi su *GofoundMe* più grande d'Europa e sesto *crowdfunding* dal 2010, sempre sulla medesima piattaforma, nel mondo.

²⁶ A livello europeo, i dati pubblicati ad Aprile 2020, dal *Cambridge Centre for Alternative Finance* sul *crowdfunding* ("The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report", disponibile a questo sito: <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2020/08/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf>) mostrano che nel 2018 sono stati raccolti circa € 10,8 miliardi in buona crescita rispetto al 2017: il contributo maggiore arriva dal *consumer lending* (€ 4,4 miliardi), seguito dal *business lending* (€ 3,2 miliardi) e il *real estate lending* (€ 1,7 miliardi). Il Paese che presenta i più grandi volumi è il Regno Unito, soprattutto nell'attività del *lending*, a seguire Germania e Francia.

raccolto, molto variabile in relazione alla tipologia di operazione e in genere compresa fra il 2% e il 10%. Inoltre, la campagna può avvenire seguendo un modello “*all or nothing*” oppure “*take it all*”. La prima fattispecie implica il raggiungimento di un target minimo: se non viene raggiunto, le risorse raccolte saranno restituite. La metodologia “*take it all*”, invece, prevede che tutti i fondi vengono accettati, indipendentemente dal conseguimento o meno del target.²⁷

Innanzitutto, per analizzare tale fenomeno più nel dettaglio, occorre attuare una distinzione dei vari modelli praticati. Per primo Hemer²⁸ (2011) ha sostenuto una categorizzazione dei quattro tipi principali di *crowdfunding* (basato sulla donazione, sulla ricompensa, sul prestito e sulle partecipazioni finanziarie) sulla base di ciò che gli investitori ricevono per i loro contributi, sulla complessità giuridica e il grado di asimmetria informativa che intercorre tra promotore e finanziatore.

In particolare, possiamo classificare le forme di *crowdfunding* in due macro-aree in funzione della contropartita offerta in cambio del finanziamento ai *crowdfunders*: *financial crowdfunding* e *non-financial crowdfunding*. Nel primo caso il contribuente riceverà una remunerazione finanziaria, nel secondo, invece, lo scambio sarà di diversa natura.

1.3.1 Non financial crowdfunding

I principali modelli di *non-financial crowdfunding* sono: *donation-based crowdfunding* e *reward-based crowdfunding*.

La *donation-based crowdfunding* è una forma di finanziamento “filantropica”, in quanto non è previsto nessun tipo di ricompensa per l’investitore, né economica né in natura (beni o servizi). Si tratta, tipicamente, di campagne mirate a obiettivi di solidarietà, volontariato, mecenatismo, in cui i soggetti devolvono altruisticamente il proprio denaro per sostenere una specifica causa (Hemer J., 2011; Osservatorio *entrepreneurship & finance* del Politecnico di Milano, 2020).

²⁷ Tratto dal rapporto dell’Osservatorio *entrepreneurship & finance* (Luglio, 2020) del Politecnico di Milano.

²⁸ Hemer J., *A snapshot on crowdfunding*. Working papers firms and region, Econstor (2011) (Disponibile: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/52302/1/671522264.pdf>).

Il normale ambito applicativo di questa tipologia sono i progetti promossi dalle organizzazioni no profit o da Onlus (Organizzazioni non lucrative di utilità sociale)²⁹, ma ciò non toglie che si può anche attuare nella modalità del *personal fundraising*³⁰ che consente, a chiunque abbia una “buona causa”, di avviare una raccolta fondi personale. Con riferimento all’Italia, il *donation crowdfunding* viene disciplinato dal Titolo quinto del Libro secondo del codice civile, in cui le donazioni sono definite come “contratti attraverso i quali, per spirito di liberalità, una parte arricchisce un’altra andando a disporre a favore di questa di un suo diritto oppure andando ad assumere una obbligazione verso la stessa”.³¹

Il *reward-based crowdfunding*, invece, è il modello, ad oggi, più popolare e prevede che il promotore riconosca al finanziatore una ricompensa (*reward*) di natura non monetaria. Quest’ultima, infatti, non è collegata ai profitti o al rendimento derivante dall’operazione ma coincide con un oggetto oppure un servizio (Bi, Liu, Usman, 2017).

In taluni casi, tale modalità di *crowdfunding* è diventata una forma di pre-vendita (*pre-selling*), ossia il finanziatore, interessato ad acquistare il prodotto/servizio, anticipa il costo che dovrebbe sostenere per lo stesso, finanziandone anche la realizzazione. Così facendo, l’investitore non solo ne permette la creazione ma si assicura anche di essere tra i primi acquirenti del nuovo prodotto e di avere un ruolo attivo nella determinazione delle sue future caratteristiche. Essendo simile all’*e-commerce*, nel caso del *pre-selling* si applica la disciplina del commercio elettronico, sia per quanto concerne la protezione del consumatore sia in materia di IVA e fatturazione. Oltre a copie del prodotto, si possono riconoscere come ricompensa anche *gadget*, ringraziamenti da parte del proponente, sconti o semplici riconoscimenti.

Generalmente tale tipologia è usata per finanziare progetti creativi come la produzione di un film o di un libro.

²⁹ Donando ad una Onlus, il finanziatore-donatore gode della deduzione fiscale delle somme versate al soggetto promotore.

³⁰ Il tema del “*personal fundraising*” è stato approfondito all’interno del testo “*Crowdfunding e personal fundraising: la nuova frontiera del dono*” di A.M. Siccardi, V.Vitali (2018).

³¹ Art. 769 c.c.

Vale la pena ricordare che recentemente si sta diffondendo un modello ibrido, *reward-based* ed *equity-based*, chiamato *pre-purchase model*³² mentre in Italia, è stato lanciato il c.d. “*crowdfunding* ricorrente”³³ che prevede ugualmente una ricompensa.

1.3.2 *Financial crowdfunding*

Le principali forme di *financial crowdfunding*, o anche dette *crowdinvesting*, sono: la *lending-based crowdfunding* e la *equity-based crowdfunding*.

La *lending-based crowdfunding* è una forma di finanziamento che si attua mediante la sottoscrizione di titoli di debito emessi dall’impresa che necessita del finanziamento (Hemer J., 2011). Al contempo, al finanziatore si assicura un ritorno economico dato dagli interessi e dalla restituzione del capitale alla data stabilita tra le parti.³⁴ Questa tipologia prevede la stipula di un contratto, pertanto è disciplinata dall’art.1813³⁵ e art.1815³⁶ del codice civile. Inoltre, in Italia per il *lending crowdfunding* si può fare riferimento alla normativa sulla raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche, sezione IX, contenute nella Delibera n.586 del 9 novembre 2016 della Banca d’Italia, in cui il *lending crowdfunding* viene definito “*social lending*” ossia “uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme *online*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”³⁷.

L’*equity-based crowdfunding*, invece, consiste in un finanziamento a titolo di investimento sotto forma di azioni o titoli similari (Hemer, 2011). Attraverso tale modello, il finanziatore, interessato al progetto a lungo termine, acquista, mediante capitale di rischio (*equity*), una quota di proprietà del business, partecipando agli utili e

³² Questa tipologia di *crowdfunding* “prevede che, al finanziatore, oltre a condizioni di vantaggio connesse alla fruizione dei servizi erogati dalla società o all’acquisto dei suoi prodotti, potrà essere attribuito un eventuale diritto di opzione all’acquisto di quote o azioni in un momento successivo”. (R. DE LUCA, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, cit., p. 5).

³³ Tale forma, che caratterizza le campagne di *donation* e *reward crowdfunding*, è stata lanciata per la prima volta il 6 Marzo 2018 da Produzioni dal Basso, e prevede una raccolta fondi continua, senza scadenza.

³⁴ Come emerge da diversi siti come: <https://www.crowd-funding.cloud/it/social-lending-133.asp> , <https://blog.digitalbuildingblocks.it/blog/crowdfunding-principali-tipologie>

³⁵ “Il mutuo è il contratto col quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di danaro o di altre cose fungibili [810, 1818] e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità.” (Art.1813 c.c.)

³⁶ “Salvo diversa volontà delle parti, il mutuatario deve corrispondere gli interessi al mutuante. Per la determinazione degli interessi si osservano le disposizioni dell'articolo 1284.

Se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi.” (Art.1815 c.c.)

³⁷ Delibera 584/2016 di Banca d'Italia (“Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche”).

alla creazione di valore. Al contempo le imprese, generalmente *start-up*, hanno la possibilità di ottenere, tramite *internet*, i fondi di cui hanno bisogno.

Attualmente, in Italia tale strumento è regolamentato da norme specifiche³⁸ che permette alle piccole medie imprese (PMI) di ricorrere a questa forma per la raccolta di capitale di rischio.

Molte simile, alla modalità in esame, è il *royalty-based crowdfunding*, con la differenza che il finanziatore non diventa azionista e guadagna dalla distribuzione degli utili ma ottiene una percentuale del fatturato o un guadagno che deriva da altri parametri finanziari (Osservatorio *entrepreneurship & finance* del Politecnico di Milano, 2020).

1.4 Gli attori del *crowdfunding*: obiettivi e motivazioni

Le campagne di *crowdfunding* prevedono la partecipazione di alcune particolari figure. L'intero processo, infatti, può essere considerato come un triangolo che coinvolge tre attori: il proponente, i sostenitori del progetto (*crowdfunders*) e la piattaforma (Ikosom UG con Interreg Central Europe Crowd-fund-Port 2019³⁹).

Ognuno ha obiettivi propri e motivazioni diverse in relazione alla funzione che svolge e alle responsabilità legate al ruolo che riveste.

1.4.1 Il proponente

Il proponente, anche detto *creator*, è colui che ricorre al *crowdfunding* e dà inizio alla campagna per portare al termine il proprio progetto. Quest'ultimo presenta la sua idea sulla piattaforma attraverso video *pitch*, immagini o testi e cerca di diffondere quanto più possibile l'operazione. In gran parte dei casi, il promotore è una singola persona ma non è escluso che si possa trattare anche di organizzazioni, società o associazioni in base alla forma di *crowdfunding*⁴⁰ attuata.

Per quanto concerne le motivazioni, secondo uno studio della Northwestern University⁴¹(2012), oltre al mero fine di finanziarsi, i fondatori hanno un'ampia varietà

³⁸ Infra 2.3.1

³⁹ Documento disponibile a questo link: https://www.crowdfundport.eu/wp-content/uploads/2019/06/IT_Toolbox.pdf

⁴⁰ Nel modello *donation-based* si tratta prevalentemente di organizzazioni no-profit, mentre nel caso dell'*equity crowdfunding* solitamente sono start-up o team con specifiche competenze.

⁴¹ Gerber, E.M., Hui, J.S. & Kuo, P. (2012), *Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms*, CSCW Workshop

di obiettivi. Innanzitutto, attraverso questo strumento possono stabilire delle relazioni di lungo termine con i finanziatori che, spesso, si estendono oltre il momento della transazione finanziaria. Infatti, nel tempo si possono instaurare delle connessioni più solide che consentono ai proponenti di coinvolgere i *crowdfunders* in un percorso collaborativo, e in alcuni casi, di creare una vera e propria *community* intorno al progetto in essere.

Oltre a stabilire relazioni generali e generare più interesse tra le persone, i promotori mostrano loro anche come diventare un *creator* riconosciuto dalla comunità *online*. Pertanto, un'altra motivazione è data dal “replicare l'esperienza di successo degli altri”⁴². Dallo studio sopracitato è anche emerso che i fondatori sono motivati a lanciare una raccolta per ampliare la consapevolezza di sé stessi attraverso i *social media*. Infatti, soprattutto nel momento di avvio della campagna, hanno intenzione di far conoscere la propria iniziativa a quante più persone e, mediante l'esposizione mediatica, di attirare l'attenzione dei media, della stampa e dei canali televisivi.

Infine, l'ultimo obiettivo evidenziato è il voler ottenere riconoscenza per il lavoro svolto: ottenere la convalida *online* di un progetto aumenta la percezione di capacità del proponente, che acquisendo maggiore consapevolezza di sé stesso, è motivato a migliorarsi.

1.4.2 Le piattaforme

Le piattaforme fungono da intermediario tra il proponente e i sostenitori del progetto. Tali portali *online* possono essere definiti come dei luoghi virtuali in cui non solo avviene la raccolta di capitali ma si forma anche un legame tra *creator* e *crowd*.

Grazie alle piattaforme, chiunque può presentare il proprio progetto e allo stesso tempo i vari finanziatori possono venirne a conoscenza e decidere quale operazione merita il loro sostegno.

Una piattaforma, però, ha anche il compito di evitare frodi e disabilitare le campagne che le commettono. Per tale motivo, i fondi raccolti solitamente sono accantonati in depositi di garanzia e trattenuti nel deposito fino al termine della campagna.

⁴² R. Cialdini, *Influence: Science and Practice*. Boston, MA: Allyn and Bacon, 2001.

Attualmente, in Italia si contano oltre 100 piattaforme che si distinguono non solo perché accolgono tipologie di *crowdfunding* diverse ma anche perché sono dedicate a settori specifici. Seppur fondamentali, tali portali non sono gli unici soggetti che svolgono dei servizi importanti affinché l'intero processo sia efficiente. Possiamo annoverare l'*outsorcer*, persone esterne che hanno il compito di progettare la grafica del progetto e si occupano di gestire i pagamenti. Ad accompagnare il progettista ci sono i consulenti: gli *advisor* legali (commercialisti, avvocati o notai) si occupano di assistere le piattaforme e il proponente, se esposti a rischi di contestazioni e responsabilità civili mentre i c.d. "advisor nuovi" forniscono una consulenza più specifica in merito alla comunicazione e alla promozione della campagna, in particolare si occupano dell'attività di *digital marketing*.

1.4.3 I crowdfunder

I *crowdfunder*, terzo attore del processo di *crowdfunding*, sono i sostenitori del progetto. Essi sottoscrivono un accordo, in base al quale trasferiscono, mediante la piattaforma, una somma di denaro all'idea che decidono di sostenere. Anche in questo caso, gli obiettivi effettivi dei finanziatori sono estremamente eterogenei.

Gli individui possono investire in un progetto *donation based* al fine di sostenere una causa considerata importante, per appoggiare personalmente i fondatori del progetto o per un'altra qualsiasi motivazione. Mentre nel caso di una tipologia di *financial crowdfunding* possono essere spinti dall'aspettativa di esito positivo dell'operazione in atto.

Dall'analisi condotta da Gerber, Kuo, Hui (2012)⁴³, tra le motivazioni dei *crowdfunder* è stata evidenziata innanzitutto il voler supportare i *creator* o le cause. Infatti, l'aspetto filantropico risulta fondamentale in questa forma di finanziamento dal basso dato che la folla è spinta dal sostenere progetti che rispecchiano i valori in cui credono. I finanziatori sono incentivati a sopportare sforzi per appoggiare una causa che rifletta la propria personalità o identità.

Un ulteriore incentivo ad investire per i finanziatori è dato dalla possibilità di ottenere ricompense, sia tangibili che intangibili o esperienziali. In tal caso, i promotori devono

⁴³ Gerber, E.M., Hui, J.S. & Kuo, P. (2012), *Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms*, CSCW Workshop.

assicurare ad ogni sostenitore una ricompensa, prevedendo talvolta diversi livelli che aumenteranno di valore in funzione della donazione effettuata.

Infine, dalla ricerca sopra citata è emerso che i *crowdfunder* spesso decidono di sostenere una campagna per poter entrare a far parte di una comunità. Il sentirsi parte di una *community*, condividere con altre persone gli stessi valori oppure il potersi confrontarsi con il promotore rappresenta un incentivo sufficiente per finanziare un'idea. Infatti, è proprio il rapporto che si instaura tra finanziatore e proponente, che gioca un ruolo significativo e che distingue il *crowdfunding* da una qualunque altra forma di finanziamento tradizionale.

1.5 Crowdfunding e open innovation

La tematica del *crowdfunding*, fin qui esaminata, può essere affrontata anche da un'altra prospettiva, quella dell'*open innovation*. I due concetti, infatti, presentano diversi punti di contatto.

Il paradigma dell'innovazione aperta si riferisce all'apertura di un'impresa a idee, processi e tecnologie che derivano dall'esterno, in particolare da *start-up*, università o enti di ricerca (Chu, Cheng, Tsai, Tsai e Lu, 2019). Allo stesso modo, il *crowdfunding* “è intrinsecamente un'attività economica collettiva che utilizza *internet* e vede la compartecipazione di più *stakeholders* in operazioni innovative”⁴⁴. Pertanto, in tale contesto, si può facilmente evincere che un modello “aperto”, in grado di unire risorse e sforzi provenienti da più parti, sia più adatto rispetto ad un modello chiuso, soprattutto quando si parla di innovazione. Con la co-partecipazione, idee e sforzi diversi svolgono un ruolo di fondamentale importanza per la “co-creazione”⁴⁵ di valore, alla base delle procedure di *crowdfunding*.

In particolare, attraverso la piattaforma moderatrice, gli iniziatori di una campagna si aprono agli *input* apportati dai *crowdfunder* che sostengono l'idea. Ma, non è detto che tali *input* siano semplici risorse monetarie, dato che potrebbe verificarsi una condivisione

⁴⁴ Chu C., Cheng Y., Tsai F., Tsai S., Lu K., *Open innovation in Crowdfunding context: diversity, knowledge, and networks*. Sustainability, 11, NO.180 (2019), 1-11, p.1.

⁴⁵ Si fa riferimento a una forma di mercato o strategia di business in cui i clienti/consumatori non svolgono un ruolo passivo bensì condividono, combinano e rinnovano risorse e competenze con l'azienda per creare valore attraverso l'iterazione e le relazioni. Pertanto, il valore co-creato (condiviso) fornisce al consumatore un'esperienza personalizzata mentre per l'impresa acquisisce sul mercato maggiore fedeltà e fiducia.

inversa della conoscenza da parte dei donatori (o altre parti interessate) ai promotori del progetto che potrebbe ulteriormente aiutare a migliorare la qualità dei prodotti proposti. Oppure, potrebbe addirittura accadere che i finanziatori possano apprendere dai commenti di altri utenti, condivisi sulla piattaforma, e acquisire nuove conoscenze, che a loro volta, influenzeranno il loro feedback sul progetto in essere.

Di conseguenza, il *crowdfunding*, è, certamente, una nuova forma di finanziamento che mobilita piccole somme di denaro da un numero maggiore di individui. Tuttavia, alla luce dei principi e delle pratiche dell'*open innovation*, è stata definito da Chu, Cheng, Tsai, Tsai e Lu (2019, p.2) come “uno spazio intermedio in cui i pensieri e i feedback dei clienti, la conoscenza di altri professionisti, le informazioni di terze parti, ecc., potrebbero interagire con le idee dei promotori del progetto. Ciò può facilitare le opportunità di innovazione e co-creazione”.⁴⁶

In sintesi, la tematica in esame, porta con sé oltre al mero finanziamento ulteriori vantaggi dati dalla diffusione di informazioni, dallo sviluppo di conoscenza e dalla creazione di solide relazioni umane.

Lo studio condotto da Chu, Cheng, Tsai, Tsai e Lu (2019), ha approfondito tre pilastri sui quali poggia tale prospettiva del *crowdfunding*: la diversità, la conoscenza e il *networking*. La diversità è un requisito fondamentale che permette di costruire la giusta “folla” per rendere possibile il *crowdfunding*. Infatti, un gruppo di clienti/finanziatori che si distinguono per background educativo, nazionalità, sesso, età nonché eterogenei per quanto riguarda competenze e abilità, permette un livello di co-creazione⁴⁷ di idee maggiore e più efficace e, quindi, di attuare una campagna di *crowdfunding* di successo. La conoscenza, invece, è necessaria perché sono proprio le risorse intellettuali⁴⁸ possedute da diversi *stakeholder* che interagiscono sulla piattaforma di *crowdfunding* ad avere un effetto positivo sulla riuscita di una raccolta fondi: tutte le persone che ne prendono parte dovrebbero avere un certo livello di conoscenza, considerato sufficientemente alto da migliorare o influenzare positivamente la qualità dell'operazione in essere.

⁴⁶ Chu C., Cheng.Y., Tsai F., Tsai S., Lu K., *Open innovation in Crowdfunding context: diversity, knowledge, and networks*. Sustainability, 11, NO.180 (2019), 1-11.

⁴⁷ È un concetto fondamentale, perché in assenza di iterazione, quindi co-creazione, viene meno la base di *open innovation* ma anche di *crowdfunding*.

⁴⁸ Ovvero i donatori o gli investitori possono avere basi di conoscenza diverse dai promotori del progetto.

Infine, con il termine *networking*, in questo caso, si fa riferimento alle piattaforme che agiscono come reti, consentendo l'incontro tra domanda e offerta e collegando diversi *stakeholder*. Quindi la misura in cui la piattaforma riesce a svolgere il suo "ruolo" e la qualità dei diversi servizi offerti da quest'ultima, hanno influenza sul numero di persone che decide di prendere parte all'iniziativa e più in generale sul successo dell'idea.

Quindi, questi tre pilastri (diversità, conoscenza e *networking*) rivestono grande rilevanza tanto che anche quando vengono utilizzati da diversi promotori di campagne di *crowdfunding*, è molto probabile che chi li applica in modo più efficace abbia successo. Inoltre, gli *input* costanti di risorse intellettuali (effetto conoscenza) e relazionali (effetto rete) forniti da un insieme diversificato di soggetti come capitale umano (effetto diversità), permette anche alla piattaforma che ospita la raccolta, in quanto ecosistema, di rinnovarsi per rispondere ai cambiamenti e adattarsi ad un ambiente dinamico costituito da portatori di interessi diversi.

In conclusione, da tale prospettiva emerge il potenziale del *crowdfunding* per stimolare l'innovazione aperta, ma allo stesso tempo è proprio l'*open innovation* che permette di ottenere un *crowdfunding* sostenibile.

Come è stato affrontato in tale capitolo, il *crowdfunding* è un efficace strumento di finanziamento che coinvolge diversi attori, può manifestarsi attraverso più modalità ed essere utilizzato per portare a termine progetti di svariata natura. Pertanto, sta assumendo sempre maggiore valenza nel contesto della sostenibilità, ovvero per finanziare l'imprenditorialità cosiddetta "*green*" come verrà affrontato successivamente.

CROWDFUNDING E L'IMPRENDITORIALITÀ SOSTENIBILE

2.1 Lo Sviluppo Sostenibile in Europa

Il tema della sostenibilità sta assumendo, soprattutto negli ultimi anni, maggiore rilevanza.

In particolare, tale tematica è divenuta fondamentale nel contesto imprenditoriale: le imprese si stanno adoperando per riuscire a rispettare le norme imposte in materia e per raggiungere contemporaneamente obiettivi economici, sociali e ambientali.

Per fornire una prima definizione del termine sostenibilità, possiamo riprendere quanto è emerso dal rapporto di Brundtland (1987) pubblicato dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo (WCED), in cui la coordinatrice, nonché presidente del WCED, Gro Harlem Brundtland, afferma: “Lo sviluppo sostenibile è uno sviluppo che è in grado di soddisfare i bisogni delle generazioni attuali senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri”.⁴⁹ Da questa affermazione, si evince la centralità, non dell'ambiente genericamente inteso, ma del benessere delle persone, sottolineando la responsabilità degli individui di oggi di tutelare tutto ciò che li circonda con il fine di “consegnare” alle generazioni future un ambiente di alta qualità.

Solo sul finire del '900, però, i problemi legati all'ambiente hanno cominciato a destare maggiore preoccupazione tanto che, da quel momento, sono stati stipulati diversi accordi internazionali con lo scopo di contenere gli effetti di una crisi ambientale e sociale.⁵⁰

Pertanto, va ricordata, nel 1992, la prima conferenza mondiale in merito alla tutela dell'ambiente tenuta dall'ONU, a Rio de Janeiro, informalmente conosciuta come “Summit della Terra”. Questo primo incontro dei capi di Stato sull'ambiente portò alla stipula di trattati vincolanti quali l'accordo sulla Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici⁵¹(UNFCCC), che a sua volta ha permesso la stesura del

⁴⁹ Dal rapporto Brundtland, conosciuto anche come *Our Common Future*, pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo.

⁵⁰ Horisch J., *Crowdfunding for environmental ventures: an empirical analysis of influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives*. Journal of Cleaner Production, 107 (2015), 636-645.

⁵¹ Tale accordo, entrato in vigore nel 1994, aveva l'obiettivo di stabilizzare le concentrazioni atmosferiche dei gas serra, alla base del riscaldamento globale. Il trattato, originariamente, non poneva limiti obbligatori per le emissioni di gas serra alle singole nazioni; pertanto, non era legalmente vincolante. Ma esso prevedeva che coloro che vi aderivano, adottassero, ulteriori atti, i c.d. protocolli, che avrebbero posto i limiti obbligatori di emissioni. Il principale di questi, adottato nel 1997, è il protocollo di Kyōto.

protocollo di Kyōto, e la Convenzione sulla diversità biologica⁵². Mentre per quanto attiene agli altri accordi non vincolanti ricordiamo l'Agenda 21⁵³, la Dichiarazione di Rio⁵⁴ e la Dichiarazione dei principi per la gestione sostenibile delle foreste⁵⁵.

La necessità quindi di uno sviluppo sostenibile, capace di coniugare le esigenze economiche con la crescita umana e sociale, è stata la causa di un susseguirsi di conferenze e commissioni che hanno coinvolto tutto il mondo, dalla Commissione Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (CSD) (1993) al VI Piano d'Azione Ambientale 2002/2012 dell'Unione Europea. Tale programma, deciso dal Parlamento e Consiglio europeo, identificava le aree di intervento⁵⁶ della politica ambientale dell'UE per il periodo temporale in esame e definiva le azioni da intraprendere per raggiungere gli obiettivi stabiliti.

Merita particolare attenzione la c.d. “Europa 2020: Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”. Si tratta di un programma decennale elaborato nel 2010 dall'Unione Europea, con l'obiettivo di rispondere alla crisi economica e finanziaria e promuovere una crescita che sia, appunto, intelligente (sviluppo di conoscenze e implementazione di innovazioni), sostenibile (basata su un'economia *green* che permetta la riduzione di sprechi e l'utilizzo più efficiente delle risorse) ed infine inclusiva (che promuova l'occupazione e l'inclusione sociale).

Nel 2015, poi, è stata adottata dagli Stati europei, l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. Tale documento sancisce i 17 obiettivi globali (SDGs - *Sustainable Development Goals*) in merito allo sviluppo sostenibile che devono essere raggiunti entro il 2030. Gli SDGs e i 169 sotto obiettivi ad essi associati costituiscono il nucleo vitale dell'Agenda 2030, essi tengono conto in maniera equilibrata delle tre dimensioni dello sviluppo sostenibile ovvero economia, sociale ed ecologia. Tali obiettivi hanno carattere universale in quanto coinvolgono sia i Paesi industrializzati che quelli in Via di Sviluppo, pertanto, lo scopo del documento è proprio quello di fornire sfide comuni che tutti i Paesi devono affrontare.

⁵² Si tratta di un trattato internazionale del 1992 al fine di tutelare la diversità biologica (o biodiversità), l'utilizzazione durevole dei suoi elementi e la ripartizione giusta dei vantaggi derivanti dallo sfruttamento delle risorse genetiche. (Wikipedia, 2021).

⁵³ Programma d'azione elaborato durante il Summit della Terra che fornisce le linee guida per lo sviluppo sostenibile del pianeta “da qui al XXI secolo”. (Wikipedia, 2021).

⁵⁴ È un documento che definisce i 27 diritti e responsabilità delle nazioni per promuovere lo sviluppo sostenibile.

⁵⁵ Si tratta di un documento non vincolante dal punto di vista legale che sancisce le principali azioni per salvaguardare il patrimonio forestale, attraverso uno sfruttamento sostenibile delle risorse forestali.

⁵⁶ Le quattro aree prioritarie di intervento: cambiamento climatico, natura e biodiversità, ambiente e salute, risorse naturali e rifiuti.

Per la prima volta un solo documento programmatico riunisce lo sviluppo sostenibile e la lotta alla povertà.

L'Agenda 2030 identifica un forte legame tra il benessere degli individui e quello del Pianeta e, quindi, ricomprende principi concreti ed interconnessi: dalla tutela della dignità umana e delle risorse naturali all'eliminazione della fame e delle disuguaglianze, senza dimenticare lo sviluppo urbano, la prosperità economica e la stabilità mondiale e regionale.

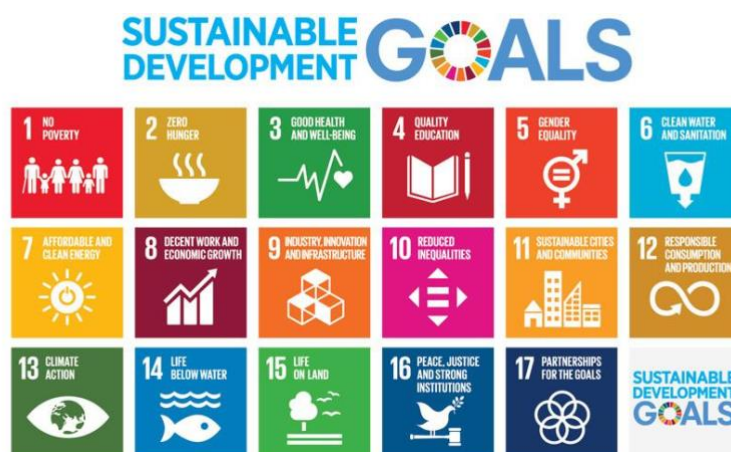


Immagine 3: “Obiettivi per lo sviluppo sostenibile”. Agenda 2030, Nazioni Unite, 2015.

Per attuare quanto stabilito dalle Nazioni Unite, la Commissione europea, nonché gli Stati membri, hanno delineato delle azioni chiave. Innanzitutto, tali obiettivi devono fungere da linee guida per le iniziative e le politiche di sviluppo sostenibile dell'UE. Inoltre, è stata prevista, dal 2017, l'elaborazione di relazioni periodiche in merito ai progressi in tale ambito e l'introduzione di una piattaforma multilaterale ad alto livello⁵⁷ con il compito di sostenere e consigliare la Commissione europea e tutti i soggetti interessati circa l'attuazione degli obiettivi di Sviluppo Sostenibile.

Il 14 Gennaio 2020 è stato presentato un ulteriore e ambizioso programma in merito a tale tematica “*Green deal europeo 2050*”. Si tratta di un piano d'azione che prevede di raggiungere le emissioni zero entro il 2050 promuovendo l'economia circolare, la riduzione dell'inquinamento e l'uso efficiente delle risorse. Pertanto, per riuscire a

⁵⁷ Si tratta di una Commissione, costituita in totale da 30 membri, ovvero individui nominati a titolo personale o per rappresentare un interesse comune o organizzazioni, il Comitato economico e sociale europeo e il Comitato delle regioni. La piattaforma multi-stakeholder sugli SDG è stata istituita il 22 maggio 2017 e la prima riunione si è tenuta il 10 Gennaio 2018.

rispondere ai cambiamenti climatici, l'UE ha stanziato dei fondi per fornire sostegno economico e assistenza tecnica a tutti gli enti coinvolti nel passaggio all'economia *green*. Vale la pena ricordare anche quanto promosso dall'UE: con il *recovery fund* approvato di recente la Commissione europea ha messo a disposizione un fondo di circa 40 miliardi per affrontare la transazione ecologica.

Come emerge da questa disamina, la questione ambientale ha acquisito nel tempo grande rilievo tanto che dagli anni '70 ad oggi sono state elaborate più di 200 disposizioni normative comunitarie in relazione alla sostenibilità e più nello specifico al ruolo del mercato e delle imprese in materia ambientale. Tali norme, in passato avevano solo lo scopo di ridurre i danni prodotti da alcuni specifici settori all'ambiente, ad oggi hanno anche l'obiettivo di promuovere un ruolo attivo da parte delle aziende nella tutela ambientale. Infatti, la strategia per lo sviluppo sostenibile e tutti gli atti ad essa connessi, evidenziano la centralità delle imprese sia per limitare gli impatti negativi sull'ambiente ma anche, mediante soprattutto l'innovazione e la ricerca, la valorizzazione dello stesso.⁵⁸ Al contempo per le imprese, che devono adeguarsi a tali cambiamenti di mercato, appare vantaggioso promuovere lo sviluppo sostenibile in quanto vengono considerate più innovative ed affidabile sia dai consumatori che dai *partner* aziendali (Caroli, 2017)⁵⁹. Inoltre, un'azienda che persegue l'obiettivo della sostenibilità ambientale, non solo risulta più competitiva e all'avanguardia, ma acquisisce anche un vantaggio competitivo in termini economici: infatti, rispettando il territorio instaura con esso un legame equilibrato, conferendogli valore attraverso le sue decisioni produttive. In questo modo, nel medio-lungo termine il mercato attribuisce all'offerta dell'impresa un certo grado di differenziazione che si riflette positivamente sui ricavi aziendali (Caroli, 2017). Va, anche, detto che il valore attribuito alle caratteristiche ambientali e sociali da parte dei clienti può rafforzare la reputazione dell'azienda e avere un effetto positivo sulla *brand equity* (Caroli, 2017).

Pertanto, ad oggi, un'organizzazione che controlla le emissioni di gas prodotte, che è propensa alla riduzione degli sprechi di energia elettrica, della plastica o di altri materiali dannosi e che si occupa di formare il suo personale al rispetto delle norme ambientali e

⁵⁸ Come emerge dall'indagine del Ministero dell'Ambiente e della Tutela del territorio e del mare in collaborazione con Unioncamere, 2019.

⁵⁹ Caroli M., Economia e gestione delle imprese. Mc Graw Hill Education, V edizione, 2017.

monitora gli standard ambientali e sociali imposti ottiene, senza dubbio, un grande vantaggio sotto diversi aspetti.

Tra l'altro, vanno ricordate le agevolazioni fiscali in favore delle imprese che promuovono la tutela dell'ambiente. Quest'ultime rappresentano, con tutta evidenza, un altro motivo valido che spinge le aziende verso la sostenibilità. In particolare, le piccole e medie imprese possono godere di sgravi fiscali qualora dimostrino di aver investito in macchinari e materie prime a tutela ambientale.

Quindi, il tema della sostenibilità sta assumendo un ruolo centrale nel contesto europeo e sono non poche le norme ma anche gli incentivi posti in essere affinché l'ambiente venga tutelato e rispettato in primis dai singoli cittadini e poi dalle grandi istituzioni.

2.1.1 La sostenibilità in Italia: a che punto siamo?

Per quanto concerne l'Italia, oltre a recepire quanto stabilito dell'UE, la normativa circa lo sviluppo sostenibile prevede il controllo e la prevenzione dei reati contro l'ambiente e la sanzione degli stessi ma anche la promozione, innanzitutto per le imprese, ad attuare regole a sostegno dell'ambiente e della sostenibilità.

Nel 2006, nel nostro Paese è stato approvato il Testo Unico Ambientale⁶⁰ che ha “come obiettivo primario la promozione dei livelli di qualità della vita umana, da realizzare attraverso la salvaguardia ed il miglioramento delle condizioni dell'ambiente e l'utilizzazione accorta e razionale delle risorse umane”.⁶¹

Solo nel 2015, però, sono stati disciplinati i reati ambientali con la legge sugli Ecoreati⁶². La norma, a completamento del D.Lgs. 231 sulla responsabilità penale delle persone giuridiche, sancisce come reati l'inquinamento ambientale, il disastro ambientale, l'impedimento dei controlli, l'omessa bonifica e il traffico di materiale radioattivo.

Sempre nel 2015, è stata elaborata un'ulteriore legge conosciuta come “Collegato ambientale”⁶³ che ha permesso l'introduzione di una serie di norme con la finalità di

⁶⁰ D.Lgs. 3 Aprile 2006, n.152 “Norme in materia ambientale”

⁶¹ Art. 2 del Codice dell'Ambiente, “Finalità”.

⁶² Si fa riferimento alla Legge n. 68 del 22/05/2015, recependo la Direttiva 2008/99/CE sulla tutela ambientale. Tale legge ha lo scopo di contrastare i crimini ambientali e di rafforzare le azioni di prevenzione.

⁶³ Legge del 28 dicembre 2015, n.221. Disposizioni in materia ambientale per promuovere misure di Green Economy e per il contenimento dell'uso eccessivo di risorse naturali.

proteggere la natura, ridurre l'impatto ambientale, migliorare la gestione dei rifiuti nonché di condurre ad un'economia più *green* e sostenibile. In particolare, la principale novità è legata al *green public procurement*, che ha reso obbligatorio per gli Enti pubblici l'applicazione dei "Criteri Ambientali Minimi (CAM)" da attuare per il 100% del valore per le categorie di appalto con le quali si consegue l'efficienza energetica (servizi energetici per gli edifici, lampadine, PC) e, per almeno il 50%, per le altre gare di appalto. Il Collegato ambientale, inoltre, prevede lo sviluppo del *Made Green in Italy*, regolamentato⁶⁴ solo successivamente, nel 2018. Il *Made Green in Italy*, sfruttando la metodologia europea basata sull'impronta ecologica di prodotto, vuole promuovere modelli sostenibili di produzione e consumo (sulla scia della strategia emanata dalla Commissione europea); migliorare i prodotti e ridurre il loro impatto negativo sull'ambiente; aiutare i consumatori a compiere scelte consapevoli in merito al consumo sostenibile; rendere più competitivi i prodotti "Made in Italy" nei mercati nazionali ed internazionali rafforzandone l'immagine ed infine, attraverso il metodo PEF (*Product Environmental Footprint*⁶⁵), dimostrare l'impronta ambientale di prodotti italiani. Nonostante ciò, il nostro Paese appare un po' in ritardo rispetto agli altri Stati europei in materia di sviluppo sostenibile, ancora di più a causa della crisi sanitaria ed economica innescata dal Coronavirus.⁶⁶ Infatti, a differenza del 2019 in cui era emersa una forte ripresa dell'Italia⁶⁷, nel rapporto realizzato dall'ASviS (Alleanza Italiana per lo Sviluppo Sostenibile) per il 2020 si è registrato un peggioramento per 9 dei 17 obiettivi promossi dall'Agenda 2030 dell'ONU. Inoltre, tale analisi sottolinea anche come la Legge di Bilancio per il 2020 sia volta a promuovere la sostenibilità⁶⁸.

2.2 I progetti sostenibili: caratteristiche e sviluppo

⁶⁴ "Regolamento per l'attuazione dello schema nazionale volontario per la valutazione e la comunicazione dell'impronta ambientale dei prodotti, denominato *Made Green in Italy*, adottato dal Ministro dell'Ambiente il 21 marzo 2018. Il provvedimento è in vigore dal 13 giugno 2018" dal sito del Ministero della Transazione Ecologica.

⁶⁵ Uno strumento che regola il calcolo, la valutazione, la convalida di parte terza e la comunicazione a tutti gli stakeholder dell'impronta ambientale dei prodotti e dei servizi.

⁶⁶ Rapporto ASviS, 2020.

⁶⁷ Dal rapporto dell'ASviS per il 2019 era emerso un miglioramento dell'Italia in merito alla povertà, condizione economica e occupazionale, economia circolare e istituzioni efficienti.

⁶⁸ "La Legge di Bilancio 2020 interviene più che in passato sui temi ambientali, sulla decarbonizzazione e sull'economia circolare, ma nei fatti l'impegno del Governo italiano nel 2020 prevede risorse complessive destinate al Green new deal per 1,688 miliardi nell'ambito di un programma al 2034 per complessivi 29,404 miliardi", Rapporto ASviS, 2020.

L'analisi dello Sviluppo Sostenibile, precedentemente svolta, ha evidenziato come per le imprese sia vantaggioso trasformare il proprio modello di business, improntandolo maggiormente sulla sostenibilità, e occuparsi sempre di più di questioni ambientali.

Diversi autori hanno analizzato il ruolo della sostenibilità nel processo imprenditoriale e hanno sottolineato che l'imprenditorialità sostenibile è la forma più efficace di gestione della sostenibilità aziendale (Schaltegger, 2002⁶⁹; Schaltegger e Wagner, 2011⁷⁰). Infatti, quest'ultima sta assumendo sempre maggiore rilevanza e permette di fornire una risposta ai problemi di natura ambientale, sociale ed economica.

L'imprenditorialità sostenibile, quindi, mira esplicitamente a contribuire alla soluzione di un problema specifico legato alla sostenibilità ponendo proprio tali questioni al centro delle sue attività (Schaltegger 2002; Schaltegger e Wagner, 2011). Difatti, questa forma di impresa ha lo scopo di andare oltre la mera riduzione degli impatti ambientali e sociali negativi derivanti delle operazioni aziendali, per creare l'intero business intorno ad una missione sociale e/o ambientale.

A fornire una prima definizione di imprenditorialità sostenibile è stato Lehner (2013, p.290), il quale ha affermato che si possono definire in tal senso: “tutti i tipi di iniziative che hanno una missione sociale o ambientale come loro obiettivo primario, che mirano ad essere finanziariamente e legalmente indipendenti e si sforzano di diventare autosufficienti per mezzo del mercato”⁷¹.

Kuckertz e Wagner (2010, p.524), invece, descrivono gli imprenditori sostenibili come focalizzati su una doppia o tripla linea di fondo “bilanciando salute economica, equità sociale e resilienza ambientale attraverso il loro comportamento imprenditoriale”.⁷²

Al contempo, Pacheco et al. (2010, p.471) delineano “l'imprenditorialità sostenibile come la scoperta, la creazione, la valutazione e lo sfruttamento di opportunità per creare beni e servizi futuri che siano coerenti con gli obiettivi di sviluppo sostenibile”.⁷³

⁶⁹ Schaltegger, S. *A framework for ecopreneurship. Leading bioneers and environmental managers to ecopreneurship.* Greener Management International, 38, (2002), 45–58.

⁷⁰ Schaltegger, S., Wagner, M. *Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: categories and interactions.* Business Strategy and the Environmental, 20:4, (2011), 222-237.

⁷¹ Lehner O., *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda.* Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, (2013), 289-311.

⁷² Kuckertz, A. and Wagner, M. *The influence of sustainability orientation on entrepreneurial intentions – Investigating the role of business experience.* Journal of Business Venturing, 25, (2010), 524–39.

⁷³ Pacheco, D.F., Dean, T.J. and Payne, D.S. *Escaping the green prison: entrepreneurship and the creation of opportunities for sustainable development.* Journal of Business Venturing, Vol. 25, No. 5, (2010), 464–480.

Sulla stessa direzione, si colloca il pensiero di Vismara che in “*Sostenibility in equity crowdfunding*” (2019, p.99), definisce il concetto di imprenditorialità sostenibile come “la creazione di nuovi prodotti o servizi che sono un'alternativa più sostenibile alle offerte tradizionali sul mercato (ad esempio l'abbigliamento di canapa, essendo quest'ultima più sostenibile nella fase di crescita e raccolta, ed è anche durevole e resistente agli odori, il che richiede meno riciclaggio) così come la consegna di prodotti o servizi che cercano di affrontare un problema sociale o ambientale (ad esempio la creazione di grandi anelli galleggianti in grado di raccogliere plastica)”⁷⁴.

Pertanto, basandosi su questa definizione, le organizzazioni orientate alla sostenibilità possono essere definite come attività che attraverso i loro beni o servizi tutelano maggiormente l'ambiente e sostengono lo sviluppo sostenibile, ovvero riescono ad affrontare sfide urgenti come il cambiamento climatico, la perdita di biodiversità e l'ingiustizia globale introducendo prodotti, servizi o processi innovativi a vantaggio dell'ambiente e delle comunità (Shepherd e Patzelt, 2011)⁷⁵.

L'imprenditorialità sostenibile, descritta come uno dei modi più promettenti per affrontare questioni sociali come povertà, corruzione e preoccupazioni ambientali (Schaltegger, 2002; Schaltegger e Wagner, 2011; Bento et al., 2019⁷⁶), è un concetto molto ampio in quanto comprende anche l'imprenditorialità sociale e ambientale in senso stretto.

Thompson et al. (2011)⁷⁷ nella loro analisi hanno esaminato le differenze e le somiglianze tra imprenditorialità sociale, ambientale e sostenibile. Il loro lavoro evidenzia che l'imprenditorialità sostenibile e quella ambientale possono essere differenziate, ma non sono concetti dicotomici: l'imprenditorialità ambientale non dovrebbe essere considerata separata dall'imprenditorialità sostenibile, ma può essere considerata un contesto specifico per l'analisi del legame tra imprenditorialità e sviluppo sostenibile. In particolare, le iniziative ambientali di solito si occupano di opportunità che esistono a

⁷⁴ Vismara S., *Sostenibility in equity crowdfunding*. Technological Forecasting & Social Change, 141, (2019), 98-106.

⁷⁵ Shepherd, D., Patzelt, H., *The new field of sustainable entrepreneurship: studying entrepreneurial action linking “what is to be sustained” with “what is to be developed”*. Entrepreneurship Theory and Practice 35, (2011), 137-163.

⁷⁶ Bento, N., Gianfrate, G., Thoni, M.H. *Crowdfunding for sustainability ventures*. Journal of Cleaner Production 237 (2019).

⁷⁷ Thompson, N., Kiefer, K., York, J.G., *Distinctions not dichotomies: exploring social, sustainable, and environmental entrepreneurship*. Social and Sustainable Entrepreneurship, 13 (2011), 201-229.

causa di problemi ambientali e sono spesso considerate un mezzo efficace per affrontare i fallimenti del mercato ambientale (Dean e McMullen, 2007)⁷⁸.

In tale contesto possiamo riprendere lo studio di Horisch (2018)⁷⁹ in cui in merito all'imprenditorialità ambientale distingue tre categorie: *activists*, *bioneers* e *ecopreneurs*. Quest'ultime non sono categorie definite e distinte, ma stadi del ciclo di vita che le organizzazioni possono attraversare durante la loro evoluzione.

Per quanto riguarda gli attivisti (*activists*) si può far riferimento ad un'attività per il tempo libero non professionale: la forma organizzativa abituale adottata da quest'ultimi non è quindi un'azienda orientata al profitto, ma una società o un'associazione i cui i prodotti e servizi sono talvolta scambiati attraverso modalità economiche alternative, come lo scambio non monetario.

Al contrario, i pionieri (*bioneers*) gestiscono iniziative con l'obiettivo di essere redditizi. I loro prodotti o servizi sono negoziati sui mercati monetari convenzionali. Tuttavia, essi operano in nicchie di mercato e quindi soddisfano le esigenze specifiche dei clienti di tali nicchie, come un elevato orientamento alla sostenibilità, un'alta disponibilità a pagare e ad accettare determinati standard o limiti che il prodotto/servizio può avere nel rispetto dell'ambiente (come, ad esempio, una disponibilità soggetta alla stagione o al luogo geografico).

Infine, gli *ecopreneur*, simili ai pionieri, gestiscono aziende convenzionali, di solito con un orientamento a scopo di lucro. A differenza della categoria precedente, tuttavia, gli *ecopreneur* non limitano i loro mercati (ad esempio, geograficamente), ma pensano in grande e mirano ad ottenere quote di mercato elevate e in crescita. Pertanto, Schaltegger (2010)⁸⁰ li descrive come operatori che puntano al mercato di massa e vogliono uscire dalle specifiche nicchie orientate alla sostenibilità. Desiderano quindi servire anche i clienti non orientati alla sostenibilità tramite canali di distribuzione convenzionali (come i supermercati non biologici). Inoltre, i beni o servizi distribuiti dagli *ecopreneurs* solitamente non sono più costosi dei prodotti o servizi convenzionali (cioè non orientati alla sostenibilità) e per questo motivo, accade che le innovazioni degli *ecopreneurs*

⁷⁸ Dean, T.J., McMullen, J.S. *Toward a theory of sustainable entrepreneurship: reducing environmental degradation through entrepreneurial action*. Journal Business Venturing 22 (2007), 50-76.

⁷⁹ Horisch, J., "Think big" or "small is beautiful"? An empirical analysis of characteristics and determinants of success of sustainable crowdfunding projects. Int. J. Entrepreneurial Venturing, 10, No. 1, (2018), 111-129.

⁸⁰ Schaltegger, S. *A framework and typology of ecopreneurship: leading bioneers and environmental managers to ecopreneurship*, Developing Sustainable Entrepreneurship, (2010), 75-94

vengono copiate da concorrenti affermati, il che può portare a un'estensione del mercato per il rispettivo bene (Schaltegger, 2010).

In conclusione, questi tre tipi di attività imprenditoriale mostrano un alto livello di orientamento ambientale, tuttavia, differiscono per quanto riguarda il loro impatto sul mercato, che viene misurato sulla base della quota di mercato, della crescita delle vendite e delle reazioni dei concorrenti (Schaltegger, 2002)⁸¹.

2.2.1 Social impact investing

Come definito nel paragrafo precedente, l'orientamento alla sostenibilità degli imprenditori è anche strettamente correlato all'imprenditore sociale, dove l'imprenditorialità sociale può essere liberamente definita come l'uso del comportamento imprenditoriale per fini sociali piuttosto che per obiettivi di profitto, o in alternativa, che i profitti siano usati a beneficio di uno specifico gruppo di persone che presentano un bisogno (Hibbert et al., 2005)⁸².

L'imprenditorialità sociale ha lo scopo, quindi, attraverso la sua attività, di raggiungere un'alta forma di benessere e di migliorare la qualità della vita di quante più persone. Negli ultimi anni, l'impresa sociale ha assunto una grande rilevanza ed è diventato fondamentale il c.d. *social impact investing* (SII).

Con il termine "*social impact investing*" coniato nel 2008 da Goldman Sachs e Rockefeller Foundation, si fa riferimento a tutte quelle iniziative che oltre a creare un impatto sociale, che sia positivo e misurabile, permettono un rendimento economico. Pertanto, la coesistenza del ritorno economico e dello scopo sociale delineano i confini di tali investimenti.

L'*impact investing*, affiancandosi alle forme di investimento tradizionale, si è diffuso proprio per riuscire a rispondere alla crescente necessità di garantire equità sociale e sostenibilità. Per definire meglio tali iniziative possiamo riprendere quanto riportato da

⁸¹ Schaltegger, S. *A framework for ecopreneurship. Leading bioneers and environmental managers to ecopreneurship.* Greener Management International, 38, (2002), 45-58.

⁸² Hibbert, S. A., Hogg, G. and Quinn, T. *Social entrepreneurship: Understanding consumer motives for buying.* Journal of Consumer Behaviour, 4, (2005), 159-172.

Social Impact Agenda per l'Italia (SIA)⁸³, la prima organizzazione italiana nata per diffondere gli investimenti ad impatto sociale ed evidenziare l'importanza di una nuova economia che integri sostenibilità economica e impatto sociale positivo. Pertanto, la SIA afferma che l'*impact investing* è caratterizzato innanzitutto dall'intenzionalità degli investitori di generare un impatto positivo che deve essere misurabile per assicurare trasparenza e *accountability* ma allo stesso tempo gli investitori sono motivati dal volere ottenere un rendimento economico. Per quanto concerne il rendimento atteso è molto flessibile e può posizionarsi al di sotto del livello medio di mercato o allinearsi allo stesso, infine il SII utilizza un'ampia varietà di strumenti finanziari e forme di intervento che spaziano dal debito all'*equity* puro.

I soggetti attivi nell'impatto sociale sono sia imprese che organizzazioni oppure fondi che fanno combaciare il guadagno economico con un'influenza positiva sulla società.

Inoltre, la finanza ad impatto sociale non solo è emblematica per gli interventi diretti ma è anche utile per aiutare tutte le organizzazioni sociali che fanno fatica ad innovare e svilupparsi.

Come è evidente, i SII sono una nuova frontiera finanziaria che si distingue dagli investimenti socialmente responsabili (SRI) in quanto quest'ultimi sono finalizzati a ridurre gli impatti negativi sulla collettività ed escludono dagli investimenti i settori che non sono considerati socialmente responsabili come il gioco d'azzardo o le armi.

2.3 Il ruolo dell'*equity crowdfunding* per le campagne sostenibili

L'imprenditorialità sostenibile, considerata un modo innovativo per rispondere ai problemi ambientali e sociale, rappresenta una nuova frontiera caratterizzata da grande potenziale.

Tuttavia, queste iniziative incontrano difficoltà ad ottenere finanziamenti (Fedele e Miniaci, 2010⁸⁴; O'Rourke, 2010⁸⁵) e la mancanza di fondi è una sfida centrale da

⁸³ Social Impact Agenda per l'Italia rappresenta il network italiano degli investimenti ad impatto sociale, nasce nel gennaio 2016 per rafforzare l'ecosistema degli investimenti ad impatto sociale e così continuare l'esperienza dell'Advisory Board italiano della Social Impact Investment Taskforce (SIIT). SIA riunisce i principali attori del mercato pronti a cooperare a livello nazionale e internazionale per promuovere la mission dell'associazione (dal sito <http://www.socialimpactagenda.it>).

⁸⁴ Fedele, A., Miniaci, R. *Do social enterprises finance their investments differently from for-profit firms? The case of social residential services in Italy*. Journal of social entrepreneurship 1:2 (2010), 174-189.

⁸⁵ O'Rourke, A.R. *How venture capital can help. Making ecopreneurs: developing sustainable entrepreneurship*, 165 (2010).

superare anche per le imprese sociali (Ortas et al., 2013)⁸⁶. Tale problematica può essere spiegata dalle diverse logiche che seguono gli investitori convenzionali e gli investitori sostenibili. Infatti, solitamente quest'ultimi non hanno una formazione aziendale o esperienze pregresse e di conseguenza si concentrano sull'impatto ambientale delle loro attività senza prendere sufficientemente in considerazione gli aspetti finanziari (Brown e Murphy, 2003⁸⁷; Ridley-Duff, 2009⁸⁸). Allo stesso tempo, non riescono a comunicare con successo con i finanziatori convenzionali, che considerano i rendimenti attesi, la sicurezza dell'investimento e la liquidità contabile i soli criteri fondamentali prima di intraprendere un qualunque investimento (O'Rourke, 2010). Inoltre, i finanziatori convenzionali potrebbero considerare le strutture giuridiche e organizzative di alcune iniziative ambientali come non professionali (Agrawal et al., 2011⁸⁹; Gundry et al., 2011⁹⁰).

Lo scopo intrinseco delle iniziative sostenibili, sebbene possa attrarre gli investitori etici, potrebbe non essere percepito positivamente dagli investitori tradizionali. Mentre per quanto riguarda le iniziative sociali, esse trovano difficoltà nella mobilitazione dei fondi a causa della natura non distributiva dei profitti; tale minore possibilità di accesso alle risorse diventa ancor più problematico quando i progetti sociali hanno bisogno di capitali da investire in attività commerciali che a loro volta genereranno guadagno (Calic e Mosakowski, 2016)⁹¹.

Pertanto, per sopperire alla posizione di svantaggio dell'imprenditorialità sostenibile, rispetto agli imprenditori commerciali, nell'acquisire risorse, sono emersi modelli di finanziamento alternativi, come *l'ethical banking*⁹², gli investimenti a impatto sociale⁹³ e il *venture capital* sostenibile (Bocken, 2015⁹⁴). Tali forme di finanziamento, però,

⁸⁶ Ortas, E., Burritt, R.L., Moneva, J.M. *Socially responsible investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good?* Journal Cleaner Production 52, (2013) 272-280.

⁸⁷ Brown, H., Murphy, E. *The Financing of Social Enterprises: a Special Report by the Bank of England*. Bank of England, London. (2003).

⁸⁸ Ridley-Duff, R. *Co-operative social enterprises: company rules, access to finance and management practice*. Social Enterprise Journal. 5:1 (2009), 50-68.

⁸⁹ Agrawal, A.K., Catalini, C., Goldfarb, A. *The Geography of Crowdfunding*. National Bureau of Economic Research (2011).

⁹⁰ Gundry, L.K., Kickul, J.R., Griffiths, M.D., Bacq, S.C. *Creating social change out of nothing: the role of entrepreneurial bricolage in social entrepreneurs' catalytic innovations*. Social and Sustainable Entrepreneurship 13:7 (2011), 1-24.

⁹¹ Calic, G., Mosakowski, E. *Kicking off social entrepreneurship: how a sustainability orientation influences crowdfunding success*. Journal of Management Studies. 53:5 (2016), 738-767.

⁹² È un istituto bancario che opera sul mercato finanziario con criteri legati all'etica, pertanto nella scelta degli investimenti meritevoli di credito verranno esclusi gli impegni, seppur più remunerativi, che non sono coerenti con una visione etica.

⁹³ Esaminati nel paragrafo precedente, (2.2.1)

⁹⁴ Bocken, N.M.P. *Sustainable venture capital e catalyst for sustainable start-up success?* Journal of Cleaner Production, 108, (2015), 647-658.

coinvolgono investitori professionali e intermediari finanziari standard, come le banche. Un altro canale di finanziamento che permette alla sostenibilità di allentare le sfide finanziarie che vi si presentano è il *crowdfunding*, che offre ai singoli (ad esempio, investitori privati o una cerchia più ristretta di persone) l'opportunità di supportare il lancio di *start-up* sostenibili senza la necessità di intermediari finanziari standard.

Vari studi hanno rilevato che il finanziamento dalla “folla” rappresenta uno strumento efficace per finanziare l'imprenditorialità sostenibile (ad esempio, Calic e Mosakowski, 2016; Horisch e Tenner, 2020⁹⁵; Lehner, 2013⁹⁶). Pertanto, per diversi motivi il *crowdfunding*, e più nello specifico *l'equity crowdfunding*, ha un'elevata potenzialità per facilitare lo sviluppo sostenibile.

Vismara (2019)⁹⁷ ha rintracciato diverse ragioni che rendono lo strumento in esame una forma di finanziamento supplementare per tali progetti. Innanzitutto, occorre considerare le motivazioni che spingono i soggetti ad investire: per i *green crowdfunder* sono importanti non solo i premi tangibili che derivano dell'investimento, ma anche quelli sociali. Supportare le iniziative sostenibili rende i soggetti più orgogliosi in quanto riconoscono di generare non solo valore economico, ma anche valore sociale a sostegno dell'ambiente e della società. Inoltre, come evidenziato da Cumming et al. (2017)⁹⁸, il *crowdfunding* è in grado di finanziare iniziative che producono beni che hanno proprietà non rivali e non escludibili⁹⁹ e riprendendo quanto affermato da Horisch (2015)¹⁰⁰ i progetti con una missione sono paragonabili ai beni collettivi.

Una terza motivazione è legata al fatto che l'importo di un singolo investimento in *equity crowdfunding* è inferiore rispetto ai tradizionali mercati finanziari. I partecipanti al mercato sono in effetti tipicamente meno avversi al rischio per bassi livelli di investimenti, ma più avversi al rischio per importi più elevati (Pahlke et al., 2015)¹⁰¹.

⁹⁵ Horisch, J., Tenner, I. *How environmental and social orientations influence the funding success of investment-based crowdfunding: the mediating role of the number of funders and the average funding amount*. *Technological Forecasting & Social Change* 161, (2020), 120311.

⁹⁶ Lehner, O.M. *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda*. *Venture Capital*, 15, (2013), 289-311.

⁹⁷ Vismara S., *Sostenibilità in equity crowdfunding*. *Technological Forecasting & Social Change*, 141, (2019), 98-106.

⁹⁸ Cumming, D.J., Leboeuf, G., Schwiendbacher, A. *Crowdfunding cleantech*. *Energy Economics* 65, (2017), 292-303.

⁹⁹ I collettivi, o anche detti beni pubblici, presentano le caratteristiche di non rivalità nel consumo, ovvero il consumo di tale bene da parte di un individuo non implica l'impossibilità per un altro individuo di consumarlo allo stesso tempo, e di non escludibilità, cioè una volta che il bene pubblico è prodotto, è difficile o impossibile impedirne la fruizione ai soggetti che non hanno pagato per averlo. (Wikipedia, 2021).

¹⁰⁰ Horisch, J. *Crowdfunding for environmental ventures: an empirical analysis of the influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives*. *Journal Cleaner Production* 107, (2015), 636-645.

¹⁰¹ Pahlke, J., Strasser, S., Vieide, F.M. *Responsibility effects in decision making under risk*. *Journal of Risk and Uncertainty*, 51:2, (2015), 125-146.

Pertanto, dato che il “capitale in gioco” nel caso del *crowdfunding* è minore, il rischio di esiti negativi risulta per i finanziatori più tollerabile.

Un'altra ragione può essere riscontrata nell'ampio pubblico raggiunto tramite il *crowdfunding*, che consente agli emittenti di sollecitare e pubblicizzare le loro iniziative coinvolgendo così molti e diversi individui. Infatti, si tratta di un gruppo eterogeneo di soggetti: da investitori disposti ad investire anche milioni ad individui che apportano piccole cifre, alcuni sono orientati al breve termine, mentre altri sono interessati a contribuire ad un mondo sostenibile.

In sintesi, l'imprenditorialità sostenibile trova limitate opportunità di finanziamento poiché gli investitori tradizionali spesso la considerano non redditizia e carica di rischi, pertanto, si prevede che il *crowdfunding* possa essere un valido strumento per i progetti sostenibili, ambientali e sociali. Queste aspettative si basano sul presupposto che le motivazioni dei partecipanti al *crowdfunding* siano diverse da quelle degli investitori finanziari tradizionali (Lehner, 2013¹⁰²).

Tuttavia, lo scopo di tale elaborato è quello di rintracciare ed evidenziare quali sono i fattori abilitanti, le opportunità, nonché le sfide che caratterizzano le campagne di *crowdfunding* con un orientamento sostenibile, in che modo i cosiddetti progetti “green” con lo scopo di avere un impatto positivo sull'ambiente e sul sociale possono ottenere successo.

2.3.1 La normativa di riferimento

L'Italia rappresenta il primo Paese¹⁰³ in Europa ad aver istituito, nel 2012, una normativa *ad hoc* per l'*equity-based crowdfunding*. Infatti, attraverso tale regolamentazione il legislatore italiano aveva provato a fornire nuove soluzioni di finanziamento per le imprese italiane¹⁰⁴. Innanzitutto, con il d.lgs. n. 83/2012 convertito in legge n. 134/2012, c.d. Decreto Sviluppo, il nostro Paese aveva introdotto delle forme di finanziamento alternative al sistema bancario tradizionale. Ma solo successivamente con il d.lgs. n.

¹⁰² Lehner, O.M. *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda*. *Venture Capital*, 15:4 (2013) 289-311.

¹⁰³ Negli altri Paesi, infatti, tale strumento non è soggetto ad una normativa specifica ma rientra dell'ambito di applicazione di discipline già esistenti come appello al pubblico risparmio, servizi di pagamento, etc.

¹⁰⁴ Art. 32-32bis, Capo II “Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese”, Titolo III “Misure urgenti per lo sviluppo economico”, del Decreto Sviluppo 2012.

179/2012 (convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221), noto anche come “Decreto crescita bis”, recante “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*”, l’*equity crowdfunding* è entrato a pieno titolo nel nostro ordinamento giuridico. Il Decreto crescita bis¹⁰⁵, però, consentiva solo alle organizzazioni con la qualifica di “*start up innovative*”¹⁰⁶ di finanziarsi mediante l’*equity crowdfunding*.

Tale decreto, inoltre delegava alla Consob¹⁰⁷ il compito di disciplinare determinati aspetti della fattispecie in esame ovvero i principi di base a tutela degli investitori non professionali affinché si generasse un “*ambiente affidabile in grado di creare fiducia negli investitori*”¹⁰⁸. Con tale obiettivo, la Consob ha adottato nel 2013, con delibera n. 18592, il “*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese start-up innovative tramite portali on line*”.

Tuttavia, la *ratio* per cui la possibilità di usare l’*equity crowdfunding* spettasse solo alle start up innovative non appariva molto chiara tanto che la Commissione Europea, nel 2013, aveva giudicato tale scelta in modo sfavorevole e ne aveva determinato una revisione immediata.

Pertanto, con il Decreto *Investment Impact*¹⁰⁹, tale possibilità è stata estesa alle “PMI innovative”, agli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che investono prevalentemente in *start-up* o PMI innovative e poi, con la Legge di Bilancio 2017¹¹⁰, è venuta meno anche la qualifica di PMI innovative, per estendere l’accesso al *crowdfunding* a tutte le PMI costituite come S.p.A. Infine, sempre nel 2017, attraverso il Decreto Legge n. 50¹¹¹, l’uso di tale strumento alternativo di finanziamento è stato concesso a tutte le PMI¹¹².

Questa scelta legislativa, divenuta operativa a gennaio 2018 con il Regolamento Consob sull’*equity crowdfunding*, ha enormemente ampliato la platea di soggetti che possono

¹⁰⁵ Si tratta di un d.lgs. che avevo lo scopo di incentivare l’imprenditorialità italiana, puntando sull’innovazione considerata come un fattore fondamentale per la crescita sostenibile e per rendere più competitive le imprese.

¹⁰⁶ Le start-up innovative sono piccole società di capitali (spa, srl o cooperative) italiane, da poco operative, impegnate in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale. Il “Decreto crescita bis” stabilisce i requisiti che tali società devono possedere e dispone diverse semplificazioni normative per favorirne la diffusione e lo sviluppo. (Consob, 2021).

¹⁰⁷ Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa, rappresenta l’organo di controllo del mercato finanziario italiano, pertanto, ha lo scopo di verificare la correttezza e la trasparenza dei comportamenti degli operatori, vigliare e sanzionare determinati comportamenti scorretti e garantire la massima efficienza delle contrattazioni.

¹⁰⁸ Dal sito della Consob: <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>.

¹⁰⁹ Si tratta del D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015 ed è stato anche definito “Decreto Crescita 3.0”.

¹¹⁰ Con esattezza, tale estensione è prevista dall’art. 1, comma 70.

¹¹¹ “Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo”, D.L. n.50 del 24 aprile 2017.

¹¹² Le PMI fanno fatica ad ottenere capitali dalle banche soprattutto a causa degli stringenti requisiti patrimoniali richiesti.

finanziarsi mediante il *crowdfunding*, soprattutto società costituite nella forma di S.r.l che rappresentano la maggioranza delle imprese italiane.

Negli anni si sono verificate una serie di revisioni della normativa di riferimento, va ricordato, infatti, che nel 2019¹¹³ per permettere un crescente sviluppo dello strumento è stata data la possibilità alle PMI di emettere mini-bond¹¹⁴ sulle piattaforme di *crowdfunding* e di creare bacheche *online* per la “*compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell'ambito di una campagna di crowdfunding*” con l’obiettivo di rendere più liquido il settore.

In particolare, per l’*equity crowdfunding* rivestono grande rilievo l’art. 50-*quinquies* e l’art. 100-*ter* del Testo Unico sulla Finanza (TUF). Il primo si occupa di definire e disciplinare la gestione dei portali¹¹⁵ *online* per la raccolta fondi. Il secondo, invece, regola le offerte¹¹⁶ che possono avvenire attraverso tali piattaforme.

Inoltre, appare importante sottolineare che, in Italia, le società che si finanziano usando l’ *equity crowdfunding* godono di particolari vantaggi legati alle implicazioni fiscali e legali come la necessità di redigere una delibera di aumento di capitale sociale, la condivisione o meno da parte dei fondatori di determinati diritti con i propri investitori o, ancora, l’esistenza di eventuali esenzioni e sgravi fiscali¹¹⁷.

A livello comunitario, preme evidenziare le ultime novità in merito alla normativa in esame adottate lo scorso 5 ottobre 2020¹¹⁸. Infatti, il Parlamento Europeo, dopo un iter durato due anni, ha introdotto un regolamento per l’*equity crowdfunding* per colmare il divario esistente. L’obiettivo della normativa è di ampliare tale mercato consentendo ai portali di operare in qualunque Stato europeo e, allo stesso tempo, ai finanziatori di

¹¹³ Si fa riferimento agli aggiornamenti apportati dalla Consob al “Regolamento dell’*equity crowdfunding*”.

¹¹⁴ I minibond sono un innovativo strumento di finanziamento per le aziende non quotate in Borsa. Con questo strumento le società possono reperire fondi dagli investitori fornendo in cambio titoli di credito in favore di chi desidera credere nel loro progetto. Le nuove obbligazioni studiate soprattutto per le PMI a caccia di liquidità sono facili da emettere, meno complicate e meno costose. (Borsa Italiana, 2021).

¹¹⁵ Sono definiti come tali i soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali e sono iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob. (Si riprende in parte l’art. 50-*quinquies* del TUF).

¹¹⁶ Sulla base della normativa vigente è stato stabilito che l’ammontare massimo di un’offerta, inizialmente corrispondente a 5 milioni di Euro, può essere pari a 8 milioni di Euro (come stabilito dalla Direttiva Prospetto) e che, per essere valida, una campagna di *crowdfunding* deve essere sottoscritta per almeno il 5% dell’importo da parte di investitori istituzionali (banche, fondi di investimento, fondazioni, incubatori e simili). Tuttavia, per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l’offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili tale soglia è stata ridotta al 3%. (Consob).

¹¹⁷ Dal sito: <https://www.crowd-funding.cloud/default.asp>

¹¹⁸ Tale normativa sarà applicata dopo 12 mesi e 20 giorni dalla sua pubblicazione, quindi orientativamente da novembre 2021.

investire anche su piattaforme estere avendo maggiore tutela. L'applicazione di questo regolamento avviene nei confronti di tutti i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* (ECSP), dopo aver ottenuto l'autorizzazione da parte dell'autorità nazionale competente, con un meccanismo di silenzio assenso alquanto rapido. Inoltre, occorre sottolineare che si applica solo per le raccolte fondi che in 12 mesi non superino i 5 milioni di euro¹¹⁹, qualora tale limite venga superato, la normativa applicabile sarà la MIFID¹²⁰.

Un ulteriore aspetto rilevante della normativa europea è la tutela degli investitori, infatti, quest'ultima stabilisce requisiti prudenziali, diritti ed obblighi in merito all'informazione e alla trasparenza che vanno rispettati.

In conclusione, l'introduzione e la futura applicabilità del regolamento europeo in materia di *crowdfunding* porteranno a nuove opportunità sia dal punto di vista comunitario ma anche nazionale, nonché consentiranno una maggiore diffusione dello strumento grazie anche alla chiarezza e alla trasparenza previste.

2.4 Confronto con altre forme di finanziamento

Come si può evincere dal paragrafo precedente, il *crowdfunding* è una valida forma di finanziamento per tutte quelle iniziative che fanno difficoltà ad ottenere capitali.

Tuttavia, esistono una varietà di strumenti finanziari che potrebbero permettere lo sviluppo dei progetti sostenibili. Lam e Law (2016)¹²¹ pertanto hanno svolto un'analisi in merito all'uso del *crowdfunding* come una nuova fonte di finanziamento "green" e hanno fornito prove dell'utilizzo di quest'ultimo nello sviluppo di idee sostenibili, in particolare di imprese che si occupano di energie rinnovabili e sostenibili, confrontandolo con le altre fonti di finanziamento.

Il loro studio ha provato a dimostrare i limiti che incontrano gli imprenditori sostenibili usando le diverse forme di finanziamento a partire dalle fasi iniziali di sviluppo del progetto. Come è riassunto nella tabella sottostante, il finanziamento iniziale per il

¹¹⁹ Tale limite coincide con quello previsto dalla normativa italiana per l'applicabilità della disciplina nazionale sul *crowdfunding*.

¹²⁰ La MiFID (acronimo di Markets in Financial Instruments Directive) è una direttiva europea a tutela degli investitori entrata in vigore nel 2007. Si tratta di un regolamento complesso che riguarda innanzitutto il rapporto tra gli intermediari (in particolare banche e imprese di investimento) e i soggetti privati, infatti impone ai consulenti finanziari di fornire una serie di informazioni ai propri clienti prima di effettuare operazioni di investimento, al fine di renderli consapevoli delle condizioni e delle modalità di svolgimento del loro rapporto con l'intermediario. (dal sito: Educazione finanziaria).

¹²¹ Lam P.T.I. e Law A.O.K. *Crowdfunding for renewable and sustainable energy projects: An exploratory case study approach*. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 60, (2016), 11-20.

concept design e per i lavori di ricerca e sviluppo di solito proviene da fonti personali, cioè una combinazione di fondatori, familiari e amici, o sovvenzioni statali. Mentre per la prototipazione e la commercializzazione solitamente ci si rivolge *business angel*¹²². Una volta che il progetto si dimostra fattibile con una sufficiente crescita del mercato, vengono coinvolti i *venture capitalist* e gli investitori di *private equity*¹²³. Tali soggetti possono uscire dall'investimento nel momento in cui maturano le condizioni per i prestiti bancari (ad esempio attività disponibili da usare come garanzie collaterali) oppure quando i profitti diventano stabili per soddisfare i requisiti delle borse e le imprese possono quindi intraprendere OPI (offerte pubbliche iniziali), che rappresenta la forma di finanziamento più costosa nel lungo periodo.

Sebbene queste modalità alternative di finanziamento forniscano vantaggi commerciali per i partecipanti, il *crowdfunding* colma il divario e aggiunge legittimità e sostegno pubblico allo sviluppo di progetti sostenibili, soprattutto nelle prime fasi. Data la loro dipendenza dalla tecnologia e l'assenza di infrastrutture fisiche, le piattaforme di *crowdfunding* hanno un vantaggio rispetto alle istituzioni finanziarie in quanto hanno bassi costi fissi e di transazione, il cui risparmio può essere trasferito a imprenditori e investitori.

Host's view/ Stage of business	Internal fund/grant	Angel investor	Crowd- funding	Venture capital/ private equity	Loans/debt	Listed equity	Carbon finance	Feed-in tariff
Pros	Maintain privacy; No dilution of control	Direct interaction with angel investors for sharing experience	Initial cost low; Build public image; Versatile	Suit any new proven technology	Maintain privacy; No dilution of control; Interest deductible for tax	Large amount possible	Encourage carbon emission reduction	Promote RE growth
Cons	Limited Amount	Not suitable for scaling up scope	Info disclosure; Uncertain response	Need mature capital market for exit	Lenders' conditions imposed; Collateral required	Info disclosure; Dilution of control	Uncertain delivery of carbon credits	Subject to regulatory controls
Inception	**	***	***					
Seed		**	***					
Startup			**	**				
Early Growth			**	***	**			
Expansion			*		***	***	*	*

*** indicates high applicability; ** indicates medium applicability; * indicates low applicability; empty cells indicate rare applications.

Tabella 1: “Confronto delle diverse forme di finanziamento applicabili ai progetti sostenibili”. *Crowdfunding for renewable and sustainable energy projects: An exploratory case study approach*. Renewable and Sustainable Energy Reviews, 60, Lam P.T.I. e Law A.O.K., 2016.

¹²² Anche detto investitore informale, può essere definito come “Una persona fisica o soggetto che impegna delle risorse economiche proprie nel capitale di rischio offrendo un aiuto concreto al lancio di startup sul mercato, grazie al finanziamento economico di capitali e a qualsiasi altro mezzo a sua disposizione come: le proprie abilità, nozioni in materia, contatti, conoscenze”. (Wikipedia 2021)

¹²³ Il private equity è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high grow companies) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. (Borsa italiana 2021).

Inoltre, dall'analisi sopracitata, è anche emerso che i proprietari preferiscono prima l'uso di fondi interni, seguiti dal debito esterno e, infine, dal capitale proprio per evitare la perdita di controllo. Tuttavia, da un campione di 5000 *start-up*, è emerso che le aziende nascenti fanno molto affidamento sul debito esterno piuttosto che su amici e fonti familiari. Un altro studio, poi, basato sulle interviste compiute a 1214 imprenditori porta ad affermare che i proprietari inesperti preferiscono l'*equity* al debito, poiché quest'ultimo è visto come un peso personale. Quindi, il *crowdfunding* si adatta a queste situazioni alternative dato che può essere usato prima che l'azienda diventi completamente stabile e possa rivolgersi ai canali tradizionali di finanziamento.

Più nello specifico, appare interessante confrontare il *crowdfunding* con il *venture capital*. Quest'ultimo rappresenta una forma di finanziamento alternativa che si occupa di finanziare in conto capitale iniziative innovative, preoccupandosi delle fasi di selezione e supporto manageriale delle iniziative ritenute meritevoli¹²⁴.

Un primo elemento che distingue queste due modalità, utilizzate entrambe nelle fasi di start up, è il rapporto che, nel caso del *crowdfunding*, viene a crearsi tra i finanziatori e i fondatori, pertanto soprattutto per le iniziative *green* l'assenza di intermediari è tratto rilevante: in questo modo i *crowdfunder* possono sentirsi maggiormente gratificati sostenendo progetti che fanno bene all'ambiente o alla società. Inoltre, è ancora più difficile valutare in termini di profittabilità e successo le idee sostenibili, di conseguenza i *venture capitalist* preferiranno non "scommettere" su tali iniziative.

Tuttavia, uno studio Kaminski, Hopp e Tykvová (2019)¹²⁵ ha dimostrato che esiste una relazione a lungo termine tra il *crowdfunding* e gli investimenti in VC a livello aggregato e di settore. Attingendo ad oltre 77.000 progetti che hanno raccolto con successo fondi su Kickstarter e 3260 investimenti VC negli Stati Uniti tra il 2012 e il 2017, gli autori affermano che le campagne di *crowdfunding* di successo portano ad un successivo aumento degli investimenti in *venture capital*.

I *venture capitalist*, come emerge dall'analisi di Kaminski, Hopp e Tykvová (2019), quando decidono in quali società e settori investire, prendono in considerazione criteri diversi. Kaplan e Strömberg (2004)¹²⁶ distinguono tra tre categorie: fattori interni (come

¹²⁴ Boccardelli P., Munari F., Sobrero M. Economia e gestione delle imprese, Mc Graw Hill Education, V edizione.

¹²⁵ Kaminski J., Hopp C., Tykvová T. *New technology assessment in entrepreneurial financing – Does crowdfunding predict venture capital investments?* Technological Forecasting & Social Change, 139, (2019), 287-302.

¹²⁶ Kaplan, S.N., Strömberg, P. *Characteristics, contracts and actions: evidence from venture capitalist analysis.* Journal of Finance. 59:5 (2004), 2177–2210.

la qualità della gestione), fattori esterni (come la dimensione del mercato e l'adozione da parte del cliente) e difficoltà di esecuzione e implementazione. Mentre i fattori interni sono soggetti a informazioni asimmetriche tra l'imprenditore e l'investitore VC, i fattori esterni sono soggetti a incertezza. Tuttavia, le informazioni non sono necessariamente distribuite in modo asimmetrico perché anche gli imprenditori possono affrontare l'incertezza. Quindi, per ricevere finanziamenti VC, le idee imprenditoriali vengono sottoposte a un profondo processo di *screening* tramite un investitore individuale specializzato. Sebbene la generazione di informazioni per il singolo investitore sia costosa e difficile da ottenere, l'osservazione di diversi esperimenti e la loro ricezione da parte del mercato è preziosa e può aiutare ad aggiornare le convinzioni precedenti. In tale contesto il *crowdfunding* può essere una soluzione all'incertezza affrontata dai *venture capitalist* e può fornire informazioni sulle tendenze future dei mercati (e sulle potenziali dimensioni del mercato) poiché gli esperimenti riusciti aumentano le previsioni di probabilità di successo del progetto in esame. Gli investitori di capitale di rischio possono osservare il comportamento della "folla" ed elaborare le informazioni sulle nuove tendenze per effettuare scelte di investimento più consapevoli. Quando gli investitori VC osservano che una certa nuova tecnologia ha ricevuto un ampio sostegno dalla comunità, possono interpretarla come un indicatore di fattibilità. Pertanto, ciò è ancora più utile o quasi necessario per l'imprenditorialità sostenibile, considerata, come già è stato sottolineato in precedenza più rischiosa e meno redditizia.

In conclusione, il *crowdfunding*, cresciuto notevolmente come strumento di finanziamento¹²⁷, ha riscosso un notevole interesse anche alla luce del supporto finanziario che può fornire ad iniziative incentrate sui temi della sostenibilità, come i progetti volti a sviluppare soluzioni ecocompatibili e a perseguire obiettivi ambientali. Queste iniziative sono generalmente considerate dagli investitori professionali ad esempio i *venture capitalist* come investimenti meno attraenti rispetto alle iniziative di imprenditorialità tradizionale, ciò a causa del loro maggiore interesse per gli obiettivi sociali e ambientali piuttosto che per i ritorni economici, per la loro maggiore difficoltà intrinseca a fornire premi tangibili e rendimenti misurabili nel breve termine e per il

¹²⁷ "Il fenomeno del *crowdfunding* è cresciuto in modo così promettente che, secondo la Banca mondiale, gli investimenti in *crowdfunding* supereranno le forme tradizionali di nuovo finanziamento di rischio." (Petruzzelli M.A., Natalicchio A., Panniello U., Roma P. 2019).

conseguente aumento dell'incertezza del mercato (Calic e Mosakowski, 2016¹²⁸; Hörisch, 2015¹²⁹). Dopo aver descritto l'importanza di tale strumento di finanziamento, nel capitolo successivo, si andranno a definire quali sono le caratteristiche di tali progetti e i fattori fondamentali che possono determinare il successo delle campagne di *crowdfunding* orientate alla sostenibilità, rispondendo così alla domanda di ricerca, fulcro dell'elaborato.

¹²⁸ Calic, G., Mosakowski, E. *Kicking off social entrepreneurship: how a sustainability orientation influences crowdfunding success*. *Journal of Management Studies*. 53:5 (2016), 738–767.

¹²⁹ Hörisch, J. *Crowdfunding for environmental ventures: an empirical analysis of the influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives*. *Journal Cleaner Production* 107, (2015), 636-645.

LE CARATTERISTICHE DEL “GREEN” CROWDFUNDING

3.1 Le determinanti del successo delle campagne sostenibili

Il *crowdfunding*, come discusso in precedenza, è diventato un mezzo efficace per aiutare a portare a termine le iniziative con una missione ambientale, per sostenere l'imprenditorialità sociale (Calic e Mosakowski, 2016) prestando particolare attenzione a preoccupazioni quali il cambiamento climatico (Horisch, 2019¹³⁰), l'energia rinnovabile (Dilger et al., 2017¹³¹; Slimane e Rousseau, 2020¹³²) e l'approvvigionamento alimentare (Testa et al., 2020¹³³).

Attraverso il *crowdfunding* sostenibile, o anche detto “green”, le persone investono i propri soldi in progetti esplicitamente legati a scopi sostenibili. Diversi autori hanno provato ad indentificare la relazione che intercorre tra l'orientamento alla sostenibilità e il successo di suddette campagne, o meglio se la natura sostenibile delle iniziative potesse influire positivamente sul successo del loro finanziamento *online*. Il successo dei progetti di *crowdfunding* è inteso come la loro capacità di acquisire il capitale necessario per realizzare quanto prefissato (Horisch, 2015).

La stragrande maggioranza della letteratura concettuale si aspetta generalmente un'influenza positiva dell'orientamento alla sostenibilità sulla probabilità di successo delle campagne di *crowdfunding*. A tal proposito, Horisch e Tenner (2020)¹³⁴, hanno scoperto che l'orientamento ambientale aumenta il successo dei finanziamenti e questa influenza è mediata dal numero di finanziatori che prende parte alla raccolta fondi. Al contrario, hanno evidenziato che non si può osservare alcun effetto significativo dell'orientamento sociale sul numero degli investitori o sul successo stesso dell'iniziativa di *equity crowdfunding*. Questa intuizione può aiutare gli imprenditori e le piattaforme di

¹³⁰ Horisch J. *Take the money and run? Implementation and disclosure of environmentally-oriented crowdfunding projects*. Journal of Cleaner Production 223, (2019) 127-135.

¹³¹ Dilger, M.G., Jovanovic, T., Voigt, K.I. *Upcrowding energy co-operatives e Evaluating the potential of crowdfunding for business model innovation of energy co-operatives*. Journal of Environmental Management, 198, (2017), 50-62.

¹³² Slimane, F.B., Rousseau, A. *Crowdlending campaigns for renewable energy: success factors*. Journal of Cleaner Production 249, (2020).

¹³³ Testa S., Nielsen K.R., Bogers M., Cincotti S. *The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society*. Technological Forecasting & Social Change 141, (2019) 66-73.

¹³⁴ Horisch J. e Tenner I. *How environmental and social orientations influence the funding success of investment-based crowdfunding: The mediating role of the number of funders and the average funding amount*. Technological Forecasting & Social Change 161 (2020).

crowdfunding ad identificare i fattori che ne determinano il successo. In primo luogo, i risultati della loro analisi suggeriscono che il *crowdfunding* azionario può effettivamente essere un modo promettente per finanziare le iniziative orientate all'ambiente. Pertanto, consigliano ai promotori con idee imprenditoriali sostenibili di enfatizzare questo orientamento nella descrizione del progetto sulle piattaforme. In particolare, sostengono che gli imprenditori possono utilizzare questo potenziale per aumentare la visibilità delle loro campagne. A tal fine, il marketing *online* e *offline* può essere di aiuto. Contrariamente, raccomandano agli imprenditori con idee di business socialmente orientate di considerare attentamente la tipologia di *crowdfunding* da usare per finanziare la loro attività, poiché non è stata riscontrata alcuna relazione positiva tra orientamento sociale e successo del finanziamento nel caso dell'*equity crowdfunding*, mentre nel caso di *reward* o *donation based crowdfunding* l'effetto studiato risulta essere positivo come già era stato analizzato in precedenza da altri autori¹³⁵.

Sulla stessa scia, si colloca il pensiero di Lehner (2013)¹³⁶ il quale motiva questa aspettativa affermando che i sostenitori delle campagne di *crowdfunding* in genere non guardano ai piani aziendali o ai materiali collaterali, ma alle idee e ai valori fondamentali alla base di un progetto, e quindi in teoria, si instaura un legame positivo tra le iniziative di imprenditorialità sostenibile ed il *crowdfunding*.

Allo stesso modo, Hemer (2011) così come Ibrahim e Verliyantina (2012, p.391) considerano il *crowdfunding* un "modo consolidato per finanziare progetti sociali e/o non-profit"¹³⁷. Dichiarazioni simili si possono trovare in Bartenberger e Leitner (2013, p.81) che sottolineano l'enorme potenziale della fattispecie in esame "per contribuire a forme di crescita economica che rispondano anche ai bisogni sociali e ambientali"¹³⁸.

Altre ricerche, invece, assumono una posizione opposta. Horisch (2015) sostiene che altre variabili potrebbero essere più importanti per il successo del finanziamento e afferma che i progetti con una missione ambientale sono paragonabili ai beni collettivi. Quindi, seguendo una prospettiva di scelta razionale, ci si può aspettare che l'orientamento

¹³⁵ Tale relazione positiva è stata studiata da precedenti ricerche sul *crowdfunding* basato sulle donazioni e sulla ricompensa (Allison et al., 2015; Calic e Mosakowski, 2016; Cecere et al., 2017), che hanno riscontrato un effetto positivo dell'orientamento ambientale e sociale sul successo del finanziamento.

¹³⁶ Lehner, O.M. *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda*. *Venture Capital*, 15:4 (2013) 289- 311.

¹³⁷ Ibrahim, N., Verliyantina. *The model of crowdfunding to support small and micro businesses in Indonesia through a web-based platform*. *Procedia Economics and Finance* 4 (2012), 390-397.

¹³⁸ Bartenberger, M., Leitner, P. *Crowdsourcing and crowdfunding: approaches to foster social innovation*. Conference paper: proceedings of the IADIS International Conference Web Based Communities and Social Media (2013), 81-85.

ambientale delle campagne di *crowdfunding* abbia un effetto negativo sulla loro probabilità di successo: se il progetto si concentra sulla creazione di beni pubblici, anche coloro che non hanno contribuito economicamente trarranno profitto dai suoi risultati. L'analisi di Horisch (2015) è in linea con una parte della letteratura in merito al *crowdfunding*, secondo la quale i finanziatori “*green*” agiscono in modo simile ai finanziatori convenzionali, ad esempio nel perseguire prospettive di rendimento finanziario o accesso anticipato a prodotti a premio ridotto. Pertanto, la relazione positiva, spesso attesa, tra l'orientamento ambientale dei progetti e il loro successo nel momento del finanziamento non può essere data per scontata.

Per verificare se il *crowdfunding* può effettivamente servire come un nuovo e promettente meccanismo per il finanziamento di iniziative ambientali, tale elaborato esplora proprio quali sono i fattori abilitanti che determinano il successo dei progetti sostenibili.

3.1.1 Al di là del profitto: idee e valore

Gli autori che rivendicano il potenziale del *crowdfunding* nel contesto della sostenibilità si basano essenzialmente sulla letteratura che afferma che le motivazioni dei *crowdinvestor* sono diverse da quelle degli investitori finanziari tradizionali (Aitamurto, 2011¹³⁹; Lehner, 2013). Lehner (2013, p.291), infatti, afferma: “Gli investitori di massa¹⁴⁰ in genere non guardano molto alle garanzie o ai piani aziendali, ma alle idee e ai valori fondamentali dell'azienda”¹⁴¹. In altre parole, i *crowdfunder* partecipano non per ottenere ricompense materiali bensì perché hanno il desiderio di sostenere cause specifiche che possono essere vicine ai loro ideali o per aiutare gli altri (Allison et al., 2015¹⁴²; Lehner e Nicholls, 2014¹⁴³). Inoltre, come sottolinea sempre Lehner (2013), il *crowdfunding* fornisce maggiore legittimità all'impresa, che pone in essere tale forma di finanziamento, in quanto il processo di scelta e selezione dell'iniziativa da sostenere da parte della “folla”

¹³⁹ Aitamurto, T. *The impact of crowdfunding on journalism*. Journalism Practice. 5:4 (2011), 429- 445.

¹⁴⁰ Si fa riferimento alla “folla” che svolge il ruolo di finanziatore nel contesto del *crowdfunding*.

¹⁴¹ Lehner, O.M. *Crowdfunding social ventures: a model and research agenda*. Venture Capital, 15:4 (2013) 289- 311, p. 290.

¹⁴² Allison, T.H. Blakey C.D., Short J.C, Webb J.W. *Crowdfunding in a prosocial microlending environment: examining the role of intrinsic versus Extrinsic Cues*. Entrepreneurship of Theory and Practice. 39:1, (2015), 53-73.

¹⁴³ Lehner, O.M., Nicholls, A. *Social finance and crowdfunding for social enterprises: a public-private case study providing legitimacy and leverage*. Venture Capital, 16: 3, (2014), 271-286.

è percepito come un atto di per sé democratico e, in tal modo, tutti i finanziatori selezionano idee sociali che ritengono degne e necessarie.

Attingendo, poi, a Lindenberg e Steg (2007)¹⁴⁴, si potrebbe ritenere che i *crowdinvestor* siano mossi da ragioni altruistiche o normative, ovvero ragioni che soddisfano le loro norme morali o etiche. Oppure si può affermare che sono guidati da una combinazione di motivazioni che vanno da obiettivi edonici (gli individui vogliono migliorare il modo in cui si sentono in un momento specifico) ad obiettivi normativi, ma anche semplicemente per raggiungere quanto si sono prefissati (gli individui mirano ad aumentare o proteggere le proprie risorse) (Vasileiadou et al., 2016)¹⁴⁵.

Questa eterogeneità delle motivazioni è importante perché le iniziative che si basano solo su obiettivi ideologici (cioè obiettivi normativi) hanno una capacità limitata di crescere, in quanto hanno maggiore difficoltà ad attirare una gamma più ampia di finanziatori (Seyfang e Longhurst, 2013)¹⁴⁶. Secondo Calic e Mosakowski (2016, p.740), invece, le persone impegnate nel *crowdfunding* sostenibile abbracciano traguardi o obiettivi che “si concentrano sulla conservazione della natura, del supporto vitale e della comunità nella ricerca delle opportunità percepite per realizzare prodotti, processi e servizi futuri per il guadagno, dove il guadagno è ampiamente interpretato per includere guadagni economici e non economici per gli individui, l’economia e la società”¹⁴⁷.

Inoltre, gli autori suggeriscono che la “folla”, generalmente, condivide una “ideologia libera” (*loose ideology*) a sostegno di un orientamento alla sostenibilità.

Tra le determinanti del successo delle operazioni di *crowdfunding*, quindi, ritroviamo i valori umani. I valori sono convinzioni che si riferiscono a obiettivi desiderabili che motivano il comportamento, trascendono da situazioni o azioni specifiche, distinguendosi così da atteggiamenti e norme situazionali. Inoltre, i valori servono come criteri o principi guida per valutare e prendere decisioni riguardo ad azioni, persone ed eventi. Ogni individuo classifica quest’ultimi gerarchicamente in base alla loro importanza relativa. Pertanto, ognuno stabilisce priorità diverse quando classifica i propri valori, che alla fine

¹⁴⁴ Lindenberg, S., Steg, L. *Normative, gain and hedonic goal frames guiding environmental behavior*. Journal of Social Issues, 63:1, (2007), 117-137.

¹⁴⁵ Vasileiadou, E., Huijben, J.C.C.M., Raven, R.P.J.M. *Three is a crowd? Exploring the potential of crowdfunding for renewable energy in the Netherlands*. Journal of Cleaner Production, 128, (2016), 142-155.

¹⁴⁶ Seyfang, G., Longhurst, N. *Desperately seeking niches: grassroots innovations and niche development in the community currency field*. Global Environmental Change, 23:5, (2013), 881-891.

¹⁴⁷ Calic, G., Mosakowski, E. *Kicking off social entrepreneurship: how a sustainability orientation influences crowdfunding success*. Journal of Management Studies. 53:5 (2016), 738-767.

guidano le proprie azioni (Schwartz, 2012)¹⁴⁸. I valori umani possono essere raggruppati in 4 *cluster*: valori di auto-miglioramento¹⁴⁹, valori di auto-trascendenza¹⁵⁰, valori di apertura al cambiamento¹⁵¹ e valori conservativi¹⁵².

Le prime due categorie risultano in contrapposizione tra loro e portano a comportamenti diversi. Infatti, le persone che attribuiscono grande importanza ai valori di auto-valorizzazione mostrano una minore probabilità di supportare progetti di *crowdfunding* orientati alla sostenibilità, poiché il sostegno di tali iniziative richiede valori altruistici, piuttosto che auto-potenzianti. A loro volta, le persone che, nel loro ordine gerarchico, danno la priorità ai valori di auto-trascendenza hanno una maggiore probabilità di sostenere questa tipologia di progetti perché attribuiscono maggiore importanza alla protezione delle persone e della natura (Tenner e Horisch, 2021)¹⁵³.

I valori di apertura al cambiamento, invece, sono in forte contrasto con quelli conservativi. Come appare scontato, le persone più propense a finanziare campagne *online* sostenibili sono quelle con livelli più elevati di apertura mentale e, di conseguenza, con livelli di conservatorismo più bassi in quanto il *crowdfunding* è considerato un nuovo meccanismo di finanziamento che dipende da *Internet* e dalle reti di *social media*. Inoltre, i progetti orientati alla sostenibilità sono volti a facilitare il cambiamento e sono ritenuti, pertanto, ancora più innovativi (Shepherd e Patzelt, 2011)¹⁵⁴.

La ricerca compiuta da Kim e Hall (2021)¹⁵⁵ ha, invece, individuato come i 5 tratti della personalità degli individui (estroversione, amicalità, apertura all'esperienza,

¹⁴⁸ Schwartz, S.H. *An overview of the Schwartz theory of basic values*. Online Readings in Psychology and Culture 2, (2012).

¹⁴⁹ I valori di auto-miglioramento includono potere, successo e valori edonistici. Il potere descrive il bisogno individuale di status, prestigio e autorità, mentre i valori del raggiungimento includono la ricerca del successo dimostrando la competenza. Inoltre, gli edonisti lottano per il piacere e l'autocompiacimento nelle loro vite (Schwartz, 2012).

¹⁵⁰ Universalismo e benevolenza sono sotto valori dei valori di auto-trascendenza. Gli individui con un alto livello di universalismo sono comprensivi, tolleranti e protettivi nei confronti dell'ambiente e della società, mentre la benevolenza descrive la cura e la protezione delle persone con cui l'individuo è in contatto personale (Schwartz, 2012).

¹⁵¹ Si fa riferimento alle persone con livelli elevati di apertura al cambiamento ovvero ricettivi a nuove idee, prodotti e tecnologie. In tale categoria rientrano valori quali l'auto-direzione, la stimolazione e l'edonismo. Schwartz (2012) descrive gli individui autodiretti come pensieri e azioni indipendenti, mentre la stimolazione si riferisce a una vita varia ed eccitante.

¹⁵² Gli individui conservatori amano la tradizione, la sicurezza e la conformità. In accordo con Schwartz (2012), la tradizione si riferisce all'apprezzamento e all'impegno di un individuo per i costumi e le idee religiose o culturali, mentre la sicurezza implica sicurezza e stabilità per sé stessi, per i contatti personali e la società in generale. Mentre la conformità motiva azioni obbedienti, autodisciplinate ed educate limitando al contempo comportamenti che agiscono contro le norme e le aspettative della società.

¹⁵³ Tenner I., Horisch J. *Crowdfunding sustainable entrepreneurship: What are the characteristics of crowdfunding investors?* Journal of Cleaner Production 290 (2021), 1-9.

¹⁵⁴ Shepherd, D.A., Patzelt, H. *The new field of sustainable entrepreneurship: studying entrepreneurial action linking "what is to Be sustained" with "what is to Be developed"*. Entrepreneurship Theory and Practice, 35, (2011), 137-163.

¹⁵⁵ Kim M.J., Hall M. *Do value-attitude-behavior and personality affect sustainability crowdfunding initiatives?* Journal of Environmental Management 280 (2021), 1-11.

coscienziosità e nevroticismo)¹⁵⁶ siano significativi per spiegare vari aspetti sia della sostenibilità che del *crowdfunding*. Innanzitutto, i *big five* influenzano la preoccupazione ambientale, le prestazioni e l'impegno verso l'ambiente e *leadership* in materia di sostenibilità ma sono determinanti anche in merito ai comportamenti rispetto agli imprenditori, agli *sponsor* e ai creatori nel contesto del *crowdfunding*. Da tale studio emerge che 3 (coscienziosità, estroversione e amicalità) dei 5 fattori della personalità hanno effetti positivi sul successo della campagna. In particolare, i *crowdfunder* con elevata coscienziosità saranno maggiormente interessati al conseguimento del valore derivante dalla sostenibilità. Ciò implica che i soggetti concentrati su ciò che gli altri pensano di loro hanno maggiori probabilità di essere fortemente influenzati dal pensiero comunitario. Invece, i finanziatori con un'elevata estroversione e un'alta ricerca di entusiasmo sono più suscettibili rispetto all'opinione delle persone a loro vicine e quindi tenderanno a prendere parte a raccolte con ideali "corretti". Per quanto riguarda l'amicalità, i consumatori che presentano una maggiore cordialità, e quindi una più forte tendenza ad avere relazioni interpersonali, probabilmente sceglieranno seguendo non solo criteri individuali ma anche di gruppo. Al contrario, i tratti di apertura mentale e il nevroticismo non hanno effetti significativi sul successo dell'iniziativa. Inoltre, dal punto di vista manageriale, le imprese che pongono in essere operazioni di *crowdfunding* dovrebbero enfatizzare i valori sostenibili e i benefici preposti per la comunità in modo da cercare di incoraggiare la partecipazione dei finanziatori ai loro progetti. Appare interessante evidenziare anche l'importanza del senso di *community* che ancor più coinvolge i finanziatori *green*. Infatti, tutti i soggetti che prendono parte ad una raccolta fondi *online* sono spinti da idee di base condivise, ma nel caso del *crowdfunding* sostenibile tale condizione è accentuata. Dal momento che, in genere, questi investitori non hanno una precedente esperienza nel finanziamento e apprezzano l'orientamento alla

¹⁵⁶ La teoria dei *Big Five*, termine usato per la prima volta da Goldberg nel 1981, permette di spiegare le variabilità che si manifestano tra i soggetti. Secondo questa teoria vi sono cinque grandi fattori della personalità che permettono di descrivere le diversità tra gli individui, essi sono: estroversione ovvero dinamismo e socialità; amicalità cioè cooperatività, empatia, cordialità, atteggiamento amichevole; coscienziosità intesa come scrupolosità e perseveranza; nevroticismo o stabilità emotiva ovvero il controllo delle emozioni e degli impulsi; infine, apertura mentale alla cultura e all'esperienza.

sostenibilità delle imprese, prendono le decisioni con una logica di comunità piuttosto che con una logica di mercato, tipica degli investitori professionali. Mentre nella logica di mercato, i rendimenti monetari attesi elevati sono la principale variabile alla base del supporto, nella logica comunitaria vengono presi in considerazione aspetti come l'attenzione al progresso della comunità stessa e la potenzialità di "migliorare il mondo" (Vismara, 2019).

3.1.2 La teoria del bagliore caldo: l'altruismo impuro

Un'ulteriore ricerca che può essere utilizzata per spiegare i fattori abilitanti dell'oggetto in esame è la teoria del bagliore caldo. La teoria del bagliore caldo (*warm glow theory*) trova grande applicazione nel contesto dell'*equity crowdfunding* per i progetti orientati alla sostenibilità poiché permette di indagare su come i finanziatori selezionano i loro casi di investimento. Infatti, dato che il *crowdfunding* azionario è generalmente orientato al profitto, appare interessante chiedersi se i finanziatori perseguono motivi principalmente altruistici (come il sostegno all'iniziativa perché spinti dai propri ideali) oppure motivi egoistici (il desiderio di ottenere un ritorno finanziario), essendo entrambi raggiungibili in tale prospettiva.

La letteratura, però, ha dimostrato che né i motivi puramente altruistici né i quelli puramente egoistici possono servire come uniche ragioni che incentivino a contribuire finanziariamente alla realizzazione di iniziative sostenibili.

Quindi, la teoria del bagliore caldo ci può aiutare a spiegare il comportamento della "folla" nel caso dell'*equity crowdfunding green* poiché presume che i contributori abbiano motivazioni altruistiche impure.

Il concetto di "altruismo impuro", introdotto da Andreoni (1990)¹⁵⁷, suggerisce un'alternativa a questa dicotomia (tra altruismo ed egoismo in senso stretto), in quanto i contributori mirano ad aiutare gli altri cercando contemporaneamente un beneficio sotto forma di "sensazione di luce calda" per sé stessi (Allison et al., 2013).

¹⁵⁷ Andreoni, J. *Impure altruism and donations to public goods: a theory of warm- glow giving*. The Economics Journal, 100:401, (1990) 464-477.

Sulla base dell'approccio del bagliore caldo, ci si può aspettare che i contributi alle iniziative sostenibili siano motivati dal desiderio di raggiungere uno "stato affettivo positivo che si prova in seguito all'aver intrapreso azioni per aiutare gli altri"¹⁵⁸ (Allison et al., 2013, p.693). In linea con l'ipotesi economica di massimizzare l'utilità, Andreoni (1990) sostiene che coloro che contribuiscono a scopi sociali cercano di massimizzare la loro luce calda.

Inoltre, va anche ricordato che l'ipotesi centrale della teoria del bagliore caldo è stata supportata dalla neuroscienza, la quale ha scoperto che aiutare gli altri attiva i centri di ricompensa nel cervello umano (Harbaugh et al., 2007)¹⁵⁹.

In particolare, nel contesto oggetto dell'elaborato, va sottolineato che i finanziatori delle campagne di *crowdfunding* orientate all'ambiente o alla socialità potrebbero ricevere una sensazione di *warm glow* per due ragioni: sia per i sentimenti positivi generati dal risultato del progetto (ovvero, contribuire allo sviluppo sostenibile) ma anche per le sensazioni positive derivanti dal semplice atto di sostenere il progetto (Gleasure e Feller, 2016)¹⁶⁰.

Quindi, in relazione a quanto esplicitato dalla teoria del bagliore caldo, i progetti di *equity crowdfunding* che mirano a creare livelli più elevati di benefici ambientali o sociali presentano, a parità di altre condizioni, maggiore successo nel ricevere finanziamenti.

Horisch e Tenner (2020)¹⁶¹, riprendono tale teoria per spiegare due forze del successo del *crowdfunding* sostenibile: il numero dei finanziatori coinvolti e l'importo medio investito da quest'ultimi. Secondo la loro ricerca, compiuta analizzando 318 progetti di *crowdfunding* azionario degli Stati Uniti e della Germania, il numero elevato dei finanziatori che sostengono una campagna determina, senza dubbio, il maggior successo di quest'ultima, di conseguenza, poiché l'orientamento ambientale e sociale di un iniziativa genera un effetto positivo sui finanziatori: il numero di finanziatori che supportano un progetto media positivamente il rapporto tra l'orientamento ambientale di un progetto e il suo successo di finanziamento.

¹⁵⁸ Allison, T.H., McKenny, A.F., Short, J.C. *The effect of entrepreneurial rhetoric on microlending investment: an examination of the warm-glow effect*. Journal of Business Venturing, 28:6 (2013), 690-707.

¹⁵⁹ Harbaugh, W.T., Mayr, U., Burghart, D.R. *Neural responses to taxation and voluntary giving reveal motives for charitable donations*. Science, 316, (2007), 1622-1625.

¹⁶⁰ Gleasure, R., Feller, J., 2016. *Does heart or head rule donor behaviors in charitable crowdfunding markets?* International Journal of Electronic Commerce, 20:4, (2016), 499-524.

¹⁶¹ Horisch, J., Tenner, I. *How environmental and social orientations influence the funding success of investment-based crowdfunding: the mediating role of the number of funders and the average funding amount*. Technological Forecasting & Social Change 161, (2020), 1-11.

Inoltre, la teoria del bagliore caldo è utile anche per esaminare l'influenza dell'orientamento alla sostenibilità sulla seconda determinante del successo del finanziamento: l'importo medio investito. Tale teoria si aspetta che, anche con piccoli contributi, i finanziatori di progetti di *crowdfunding* orientati all'ambiente e alla società riceveranno un bagliore caldo. Quindi, sono poco incentivati a compiere grandi investimenti. L'ipotesi che l'importo medio investito sia piuttosto piccolo si basa anche su vari studi della letteratura; secondo i quali, come già sottolineato nel capitolo precedente, la sostenibilità e, in particolare, l'orientamento ambientale delle imprese sono associati a livelli più elevati di incertezza e ad un maggior rischio di fallimento. Pertanto, anche se i finanziatori tendono ad apportare risorse in iniziative con livelli di rischio più elevati, i loro rispettivi investimenti tendono ad essere inferiori, in altre parole i soggetti risultano meno avversi al rischio nel caso di apporti minori.

In conclusione, la teoria del bagliore caldo fornisce un'utile spiegazione ai valori e alle idee che guidano le scelte dei *crowdinvestor* nel caso dell'*equity crowdfunding*, dato che in tale contesto i finanziatori sono tendenzialmente orientati al profitto e meno altruisti di coloro che investono in progetti basati sulla ricompensa o sulle donazioni.

3.1.3 Quali sono le caratteristiche dei “*crowdfunding sustainable investors*”?

Dopo aver identificato i tratti psicologici attraverso la ricerca di Kim e Hall (2021) e il sentimento di auto-soddisfazione che deriva dalla teoria del bagliore caldo, appare interessante identificare le caratteristiche socio-demografiche dei finanziatori orientati alla sostenibilità in modo da capire quali determinanti rappresentano una causa al successo delle iniziative.

Innanzitutto, per quanto concerne la fascia d'età dei soggetti coinvolti, essendo il *crowdfunding* un'attività che si svolge *online*, ci si può aspettare che i sostenitori dei progetti siano relativamente giovani¹⁶². Inoltre, nel contesto della sostenibilità, la letteratura suggerisce una maggiore probabilità che individui più giovani siano

¹⁶² La prova di questa prima ipotesi deriva anche da una ricerca compiuta da Bretschneider e Leimeister (2017), che hanno segnalato un'età media di 39 anni dei *crowdfunder*.

preoccupati per l'ambiente (Diamantopoulos et al., 2003)¹⁶³. Per quanto riguarda il genere, diversi studi hanno rilevato che gli investitori maschi sono maggiormente attratti da questa tipologia di investimento. Secondo Herve et al. (2019)¹⁶⁴, così come Mohammadi e Shafi (2018)¹⁶⁵, la ragione di questo squilibrio è che i maschi dimostrano una maggiore tolleranza ai rischi finanziari rispetto alle donne. Considerando che i progetti orientati alla sostenibilità sono carichi di rischi e incertezze rispetto ai progetti convenzionali, ci si può aspettare che gli individui avversi al rischio evitino tali investimenti. Pertanto, sebbene le donne mostrino generalmente un livello più elevato di preoccupazione ambientale (Jones e Dunlap, 1992)¹⁶⁶, si presume che il numero di sostenitori maschi di progetti di *crowdfunding* orientati alla sostenibilità sia maggiore. Altre variabili rilevanti, poi, risultano essere il livello del reddito e di istruzione come dimostrato da Tenner e Horisch (2021)¹⁶⁷. Per quanto concerne la prima, gli autori hanno identificato una relazione inversamente proporzionale tra il livello del reddito degli individui e la probabilità di investire in iniziative *green*. Infatti, rispetto ad altre forme di investimento finanziario, il *crowdfunding* è possibile anche con piccole somme di denaro. Pertanto, risulta essere un'opportunità di investimento accessibile ai sostenitori con un livello di reddito relativamente basso. Nel contesto sostenibile, poi, tale ipotesi è accentuata da due ragioni: in primo luogo, i sostenitori sono guidati principalmente da motivazioni altruistiche e dal desiderio di ricevere una “sensazione di calore” (Allison et al., 2013; Gleasure e Feller, 2016), che a sua volta è evocata anche da piccoli contributi¹⁶⁸. In secondo luogo, ci si può aspettare che gli investitori ad alto reddito concentrino le loro decisioni di investimento sul mercato azionario o su altre forme di investimento tradizionale, mentre gli investitori a basso reddito decidano di investire i loro soldi in progetti di finanziamento collettivo.

¹⁶³ Diamantopoulos, A., Schlegelmilch, B.B., Sinkovics, R.R., Bohlen, G.M. *Can socio-demographics still play a role in profiling green consumers? A review of the evidence and an empirical investigation*. Journal of Business Research, 56, (2003), 465-480.

¹⁶⁴ Herve, F., Manthe, E., Sannajust, A., Schwienbacher, A. *Determinants of individual investment decisions in investment-based crowdfunding*. Journal of Business Finance and Account. 46, (2019), 762-783.

¹⁶⁵ Mohammadi, A., Shafi, K. *Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors*. Small Business Economics, 50, (2017), 275-287.

¹⁶⁶ Jones, R.E., Dunlap, R.E. *The social bases of environmental concern: have they changed over Time?*1. Rural Sociology, 57, (2010), 28-47.

¹⁶⁷ Tenner I., Horisch J. *Crowdfunding sustainable entrepreneurship: What are the characteristics of crowdfunding investors?* Journal of Cleaner Production 290 (2021), 1-9.

¹⁶⁸ Come è stato spiegato nel paragrafo precedente.

Per quanto concerne il livello di istruzione formale, seconda variabile studiata da Tenner e Horisch (2021), si può affermare che gli individui con livelli di istruzione formale superiori alla media hanno maggiori probabilità di investire in progetti di *crowdfunding* orientati alla sostenibilità. Ciò è stato spiegato riprendendo diverse analisi: innanzitutto, Bretschneider e Leimeister (2017)¹⁶⁹ hanno rilevato che il 66% dei partecipanti al sondaggio che sono stati contattati come utenti della piattaforma di *crowdfunding* *Innvestment* ha una laurea. Allo stesso modo, circa la metà del campione in uno studio condotto tra i *crowdfunders* attivi da Pierrakis (2019)¹⁷⁰ ha un grado di istruzione comparabile. Inoltre, gli individui con livelli di istruzione superiori alla media dimostrano una maggiore preoccupazione ambientale rispetto agli individui meno istruiti (van Liere e Dunlap, 1980)¹⁷¹.

A mio avviso, conoscere i fattori socio-demografici dei *crowdinvestor* permette di aggiungere un ulteriore tassello all'analisi delle determinanti del successo dell'iniziativa di *equity crowdfunding* nel contesto sostenibile, nonché consente una maggiore conoscenza del fenomeno in esame e sulla sua diffusione.

3.2 Un ulteriore elemento di successo: la comunicazione

Il *crowdfunding* rappresenta un campo nuovo e particolare in cui gli imprenditori si interfacciano ad un pubblico molto ampio e per di più, come sottolineato anche precedentemente, eterogeneo sia in termini personali che psicologici.

Pertanto, la novità di contesto in cui i promotori operano, affrontando una “folla” diversificata, implica che un ruolo cruciale venga assunto dalla comunicazione. Comunicando in modo efficace, le nuove iniziative e i loro *leader* possono convincere le parti interessate, come i finanziatori, della loro legittimità e del loro potenziale (Cornelissen e Clarke, 2010¹⁷²; Lounsbury e Glynn, 2001¹⁷³). Le teorie della comunicazione sono state spesso impiegate per comprendere le dinamiche delle raccolte

¹⁶⁹ Bretschneider, U., Leimeister, J.M. *Not just an ego-trip: exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding*. The Journal of Strategic Information Systems, 26, (2017),246-260.

¹⁷⁰ Pierrakis, Y. *Peer-to-peer lending to businesses: investors' characteristics, investment criteria and motivation*. The International Journal of Entrepreneurship and Innovation, 20, (2019), 239-251.

¹⁷¹ van Liere, K.D., Dunlap, R.E., 1980. *The social bases of environmental concern: a review of hypotheses, explanations and empirical evidence*. Public Opinion Quarterly 44:2, 181-197.

¹⁷² Cornelissen, J.P., Clarke, J.S. *Imagining and rationalizing opportunities: inductive reasoning and the creation and justification of new ventures*. Academy of Management Journal, 35, (2010), 539-557.

¹⁷³ Lounsbury, M., Glynn, M.A. *Cultural entrepreneurship: stories, legitimacy, and the acquisition of resources*. Strategic Management Journal, 22, (2001), 545-564.

fondi *online*. Molti di questi studi si sono concentrati sull'identificazione dei segnali che facilitano le campagne, sottolineando l'importanza delle azioni simboliche che trasmettono la credibilità personale dell'imprenditore, le certificazioni esterne raggiunte (premi, sovvenzioni governative e brevetti), l'organizzazione professionale, i risultati organizzativi e la qualità delle relazioni con gli *stakeholder* (Ahlers et al., 2015)¹⁷⁴. Recentemente, studiosi di imprenditorialità hanno iniziato ad analizzare il ruolo del linguaggio nelle campagne di *crowdfunding* in modo più diretto prestando particolare attenzione a quelle di natura sociale e sostenibile.

Sulla base della teoria dell'aspettativa linguistica (Burgoon et al., 2002¹⁷⁵; Burgoon e Miller, 1985¹⁷⁶), si può affermare che gli imprenditori che usano il *crowdfunding* come strumento di finanziamento, nel momento in cui presentano la loro iniziativa devono soddisfare le aspettative del loro pubblico *target* per avere successo e che queste aspettative differiscono per i diversi gruppi sociali (Burgoon e Miller, 1985).

Pertanto, le aspettative per una categoria emergente quale può essere quella degli imprenditori con una missione sostenibile sono diverse da quelle degli imprenditori commerciali¹⁷⁷, ritenute più esplicite ed omogenee. Di conseguenza, le aspettative affrontate dagli imprenditori commerciali possono essere gestite più facilmente tramite vari segnali relativi a prodotti, imprenditori e aziende (Ahlers et al., 2015).

Mentre gli imprenditori delle categorie emergenti (come gli imprenditori sostenibili o sociali) devono compensare l'ambiguità circa queste aspettative affidandosi a strumenti di comunicazione. La loro efficacia, però, non dipende dalla capacità di prevedere le aspettative proiettate del loro pubblico ma tali strumenti devono permettere agli imprenditori di raggiungere questo obiettivo adottando stili linguistici che rendano le loro campagne più comprensibili per i destinatari e stabiliscano una relazione personale con la "folla" (Parhankangas e Renko, 2017)¹⁷⁸.

¹⁷⁴ Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Gunther, C., Schweizer, D. *Signaling in equity crowdfunding*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39, (2015), 955-980.

¹⁷⁵ Burgoon, M., Denning, V.P., Roberts, L. *Language expectancy theory*. *The Persuasion Handbook: Developments in Theory and Practice*, (2002), pp. 117-136.

¹⁷⁶ Burgoon, M., Miller, G.R. *An Expectancy Interpretation of Language and Persuasion*. *Recent Advances in Language, Communication and Social Psychology*. Lawrence Erlbaum Associates Ltd., London, UK, (1985), pp. 199-229.

¹⁷⁷ Per imprenditori commerciali, si fa riferimento ad imprese che cercano di sviluppare nuovi prodotti o servizi per i mercati di consumo (Renko, 2013).

¹⁷⁸ Parhankangas A., Renko M. *Linguistic style and crowdfunding success among social and commercial entrepreneurs*. *Journal of Business Venturing* 32 (2017) 215-236.

L'uso appropriato del linguaggio, infatti, può aiutare a sfruttare le risorse trasmettendo al pubblico un'identità imprenditoriale solida e comprensibile (Lounsbury e Glynn, 2001). In questo contesto, si può ritenere che la costruzione dell'identità imprenditoriale non è influenzata solo dalle “strutture del mercato” (Navis e Glynn, 2011)¹⁷⁹, ma anche dalle proprietà dei prodotti e servizi progettati per attrarre potenziali consumatori o utenti. Ciò suggerisce che nella prospettiva in cui gli imprenditori si rivolgono a un pubblico più “misto” per mobilitare il supporto alla loro idea, ad esempio potenziali clienti che potrebbero anche diventare *sponsor* o azionisti, è probabile che “costituiscano valore” in diversi modi che potremmo definire multi-vocali e tuttavia olistici piuttosto che rivolgersi a specifiche aspettative degli stakeholder. La comunicazione può essere definita multiforme, in quanto ha il compito di combinare vari elementi affinché l'iniziativa posta in essere giunga al successo, deve far sì che gli obiettivi del promotore vengano conosciuti e apprezzati e al contempo che ciò venga recepito dai finanziatori in modo chiaro.

Quindi le presentazioni delle campagne di *crowdfunding* sono un importante nesso in quanto costituiscono un'interfaccia tra i progetti in divenire presentati e soggetti diversi (Mollick, 2014). Più che presentazioni tradizionali ad esperti e *venture capitalist*, tali campagne si rivolgono a un gruppo molto più diversificato di sostenitori e quindi offrono agli imprenditori l'opportunità di raccontare un'identità di progetto coerente e condensata. In altre parole, la modalità attraverso la quale il progetto viene presentato può essere concepita come un “momento strategico” in cui gli imprenditori possono influenzare in modo sostanziale la percezione che il pubblico ha dell'iniziativa (Manning e Bejarano, 2017)¹⁸⁰.

Nel caso di operazione di natura sostenibile gli imprenditori devono riuscire attraverso le presentazioni dei loro progetti, sulle piattaforme, a trasmettere il loro potenziale, a far capire cosa li ha spinti ad intraprendere tale operazione e riuscire a comunicare il vero impegno che c'è dietro una qualunque iniziativa di questa tipologia che va oltre il mero ritorno economico.

In questo contesto, i fattori sociali e psicologici possono essere ugualmente o più importanti dei ritorni strettamente finanziari. A sostegno di ciò, la narrativa può svolgere

¹⁷⁹ Navis, C., Glynn, M.A. *Legitimate distinctiveness and the entrepreneurial identity: influence on investor judgments of new venture plausibility*. *Academy of Management Review*, 36, (2011), 479-499.

¹⁸⁰ Manning, S., Bejarano, T.A. *Convincing the crowd: entrepreneurial storytelling in crowdfunding campaigns*. *Strategic Organization*, 15: 2 (2016), 194-219.

un ruolo significativo nelle attività di *crowdfunding* di successo stabilendo una storia di investimento convincente e avvincente (Testa et al., 2019).

Ad esempio, è stato riscontrato che le narrazioni degli imprenditori sociali che si occupano di questioni locali, azione collettiva, comunità geografica e lotte di potere locali (Parkinson e Howorth, 2008)¹⁸¹ sono diverse da quelle raccontate dagli imprenditori commerciali in termini della visione del mondo, estensione delle relazioni con gli *stakeholder*, stress psicologico per gli attori che ne prendono e stile di pensiero (Chandra, 2014)¹⁸².

La comunicazione efficace è, in effetti, centrale per il successo del *crowdfunding*, poiché le decisioni di finanziamento vengono prese sulla base di quantità molto limitate di informazioni trasmesse digitalmente, come un *videoclip* che spesso dura solo un paio di minuti (Parhankangas e Renko, 2017).

Il linguaggio, quindi, rappresenta un ulteriore elemento per le iniziative di carattere sostenibile per ottenere successo ma affinché ciò avvenga gli imprenditori devono usare uno stile linguistico che gli permetta di familiarizzare con la folla. La presentazione deve apparire chiara e concreta in modo da creare connessione personale con il pubblico ovvero occorre usare stili a basso distanziamento psicologico ma ad alto valore interattivo. Anche se nel caso dell'*equity crowdfunding*, e più in particolare nel finanziamento di progetti sostenibili, l'importo investito dai finanziatori è generalmente basso è importante fornire informazioni concrete e precise, nonché costruire un rapporto personale con i sostenitori condividendo esperienze personali e utilizzando uno stile altamente partecipativo vale a dire cercare di coinvolgere i destinatari attraverso domande, pareri e pensieri piuttosto che presentare passive dichiarazioni.

Come si evince l'*appeal* emotivo e l'interazione con il pubblico rivestono una parte rilevante nelle narrazioni, tuttavia l'obiettivo di comunicare attraverso un linguaggio concreto e preciso può essere una vera e propria sfida. Per gli imprenditori, soprattutto nelle prime fasi, è molto complesso comunicare e quantificare chiaramente l'impatto sociale che stanno cercando di avere e fornire dettagli specifici su situazioni, oggetti e persone. Allo stesso modo, hanno bisogno di descrivere le loro esperienze personali, gli

¹⁸¹ Parkinson, C., Howorth, C. *The language of social entrepreneurs*. Entrepreneurship & Regional Development 20:3, (2008), 285-309.

¹⁸² Chandra, Y. *Toward a meta-linguistic model of social entrepreneurship: insights from computational linguistics*. Academy of Management Proceeding, (2014).

obiettivi legati alle loro campagne, il tutto mediante un linguaggio che gli consenta di interagire con il loro pubblico ponendo loro interrogativi (Parhankangas e Renko, 2017). Un altro fattore fondamentale di una qualsiasi proposta di *crowdfunding* è un video *pitch*, in cui gli imprenditori presentano il progetto da finanziare. Questi video sono un esempio dell'attuale scena imprenditoriale, in cui gli imprenditori in fase iniziale sono sempre più coinvolti nella presentazione teatrale dei loro progetti a vari tipi di pubblico in forum come *accelerator demo day*¹⁸³, *pitch mixer*, concorsi e siti di *crowdfunding online*. Quindi, anche nella comunicazione verbale è cruciale per i promotori trasmettere, attraverso poche parole, il senso intrinseco della loro iniziativa (Parhankangas e Renko, 2017).

Inoltre, è importante contestualizzare lo studio della comunicazione imprenditoriale non solo nel suo contesto empirico immediato ovvero l'influenza della comunicazione *online* sul sito di *crowdfunding* che ospita la campagna, ma anche all'interno del contesto sociale più ampio (Zahra et al., 2014)¹⁸⁴, dove la "folla" valuta la persuasività della comunicazione degli imprenditori. In questo passaggio, possiamo collocare lo studio condotto da Laurell et.al. (2019)¹⁸⁵, che ha provato a spiegare come le dimensioni della sostenibilità, sempre con riferimento al *crowdfunding*, sono affrontate pubblicamente, o meglio dai *social media*. Basato sull'analisi di 141.754 contenuti generati dagli utenti riguardanti il *crowdfunding*, solo il 0,21% (308) di tali contenuti recensiti riguardano, esplicitamente o implicitamente, aspetti della sostenibilità. Gli autori hanno osservato che le campagne orientate alla sostenibilità e le discussioni generali su di essa ricevono attualmente un'attenzione limitata nel contesto dei *social media*. Più specificamente, i media tradizionali hanno dimostrato di essere meno interessati e più elaborativi in termini di evidenziazione delle conseguenze sociali di nuovi fenomeni e di innovazioni, mentre i *social media* tendono a concentrarsi maggiormente sui valori e sugli attributi di un nuovo fenomeno o di una determinata innovazione (Laurell e Sandström, 2018)¹⁸⁶. Alla luce di queste differenze, il *crowdfunding* in generale può quindi essere considerato

¹⁸³ Si fa riferimento a giornate dimostrative tipiche degli acceleratori di start up, ossia società che a loro volta hanno lo scopo di supportare la nascita e lo sviluppo di altre attraverso assistenza finanziaria e amministrativa.

¹⁸⁴ Zahra, S.A., Wright, M., Abdelgawad, S.G. *Contextualization and the advancement of entrepreneurship research*. *International Small Business Journal*, 32, (2014), 479-500.

¹⁸⁵ Laurell C., Christian Sandström C., Suseno Y. *Assessing the interplay between crowdfunding and sustainability in social media*. *Technological Forecasting & Social Change* 141 (2019) 117-127.

¹⁸⁶ Laurell, C., Sandström, C. *Comparing the impact of social and traditional media on disruptive change - evidence from the sharing economy*. *Technological Forecasting & Social Change*, 129, (2018), 339-344.

relativamente ben allineato con i *social media* a causa della notevole quantità di contenuti che vengono generati dagli utenti, come identificato nello studio sopra citato (141.754 contenuti generati dagli utenti). Tuttavia, solo lo 0,21% di tutti i contenuti esaminati sul *crowdfunding* nei *social media* concerne la sostenibilità, questo risultato indica che gli imprenditori, in materia sociale e sostenibile, che hanno obiettivi economici, ambientali e sociali (Lozano, 2008)¹⁸⁷, lottano per occupare un posto nel discorso pubblico sul *crowdfunding* nei *social media*.

Tale difficoltà può essere potenzialmente correlata a due ragioni (Laurell et.al., 2019).

In primo luogo, gli imprenditori sostenibili sono associati ad una maggiore ambiguità e complessità, ad esempio per misure il ritorno dei loro progetti imprenditoriali. In uno scenario in cui gli utenti dei *social media* vengono a conoscenza anche di iniziative di carattere commerciale, che sono articolate più chiaramente circa il ritorno finanziario atteso, tali individui potrebbero considerare questi progetti più precisi per quanto riguarda le specifiche di valori e attributi che questi cercano di fornire. In secondo luogo, il mercato di riferimento per gli imprenditori sociali e sostenibili potrebbe non essere necessariamente un grande mercato, contrariamente agli imprenditori commerciali (Austin et al., 2006)¹⁸⁸. Pertanto, le iniziative degli imprenditori sociali e sostenibili potrebbero non cercare di creare un coinvolgimento sostanziale tra i grandi gruppi di utenti dei *social media* attraverso le piattaforme, ma piuttosto concentrarsi sul raggiungimento di determinati segmenti di soggetti che presentano le caratteristiche tipiche di investitori sostenibili.

In conclusione, le azioni degli imprenditori in materia sostenibile sui *social media* possono, come conseguenza del carattere semplicistico di quest'ultimi, essere meglio allineate con i media tradizionali che dedicano maggiore attenzione all'elaborazione delle conseguenze per la società, sebbene siano meno interessanti ai cambiamenti e alle innovazioni.

3.3 L'importanza delle piattaforme

¹⁸⁷ Lozano, R. *Envisioning sustainability three-dimensionally*. Journal of Cleaner Production, 16:17, (2008) 1838-1846.

¹⁸⁸ Austin, J., Stevenson, H., Wei-Skillern, J. *Social and commercial entrepreneurship: same, different, or both?* Entrepreneurship Theory and Practice, 30:1, (2006), 1-22.

Le piattaforme rappresentano un elemento fondamentale del processo di *crowdfunding*. Infatti, permettono non solo che la raccolta *online* abbia inizio ma anche che l'idea dei fondatori prenda forma e il progetto venga portato a termine. Si può ritenere che l'importanza delle piattaforme aumenti con riferimento al *crowdfunding* per le campagne orientate alla sostenibilità e all'ambiente.

Tali portali *online* possono aiutare le imprese a raggiungere una moltitudine di finanziatori dando ai progetti maggiori livelli di visibilità, ancor più quando essi presentano un numero elevato di utenti frequentanti. Pertanto, gli imprenditori che intendono utilizzare l'*equity crowdfunding* per finanziare iniziative con una missione ambientale e sociale dovrebbero scegliere una piattaforma che a sua volta sia costituita da molti iscritti i quali potrebbero essere attratti da questa tipologia di campagna (Horisch e Tenner, 2020).

Di conseguenza, gli stessi progetti orientati all'ambiente possono aiutare le piattaforme a coinvolgere gli utenti inattivi in quanto gli individui possono essere colpiti dallo scopo che l'impresa pone in essere, dall'idea di base, dalla riconoscenza e gratitudine che ne può derivare.

Oltre al numero di persone che la piattaforma scelta raggiunge occorre tenere in considerazione anche delle idee e dei valori di quest'ultime. I diversi portali possono avere diverse ideologie a seconda della missione della piattaforma e dei valori e delle convinzioni degli individui che la frequentano. Per esempio, Calic e Mosakowski (2016) sostengono che, data la demografia dei *crowdfunders* su *Kickstarter*, l'ideologia di questa piattaforma appare appoggiare un orientamento alla sostenibilità. Inoltre, il *crowdfunding* coinvolge non solo la famiglia e gli amici, ma soggetti che sono geograficamente e socialmente distanti dagli imprenditori che danno origine all'iniziativa e, quindi, è grazie alle piattaforme che i sostenitori possono apprendere notizie rilevanti in merito alle campagne e possono fare affidamento per ridurre le asimmetrie informative.

Pertanto, la scelta della giusta piattaforma può rivelarsi una determinante importante affinché il progetto abbia successo. Essendo gli ideali, in relazione ai quali il portale si muove, funzione della riuscita della campagna, utilizzare una piattaforma specializzata potrebbe aumentarne le probabilità di successo.

Le piattaforme specializzate sono intese come operatori che hanno l'intento dichiarato di proporre progetti con una specifica caratteristica, che siano rivolti a determinati utenti o

che presentino una missione chiara. In questo contesto, si può affermare che un portale che appoggia la sostenibilità può permettere alle iniziative con il medesimo scopo, finanziate tramite esso, di ottenere maggiore successo (Horisch, 2018). Ciò avviene in quanto, essendo la piattaforma specializzata in materia sostenibile, gli utenti attivi saranno maggiormente interessati all'ambiente e, di conseguenza, più propensi ad investire in operazioni ambientali o sociali. Lo studio condotto da Horisch (2018), analizzando un data set di iniziative svolte su due delle più grandi piattaforme di *crowdfunding* orientate alla sostenibilità in Germania, *Ecocrowd*¹⁸⁹ e *Oneplanetcrowd*¹⁹⁰, è giunto alla conclusione che le piattaforme specializzate, che sono ad esempio disponibili esclusivamente per i progetti di energia rinnovabile, tendono a portare le operazioni al successo rispetto a quanto può avvenire sulle piattaforme generali.

Allo stesso tempo, però le piattaforme specializzate di *crowdfunding* particolarmente orientate alla sostenibilità sono emerse solo negli ultimi anni. Bartenberger e Leitner (2013, p.83)¹⁹¹, infatti, ritengono che le piattaforme esistenti siano “troppo unidimensionali e di piccola scala per facilitare sufficientemente i processi di innovazione sociale”. Criticano le piattaforme puramente imprenditoriali per il loro insufficiente riconoscimento del potenziale dell'imprenditorialità nell'affrontare i problemi della società. Dal loro punto di vista, sulle piattaforme convenzionali di finanziamento (ad esempio Indiegogo.com, Kickstarter) “le iniziative sociali tendono a essere nascoste all'interno del vasto numero di altri progetti non correlati”. Lo stesso vale per i progetti di *crowdfunding* orientati all'ambiente, poiché costituiscono solo una piccola parte di tutte le operazioni che vengono proposte sui portali generici (Horisch, 2015).

Quindi, una piattaforma di *crowdfunding* specializzata nel finanziamento di iniziative ambientali potrebbe aiutare a sprigionare meglio il potenziale del *crowdfunding* nel caso dell'imprenditorialità sostenibile. A sostegno di ciò possiamo notare la nascita e la diffusione sempre più frequente di nuove piattaforme con questo scopo. In Austria,

¹⁸⁹ EcoCrowd è una piattaforma di *crowdfunding* volta a sostenere esclusivamente progetti ecologicamente e socialmente sostenibili. EcoCrowd è la piattaforma di *crowdfunding* sostenibile della *German Environmental Foundation*. Si tratta di un portale politicamente ed economicamente indipendente ed è la più grande fondazione comunitaria tedesca per la protezione dell'ambiente. Sito: <https://www.ecocrowd.de/>

¹⁹⁰ Si tratta di una piattaforma nata nel 2012 con l'intento di accelerare la transizione verso un'economia sostenibile. Tramite Oneplanetcrowd vengono finanziate aziende e progetti consolidati e tutte le aziende su Oneplanetcrowd contribuiscono a uno o più Obiettivi di Sviluppo Sostenibile. Sito: <https://www.oneplanetcrowd.com/en>

¹⁹¹ Bartenberger, M., Leitner, P. *Crowdsourcing and crowdfunding: approaches to foster social innovation*. Conference paper: proceedings of the IADIS International Conference Web Based Communities and Social Media (2013), 81-85.

abbiamo la piattaforma di *crowdfunding Greenrocket.at*¹⁹² specializzata nel finanziamento di *start-up* sostenibili. In Germania, la più importante è *Ecocrowd*, avviata nel 2014. Per garantire che ogni progetto su *Ecocrowd* abbia un chiaro collegamento con lo sviluppo sostenibile, tutti i progetti suggeriti vengono controllati e consultati dalla Fondazione federale tedesca per l'ambiente. In Italia, invece, ricordiamo *Ecomill*¹⁹³, la prima piattaforma italiana di *equity crowdfunding* per energia, ambiente e territorio lanciata nel 2019.

Inoltre, gli imprenditori sostenibili non solo sono sfidati a scegliere la giusta piattaforma ma anche a considerare il contesto nazionale nel quale operano quando decidono di lanciare un progetto di *crowdfunding* orientato all'ambiente. Ciò implica anche una scelta ponderata della piattaforma, prestando particolare attenzione a quale nazionalità di destinazione essa si rivolge. Dato che la maggior parte delle piattaforme di *equity crowdfunding* non consente ai cittadini stranieri di investire, considerare la scelta del portale in relazione al contesto nazionale è particolarmente importante affinché l'iniziativa abbia ancora più successo (Horisch e Tenner, 2020).

Pertanto, i promotori che desiderano utilizzare il *crowdfunding* devono cercare strategicamente opportunità che creino risultati tangibili e più elevati.

In conclusione, possiamo ritenere che le piattaforme che si adattano meglio alle iniziative sostenibili siano quella di natura specializzata poiché permettono di raggiungere persone realmente interessate alla causa in essere e di fornire al progetto la visibilità che merita senza essere oscurato da campagne più redditizie e meno rischiose di natura tradizionale. Quindi, le piattaforme specializzate in iniziative sostenibili sono, generalmente, mezzi più promettenti per il finanziamento di progetti orientati alla sostenibilità.

¹⁹² Si tratta di una piattaforma di *crowdinvesting* che vuole aiutare le imprese con una missione di investimento interessante, promettente e attraente e fornire agli imprenditori soluzioni di finanziamento alternative per raggiungere i loro obiettivi. Allo stesso tempo, i finanziatori non solo investono nel loro futuro, ma accompagnano anche le aziende con modelli di business innovativi e sostenibili nel loro cammino per rendere il mondo un posto migliore. Sito: <https://www.greenrocket.com/>

¹⁹³ Ecomill è la piattaforma di *equity crowdfunding* verticale e specializzata che permette a cittadini, famiglie ed aziende di diventare finanziatori e soci di imprese ad alto valore innovativo nel settore dell'energia, dell'ambiente e del territorio promuovendo sostenibilità, innovazione ed aggregazione sociale. I cittadini investitori hanno infatti la possibilità di investire in modo diretto e disintermediato in nuove iniziative imprenditoriali ad ampio potenziale ambientale e sociale, beneficiando inoltre di adeguati ritorni economici. I promotori di progetti imprenditoriali hanno l'opportunità di accedere ad un canale alternativo di finanziamento, garantendosi visibilità, un ampliamento del bacino di potenziali investitori, e generando partecipazione nei territori di riferimento. Ecomill è animata da valori come la sostenibilità ambientale e l'inclusione (Ecomill, 2021). Sito: <https://www.ecomill.it/>

3.4 Il ruolo del contesto istituzionale

Un ultimo aspetto che vale la pena approfondire circa il *crowdfunding* sostenibile è l'influenza dell'assetto istituzionale del Paese in cui tale iniziativa viene intrapresa. Infatti, l'orientamento alla sostenibilità e l'importanza attribuita alla tutela dell'ambiente da parte delle istituzioni influiscono sul comportamento degli imprenditori sia perché influenzano la loro volontà a lanciare un progetto imprenditoriale orientato all'ambiente ma anche perché guidano la loro decisione ad utilizzare o meno il *crowdfunding* come strumento per finanziare tale operazione (Butticè et. al, 2019)¹⁹⁴.

In particolare, nei Paesi in cui l'assetto istituzionale ha un più forte orientamento alla sostenibilità, ovvero in cui ci siano più opportunità di business legate all'ambiente, la probabilità che una campagna di *crowdfunding* sia "green" risulta inferiore rispetto a quanto avviene negli Stati dove si presenta una minore attenzione a tale problematica (Butticè et.al, 2019).

Tale evidenza, portata alla luce dall'analisi di Butticè, Colombo, Fumagalli e Orsenigo (2019), non appare per niente scontata dal momento che, in una prima approssimazione, i Paesi fortemente orientati all'ambiente e al sociale ottengono generalmente un vantaggio più elevato dallo sviluppo di tecnologie, prodotti e servizi *green*, essendo la domanda di mercato interno maggiore. In effetti, i consumatori hanno un atteggiamento più positivo nei confronti di questa tipologia di acquisti e la loro inclinazione positiva verso quest'ultimi è accentuata dall'esistenza di generosi sussidi pubblici. In secondo luogo, operare in un contesto istituzionale che rende le iniziative sostenibili più legittime, potrebbe far sì che gli imprenditori siano maggiormente propensi a ricorrere al *crowdfunding* per finanziare le loro idee in quanto prevedono una maggiore probabilità di successo delle loro campagne dovuta alla possibilità di trovare sostenitori locali le cui motivazioni siano in linea con le loro (Calic e Mosakowski, 2016). Essere in grado di attrarre sostenitori locali è un fattore determinante per il successo di una campagna di *crowdfunding* (Agrawal et al., 2014)¹⁹⁵. Pertanto, gli imprenditori che lanciano iniziative "verdi" possono prevedere una probabilità di raccogliere denaro attraverso una campagna

¹⁹⁴ Butticè V., Colombo G.M., Fumagalli E., Orsenigo C. *Green oriented crowdfunding campaigns: Their characteristics and diffusion in different institutional settings*. *Technological Forecasting & Social Change*, 141, (2019) 85-97.

¹⁹⁵ Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A. *Some simple economics of crowdfunding*. *Innovation Policy and the Economy*, 14:1, (2014), 63-97.

online relativamente maggiore se operano in paesi caratterizzati da istituzioni con un più forte orientamento alla sostenibilità ambientale.

Tuttavia, la maggiore legittimità, definita come congruenza tra i valori, le norme e le aspettative di una società e l'attività e il risultato di un'organizzazione (Dowling e Pfeffer, 1975)¹⁹⁶, consente agli imprenditori di ottenere un accesso più facile a risorse, esterne intese sia in termini di capitale umano che di risorse finanziarie. Di conseguenza, nei Paesi con istituzioni più orientate all'ambiente, gli imprenditori sostenibili, essendo più legittimi, avranno con maggiore facilità accesso alle risorse necessarie per sopravvivere e crescere (Zimmerman e Zeitz, 2002)¹⁹⁷, sia nella fase iniziale che in quella successiva di sviluppo (Navis e Glynn, 2010)¹⁹⁸.

Quindi, in questo contesto, per le iniziative sostenibili è più facile trovare ed accedere ad altre fonti di finanziamento, come i sussidi governativi diretti¹⁹⁹ (Harmon e Cowan, 2009)²⁰⁰, nonché banche specializzate, istituti di credito e fondi di capitale di rischio dedicati a sostenere iniziative imprenditoriali “*green*” (Horisch, 2015). La maggiore disponibilità di fonti tradizionali di capitale riduce la necessità di adoperare strumenti alternativi, compreso il *crowdfunding* (Mollick e Nanda, 2015)²⁰¹. Inoltre, dato che gli imprenditori sostenibili hanno un accesso più facile ai canali tradizionali di finanziamento i potenziali sostenitori delle campagne di *crowdfunding* potrebbero percepire che solo progetti di qualità relativamente inferiore saranno presenti sulle piattaforme *online* (Hildebrand et al., 2016)²⁰². Si parla in tal caso di “selezione avversa”, generata dalla mancanza di informazioni, ovvero per i finanziatori i progetti che non riusciranno a reperire capitali altrove saranno quelli che si finanzieranno tramite il *crowdfunding* quindi operazioni più rischiose e meno redditizie.

¹⁹⁶ Dowling, J., Pfeffer, J. *Organizational legitimacy: social values and organizational behavior*. The Pacific Sociological Review, 18:1, (1975), 122-136.

¹⁹⁷ Zimmerman, M.A., Zeitz, G.J. *Beyond survival: achieving new venture growth by building legitimacy*. Academy of Management Review, 27:3, (2002), 414-431.

¹⁹⁸ Navis, C., Glynn, M.A. *How new market categories emerge: temporal dynamics of legitimacy, identity, and entrepreneurship in satellite radio, 1990–2005*. Administrative Science Quarterly, 55: 3, (2010), 439-471.

¹⁹⁹ Ad esempio, la presenza di incentivi, sotto forma di una politica ambientale (ad esempio, la politica del carbonio) o di una politica tecnologica (ad esempio, la politica delle energie rinnovabili) (Kerr e Newell, 2003; Popp et al., 2011).

²⁰⁰ Harmon, R.R., Cowan, K.R. *A multiple perspectives view of the market case for green energy*. Technological Forecasting and Social Change, 76:1, (2009), 204-213.

²⁰¹ Mollick, E., Nanda, R. *Wisdom or madness? Comparing crowds with expert evaluation in funding the arts*. Management Science, 62:6, (2016), 1533-1553.

²⁰² Hildebrand, T., Puri, M., Rocholl, J. *Adverse incentives in crowdfunding*. Management Science, 63:3, (2017), 587-608.

In conclusione, possiamo affermare che l'assetto istituzionale influenza il lancio di una campagna di *crowdfunding* sostenibile, ma la relazione che intercorre tra l'orientamento delle istituzioni e il successo dell'iniziativa è inversa. In altre parole, negli Stati che presentano specifiche caratteristiche culturali, come l'orientamento a lungo termine (cioè la cura per le generazioni future) e il basso individualismo (inteso come la propensione ad accettare che gli altri trarranno beneficio da proprie iniziative senza sforzi o senza pagare), gli imprenditori saranno meno incentivati ad intraprendere operazioni di raccolta *online* per finanziare progetti di natura ambientale o sociale. Al contrario, nei Paesi in cui l'attenzione alle questioni ambientali è ancora scarsa, prevale l'uso del *crowdfunding* per questa tipologia di iniziative, portate a termine anche con un tendenziale successo.

Pertanto, i responsabili politici nei Paesi in cui le istituzioni sono meno orientate alla sostenibilità dovrebbe favorire l'uso del *crowdfunding* da parte degli imprenditori "green". Ciò è perfettamente in linea con quanto evidenziato precedentemente, ovvero che gli imprenditori sono inclini a utilizzare tale strumento per superare il *deficit* di finanziamento che incontrano le iniziative di carattere sostenibile. A sostegno di ciò, i responsabili politici di questi paesi possono pensare di attuare misure adeguate per sostenere questa tipologia di operazione, come suggerito da Butticè et.al (2019). Ad esempio, possono concentrarsi sul fornire supporto agli imprenditori nella progettazione delle loro campagne di *crowdfunding*. Allo stesso modo, possono promuovere strumenti per pubblicizzare e condividere campagne *green-oriented* tra i cittadini. Tali strumenti aiuterebbero ad aumentare la consapevolezza della "folla" in merito alle campagne, la loro legittimità e, in ultima analisi, la loro possibilità di ottenere i finanziamenti richiesti. Al contrario, nei Paesi già fortemente aperti alla sostenibilità, il campo d'azione dell'imprenditorialità sostenibile è più che spianato.

La distinzione tra i Paesi che presentano o meno un orientamento alla sostenibilità, influisce anche sulle scelte dei creatori. Infatti, nei Paesi con un orientamento limitato alla sostenibilità ambientale, i promotori interessati a condurre una campagna "green" possono considerare anche quanto compiuto dai loro predecessori che hanno utilizzato il *crowdfunding* per ottenere le risorse necessarie. Considerando che le campagne di *crowdfunding* terminate in genere rimangono accessibili sui siti *web* della piattaforma

(Butticè et al., 2017)²⁰³, i creatori possono esaminare le campagne precedenti per anticipare i problemi specifici del Paese, valutare il livello di concorrenza nel mercato e ottenere indizi per aumentare le possibilità di successo per le proprie campagne. Mentre, nei paesi con un forte orientamento alla sostenibilità ambientale, per gli imprenditori il lancio di una campagna *green-oriented* può essere un'arma a doppio taglio. Da un lato, tali campagne possono generare per loro un vantaggio in quanto si trovano ad affrontare una minore concorrenza nell'attrarre sostenitori locali a causa della quota limitata di raccolte fondi *online* "verdi". D'altra parte, considerando che in questi paesi gli imprenditori *green* non sono propensi a ricorrere al *crowdfunding*, i sostenitori possono percepire i loro progetti come di bassa qualità ed evitare di finanziarli. Affinché ciò venga meno, i creatori dovrebbero mettere in atto azioni per limitare l'impatto negativo e l'effetto relativo alla bassa qualità percepita delle loro campagne (ad esempio, scrivere una descrizione convincente che sottolinea l'alta qualità dell'iniziativa e fornire link esterni più numerosi e informativi). In questo modo, beneficeranno a pieno del livello inferiore di concorrenza (Butticè et. al, 2019).

Per concludere, come si evince nel corso del paragrafo, l'assetto istituzione può giocare un ruolo fondamentale nel contesto del *crowdfunding* sostenibile, rappresentando assieme ai fattori annoverati in precedenza quali la comunicazione, la scelta di una piattaforma specializzata o l'importanza da attribuire ai valori e alle idee che spingono i finanziatori, un elemento cruciale affinché l'iniziativa posta in essere sia di successo. Si è provato in questo modo a rispondere alla domanda di ricerca promossa dall'elaborato, individuando come fattori di successo delle iniziative le idee ed i valori sottostanti, un'efficace comunicazione, la scelta di una piattaforma specializzata ed infine l'orientamento in merito alla sostenibilità e il sociale delle istituzioni.

Quindi nel momento in cui un imprenditore decide di intraprendere una campagna di *crowdfunding*, o nello specifico di *equity crowdfunding*, non può trascendere dal tenere in considerazione tali determinanti in quanto, come più volte evidenziato, i progetti sostenibili non sono facilmente accolti dai finanziatori ma con le giuste connotazioni in termini di linguaggio da usare, valori da enfatizzare, scelta di piattaforma e Paese, portate alla luce dagli studi della letteratura, per alcuni aspetti ancora in fase embrionale, possono

²⁰³ Butticè, V., Colombo, M.G., Wright, M. *Serial crowdfunding, social capital, and project success*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41:2, (2017), 183-207.

davvero catturare tutto il potenziale che potrebbe derivare dall'utilizzo di tale strumento. Dopo aver evidenziato questi elementi, nel prossimo capitolo verranno presentati e confrontati dei *case studies* per verificare concretamente quanto esposto e studiato dalla letteratura.

CROWDFUNDING SOSTENIBILE E SOCIALE: CONFRONTO TRA CASI STUDIO

Dopo avere provato ad identificare quali sono le determinanti del successo di una campagna di *equity crowdfunding* nel contesto sostenibile, nel corso di quest'ultimo capitolo dell'elaborato verranno presentati dei *case study* per evidenziare come nella pratica viene usata questa forma di finanziamento e come le scelte degli imprenditori in termini di piattaforma da utilizzare, linguaggio da adottare e Paese in cui operare influenzano il successo delle iniziative nell'ambito ambientale e sociale. Sono state scelte tre campagne di *crowdfunding*, due sui temi della sostenibilità ambientale (*Caballero Fabriek* e *Green Energy Sharing*) e uno ad impatto sociale (*Homes4all*) al fine di svolgere un confronto tra le stesse analizzando le loro similitudini e differenze.

4.1 Caso A: Caballero Fabriek di Solar Green Point

Solar Green Point è una cooperativa olandese fondata nel 2011 da Stan Verheijen e Richard Bevelander. Gli iniziatori, entrambi attivi come imprenditori nel settore energetico ed in particolare solare, hanno dato origine a tale progetto con l'intento di rendere l'energia solare disponibile a tutti. Spinti dalla forte tendenza verso il finanziamento collettivo ma anche dal voler generare elettricità, che sia quanto più sostenibile e che porti meno danni all'ambiente, hanno fondato tale cooperativa che coinvolge diversi partecipanti nell'ottica che compiere operazioni in modo individuale risulta meno ottimale sia da un punto di vista tecnico che economico.

Durante gli anni *Solar Green Point* ha lanciato diverse iniziative di *crowdfunding* per realizzare pannelli solare sui tetti che vengono resi disponibili da chiunque ne abbia la possibilità e voglia collaborare alla tutela dell'ambiente.

Nel 2012, la cooperativa ha installato 1000 pannelli solari sul tetto del *Caballero Fabriek*, una vecchia fabbrica di sigarette, all'Aia²⁰⁴. Il progetto al *Caballero Fabriek* è il primo grande progetto collettivo solare dei Paesi Bassi interamente finanziato da 186 membri in

²⁰⁴ È una città dei Paesi Bassi che conta circa 545.000 abitanti, pur non essendo la capitale ufficiale dello Stato, riveste il ruolo che normalmente è proprio delle capitali, in quanto è sede del parlamento, del governo, del capo dello Stato (il sovrano dei Paesi Bassi) e di tutte le ambasciate straniere presenti nel paese. (Wikipedia, 2021).

4 mesi e l'importo totale dell'investimento è stato di circa 500.000 €. I partecipanti, nel momento in cui hanno preso parte alla campagna di *equity crowdfunding*, sono diventati membri di una cooperativa, che verrà automaticamente liquidata dopo 25 anni.

Tutta la potenza generata dai pannelli solari viene acquistata e immessa nella rete elettrica da Eneco²⁰⁵, società che si occupa di produrre e fornire energia a livello internazionale prestando particolare attenzione alle questioni ambientali. L'elettricità generata è sufficiente per fornire energia elettrica ad 80 famiglie e consente di ridurre le emissioni di CO2 di 133 tonnellate all'anno. Ogni anno Eneco paga i ricavi dei pannelli solari ai soci della cooperativa: ai partecipanti, che sono anche utenti di Eneco, viene data la stessa quantità di energia elettrica compresa nel loro contratto energetico con l'impresa mentre i partecipanti, che non sono clienti di Eneco, ottengono la liquidazione sulla base di un tasso medio di mercato.

4.1.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto

Porre in essere un'operazione di *equity crowdfunding* non è facile, le determinanti da tenere in considerazione sono varie e spesso complesse e non è neanche scontato che l'operazione vada a buon fine. *Solare Green Point*, mediante una *governance* ben definita, è riuscita ad intraprendere e portare a termine diversi progetti primo fra tutti il *Caballero Fabrick*.

L'impresa permette a chiunque, mediante il sito web, di segnalare un potenziale progetto la cui fattibilità sarà poi valutata da *Solar Green Point*. Nel caso del progetto in esame è stata la stessa fabbrica Caballero ad invitare la *Solar Green Point* ad avviare un collettivo solare sul tetto dell'edificio multi-aziendale. Nella realizzazione di questa iniziativa è stato decisivo anche il ruolo del governo, infatti il comune dell'Aia, tramite un contratto di locazione, ha reso disponibile il tetto dove *Solar Green Point* ha installato 1.000 pannelli solari nella primavera del 2013. La stretta collaborazione con ambasciatori locali e con il governo rappresenta uno dei punti di forza dell'operazione poiché, come è stato

²⁰⁵ Eneco è un'impresa fondata negli anni '90 e si occupa della produzione, trasporto e trading nazionale ed internazionale di energia. La produzione avviene mediante centrali elettriche alimentate dalla forza dell'acqua, dal vento e dal sole. (dal sito: <https://www.eneco.it/it/home.html>).

evidenziato precedentemente, le istituzioni sono fondamentali nell'attuazione delle campagne di *crowdfunding*.

La campagna di *equity crowdfunding* attuata per il progetto al Caballero non ha coinvolto banche o investitori istituzionali ma i pannelli solari sono stati pagati per intero da individui locali che hanno apportato capitali acquistando azioni. I 186 investitori finanziando il progetto sono diventati membri di una cooperativa; tale forma giuridica si adatta meglio alle attività di *Solar Green Point* e alla protezione dei suoi membri. Di conseguenza, tutti i partecipanti hanno la stessa voce in capitolo all'interno della cooperativa e hanno anche una tutela in termini di responsabilità. I promotori hanno un ruolo speciale, o meglio diritti speciali durante il mandato della cooperativa, infatti si occupano anche della nomina e revoca del consiglio (articoli 10 e 11 dello Statuto) e della modifica dello Statuto (Articolo 23 dello Statuto Sociale). Questo per poter continuare a garantire la continua esistenza della cooperativa.

I finanziatori, invece, spinti da un senso di tutela per l'ambiente e da una forte proiezione verso la sostenibilità e, allo stesso tempo, dal voler ottenere un rendimento economico sotto forma di risparmio sul costo dell'energia, hanno investito i loro soldi ricevendo di tanto in tanto un aggiornamento sullo stato di avanzamento del progetto fin quando quest'ultimo non è diventato attivo nel 2013.

La partecipazione al parco solare è ammortizzata sulla vita economica del progetto che varia sulla base del progetto stesso, ma solitamente è compresa tra 15 e 25 anni. Il diritto al ricavato è garantito fino a quando i pannelli solari sono operativi. Dal punto di vista tecnico la durata è di circa 30 anni, ma essa può dipendere anche dalla redditività economica dopo la scadenza del termine del progetto, dai permessi concessi, dal contratto di locazione del tetto o da eventuali diritti di locazione. È quindi del tutto possibile che il progetto continui a produrre energia solare anche dopo la scadenza del termine.

Un vantaggio che i finanziatori hanno ottenuto scegliendo di prendere parte all'iniziativa è legato al ritorno monetario, infatti dopo aver investito per la costruzione dei pannelli solari e apportando un contributo annuale per la manutenzione e la gestione, il costo dell'elettricità che consumano non varia nel tempo nonostante negli ultimi anni, i prezzi dell'elettricità al consumo sono aumentati in media del 4%, secondo *Statistics Netherlands*. Inoltre, tali costi totali sono aumentati ancora di più a causa dell'incremento della tassazione, pertanto attraverso questo investimento i *crowdfunders* hanno

conseguito un extra risparmio, in altre parole più aumentano i prezzi dell'elettricità, più aumenta il vantaggio per i partecipanti.

Oltre, alle scelte in termini di *governance*, *Solar Green Point* nel promuovere i progetti di *crowdfunding* riscontra successo per il principio intrinseco che permette a tutti coloro che ne prendono parte di contribuire ad un “mondo migliore” e di ottenere una bolletta energetica più bassa. Ma un ulteriore fattore abilitante è rappresentato dalla facilità con cui gli individui possono investire il loro denaro poiché come sottolinea la *mission* dell’impresa gli investitori utilizzano metodi ed accordi già esistenti risparmiando così molto tempo, in aggiunta tutta l’iniziativa, dall’acquisto di un pannello solare alla liquidazione della stessa energia solare, è stata gestita da *Solar Green Point* che in tale ambito presenta una solida e lunga esperienza.

4.1.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzata e linguaggio adoperato

Analizzando il progetto dal punto di vista tecnico, preme sottolineare che l’iniziativa al *Caballero Fabriek* è stata lanciata direttamente sul sito di *Solar Green Point*. Si tratta, infatti, di una forma di *crowdfunding* diretto che implica un non utilizzo di una piattaforma esterna per presentare l’iniziativa.

Solar Green Point può essere assimilata ad un portale specializzato in quanto le iniziative proposte sono tutte di natura sostenibile, o per essere più precisi molto simili a quella in esame. Infatti, sul sito web dell’impresa vengono visualizzati tutti i progetti proposti che prevedono la realizzazione di pannelli solari sui tetti delle piscine, dei municipi e dei palazzetti dello sport, ma anche degli ospedali, per esempio.

Tuttavia, nonostante il sito web funga da piattaforma per investire i propri capitali e diventare azionista tramite l’*equity crowdfunding*, *Solar Green Point* usufruisce di servizi accessori. Difatti il pagamento viene effettuato tramite *iDeal*, che mediante un trasferimento diretto *online* permette di effettuare pagamenti tramite *internet* in modo affidabile, sicuro e facile, quest’ultimi avvengono usando l’*app* dell’istituto bancario oppure utilizzando i servizi bancari *online*. Inoltre, il traffico dei pagamenti è stato esternalizzato alla società *Buckaroo*²⁰⁶. Si tratta di un fornitore di servizi di pagamento

²⁰⁶ Sito web: <https://buckaroo.eu/>

che consente in modo semplice di usare diversi metodi (ad esempio *iDeal*, *Bancontact*, *PayPal*, carte di credito, *Sofort*, pagamento posticipato ed altri) e allo stesso tempo fornisce altri servizi: dalla consulenza circa il pagamento da adoperare ai promemoria automatici di pagamento.

Una volta lanciata la campagna al Caballero, ribattezzata CabFab, è stata attiva sulla piattaforma per circa 4 mesi durante i quali i fondi ottenuti sono stati conservati in un conto di terze parti fino a quando non era stato raccolto denaro sufficiente per finanziare la costruzione dei 1000 pannelli.

La scelta di non adoperare un portale esterno ma di gestire direttamente l'operazione di *crowdfunding*, può essere intesa come una strategia aziendale da parte di *Solar Green Point*. Infatti, in tal modo l'impresa può avere un controllo più diretto sulla campagna, conoscendo in tempo reale il numero dei partecipanti che ne prendono parte. Al contempo tale scelta permette di godere anche dei vantaggi che derivano dall'utilizzo di una piattaforma specializzata, come enunciato nel capitolo precedente. Essendo proposti sul sito progetti molto simili tra loro, tutti i soggetti interessati a diventare azionisti di un'iniziativa sostenibile controllando sulla pagina web possono finanziare l'operazione che preferiscono, anche se in termini di *equity* non intercorre nessuna differenza. Infatti, se un particolare parco solare²⁰⁷ promosso da *Solar Green Point* è pieno in quanto è stato già raggiunto l'obiettivo preposto, i finanziatori interessati possono acquistare i pannelli solari situati in un altro luogo.

Per quanto concerne il linguaggio usato nella presentazione del progetto CabFab, possiamo notare la chiarezza e la semplicità con la quale vengono fornite le informazioni. Dopo una breve descrizione del promotore dell'iniziativa²⁰⁸ e dei progetti in fase di sviluppo, vengono presentati i dettagli tecnici relativi all'iniziativa in modo analitico e lineare e, usando un'impostazione quanto più schematica, vengono enunciati i dati più significativi.

Come dimostrato dalla letteratura (Lehner, 2013; Lindenberg e Steg, 2007; Allison et al., 2015), i fondatori per ottenere successo devono far leva sugli ideali sottostanti la campagna, in particolare nel caso preso in esame sul sito ritroviamo: "Questo progetto salva l'ambiente con 133 chili di emissioni di CO2 in meno e consente di risparmiare una

²⁰⁷ Con parco solare si intende le iniziative collettive lanciate da Solar Green Point.

²⁰⁸ Si fa riferimento alla stessa Solar Green Point.

media di € 200 sulla bolletta energetica”. In questo passaggio in modo molto sintetico e chiaro si coniugano entrambi i benefici raggiungibili: salvare l’ambiente e risparmiare sull’elettricità. In aggiunta, tutti i potenziali investitori sono interpellati attraverso delle domande dirette (ad esempio “cosa c’è di meglio di un nuovo modo di generare energia insieme?²⁰⁹”), tale tecnica di comunicazione permette di coinvolgere maggiormente i finanziatori e di familiarizzare meglio con la folla.

Un’altra caratteristica che può essere considerata rilevante al fine di fornire quanta più concretezza e precisione alla presentazione è l’inserimento sulla pagina *web* della mappa geografica. In questo modo tutti coloro che vogliono investire nel progetto hanno anche maggiori dettagli circa la localizzazione della Fabbrica.

Tuttavia, per l’operazione al Caballero non è stato realizzato un apposito *video pitch* ma sulla piattaforma di *Solar Green Point* è comunque presente un elaborato multimediale²¹⁰ della durata di circa un minuto. Il video graficamente e con facilità spiega come funziona l’impresa, dove sono collocati geograficamente i progetti, come si può prendere parte alle operazioni e quali sono i vantaggi per chi diventa azionista.

4.1.3 Analisi del contesto istituzionale

Dopo aver analizzato i dettagli più tecnici dell’operazione, è giusto focalizzarci anche sul ruolo delle istituzioni che come spiegato precedentemente possono influenzare la riuscita della campagna di *crowdfunding*.

Nel caso analizzato, appare rilevante la forte collaborazione che si è instaurata tra *Solar Green Point* e il governo, grazie alla quale la cooperativa può fornire un prodotto perfettamente integrato che l’ha resa *leader* nel campo delle cooperative solari nei Paesi Bassi.

Guardando alla situazione olandese in merito alla sostenibilità, si può facilmente riscontrare che rappresenta una tematica di grande rilevanza e, ad oggi, i Paesi Bassi sono un esempio da seguire circa la tutela dell’ambiente e l’interesse per il sociale. L’Olanda,

²⁰⁹ Tratto dal sito di presentazione della campagna di *crowdfunding*: https://www.solargreenpoint.nl/projects/41-caballero-fabriek#project_information

²¹⁰ Disponibile a questo link: <https://www.youtube.com/watch?v=e8JgzMEL3f8>

infatti, si colloca, come emerge dal Ranking della sostenibilità sviluppato da Rebeco²¹¹ al decimo posto su centocinquanta Paesi.

Il Paese può essere considerato all'avanguardia in termini di innovazione e ricerca scientifica a sostegno delle operazioni *green*. La sostenibilità è intesa come un vero e proprio modello di sviluppo economico da seguire in cui l'impatto ambientale è fondamentale. Pertanto, si può facilmente evincere la centralità delle istituzioni affinché gli obiettivi prefissati, per danneggiare il meno possibile l'ambiente, per creare delle città quanto più sostenibili, per fronteggiare il problema climatico, siano raggiunti.

La questione più rilevante affrontata dall'Olanda è proprio la riduzione delle emissioni di CO₂. Innanzitutto, il governo ha investito nei trasporti, causa principale di tali emissioni, riuscendo ad ottenere un passaggio ai gas naturali e ad altri combustibili sostenibili, inoltre si evince anche una forte importanza attribuita alle macchine elettriche. In aggiunta, per ridurre in modo sempre più drastico le emissioni di CO₂, appare ancora più rilevante, il supporto che i governi forniscono ai cittadini per riuscire a risparmiare sul costo dell'energia elettrica ed investire in modo intelligente le loro risorse. L'Olanda promuove, appunto, l'installazione dei pannelli solari sia privatamente, ottenendo dei vantaggi in termini di finanziamento, ma anche mediante la partecipazione alle cooperative solari come il caso di *Solar Green Point*.

In questo contesto, i soggetti che prendono parte alle iniziative godono di diverse detrazioni fiscali e del cosiddetto *Postcode Rose* (PCR), ovvero uno sconto sull'imposta prevista dal governo olandese sull'energia. Questo schema si applica ai piccoli consumatori che possiedono congiuntamente un impianto di produzione sostenibile nel quartiere e che risiedono nei codici postali a quattro cifre assegnati. Praticamente, si trattava di uno sconto di 7,5 centesimi per chilowattora prodotti fino al primo gennaio 2016 e di 9 centesimi per chilowattora prodotti dopo il primo gennaio 2016. Questo sconto viene detratto dalla compagnia energetica dalla liquidazione annuale per i soci della cooperativa.

Inoltre, i progetti attuati da *Solar Green Point* godono anche di sussidi comunali, provinciali o nazionali dei quali i partecipanti possono beneficiare per ottenere maggiore elettricità generata oppure per pagare un prezzo minore l'azione acquistata.

²¹¹ <https://www.rebeco.com/it/punti-di-forza/investimenti-sostenibili/country-ranking/>

In conclusione, da questa breve analisi si può notare l'importanza che hanno le istituzioni e quanto sono orientate alla sostenibilità. Tale caso pratico, dimostra, però che nonostante l'Olanda sia fortemente proiettata verso la tutela ambientale e verso la risoluzione delle questioni in materia sostenibile, continuano ad essere realizzate campagne di *crowdfunding* sostenibile e che queste possono fornire ausilio nel passaggio ad un'economia sempre più *green*. Infatti, l'*equity crowdfunding* diventa un valido strumento per la realizzazione di pennelli solari collettivi, come è avvenuto per il CabFab, poiché consente alle organizzazioni di finanziare e costruire infrastrutture locali di energia rinnovabile attraverso i contributi della comunità locale di interesse o geografia, che vede un impatto a lungo termine dall'adozione di determinate tecnologie. Al contempo, grazie agli incentivi proposti dal governo i finanziatori saranno maggiormente propensi a prendere parte a queste iniziative.

4.2 Caso B: Green Energy Sharing di Ges Site Zero Srl

Ges Site Zero Srl è una *startup* innovativa italiana nata con lo scopo di facilitare l'investimento collettivo per produrre energia rinnovabile mediante il finanziamento di appositi impianti. Fondata dagli imprenditori Johnny Lodo e Carlo Alfano, nel 2019 hanno lanciato la loro prima campagna di *equity crowdfunding* chiusa con grande successo superando anche l'obiettivo prefissato di 60.000 €. Il progetto *Green Energy Sharing* era stato costituito con l'intento di permettere a chiunque volesse di apportare capitali da usare per la produzione di energie rinnovabili mediante la costruzione di grandi impianti fotovoltaici o eolici. Tale iniziativa ha permesso di raccogliere 1.021.400€, un risultato molto più alto di quanto previsto dei fondatori. I 60 partecipanti hanno sottoscritto in media 17.000€ a testa anche se l'investimento minimo consentito era di 250€.

A quasi due anni dalla chiusura di suddetta campagna, i promotori hanno dichiarato di aver usato il capitale raccolto per l'acquisto di due impianti fotovoltaici. Tra l'altro, sulla scia della grande riuscita della prima operazione, oggetto di tale elaborato, hanno posto in essere un'ulteriore iniziativa di *equity crowdfunding* che terminerà a fine Maggio 2021 con l'intento di raccogliere risorse a sufficienza per acquistare altri 4 impianti. Si tratta di attrezzature di produzione di energia già attive poiché, come spiegato dai fondatori, investire in impianti già incentivanti risulta essere più sicuro e redditizio. Tali impianti

presentano delle ottime e consolidate aspettative di ritorno economico che permettono quindi di minimizzare i rischi connessi all'investimento. Questo tipo di scambio appartiene al cosiddetto "mercato secondario" dal momento che prevede l'incontro tra la domanda di coloro che oggi vogliono investire nel settore delle rinnovabili e l'offerta promossa da coloro che vogliono smobilizzare il loro investimento avvenuto in passato. Gli investitori che prendono parte a questa campagna di *equity crowdfunding* otterranno il diritto di partecipare ai ricavi derivanti dalla vendita dell'energia prodotta dall'impianto, in proporzione alla quota acquistata. In aggiunta, l'operazione ha una durata prevista di 14 anni dal termine della campagna, quindi attesa per il 2033, e pertanto il ritorno sull'investimento è dato dalla distribuzione dei dividendi generati dalla redditività degli impianti e non da un evento di *exit*²¹².

4.2.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto

Il progetto *Green Energy Sharing* è stato possibile grazie all'utilizzo dell'*equity crowdfunding* che, a sua volta, ha permesso di investire in un settore, quello delle rinnovabili, prima accessibile solo ai grandi investitori e ai fondi di investimento. L'attività di raccolta dei capitali tramite tale forma di finanziamento è considerata molto sicura e consente, oltre ad assicurarsi un ritorno economico "di tutto rispetto", di sostenere delle nobili cause.

La struttura adottata dall'impresa in termini di *governance* appare al quanto innovativa poiché fornisce ai finanziatori l'opportunità di sottoscrivere tipologie di azioni diverse. L'operazione prevede 4 differenti categorie di quote che garantiscono altrettanti rendimenti. Le quote B sono dedicate ai cosiddetti primi investitori ovvero coloro che investiranno nel progetto entro pochi giorni dall'inizio della campagna, tale quota garantisce il massimo rendimento all'interno al progetto ma ha una disponibilità limitata dato che ha lo scopo di premiare i *early adopter*. Le quote C, acquistabili una volta scaduto il termine per le precedenti, sono destinate a coloro che investono un ammontare superiore a 6000€. Mentre le quote D e E spettano rispettivamente a chi investe tra 1500€ e 6000€ e chi apporta un capitale minore di 1500€. Le quote C, D e E differiscono anche per il rendimento corrisposto. Le quote sono strutturate in tal modo per poter premiare i

²¹² Un evento di exit è inteso come un accadimento economico, stabilito dalle parti coinvolte, che fa scattare il diritto ad uscire dall'investimento, tipici eventi di exit sono casi di fusione e acquisizione.

soggetti che ripongono fiducia nell'iniziativa apportando ingenti capitali ma anche per tutelare i piccoli investitori che finanziano il progetto con un budget più basso.

L'utile che ogni investitore riceverà, in base alla quota posseduta, è calcolato mediante un meccanismo che ha l'intento di incoraggiare i primi adottanti e la community di sostegno.

Un ulteriore fattore che rivela il successo dell'iniziativa è dato dai rendimenti piuttosto certi e solidi che si possono ottenere. Infatti, come già precedentemente spiegato, i fondatori avevano dichiarato di investire le risorse raccolte in impianti già avviati scelti in relazione allo storico di produzione. Solitamente si tratta di attrezzature con una produzione stabile, un rischio ridotto e che rispettano i requisiti imposti dalla legge.

Il vantaggio di aver investito in tale progetto deriva anche dagli incentivi promossi dal GSE (Gestore dei Servizi Energetici), ovvero contributi finanziari per kWh di energia prodotta durante un determinato arco temporale (solitamente 20 anni), variabile a seconda della dimensione o tipologia di impianto. Tale incentivo sulla produzione ha l'intento di stimolare l'installazione di impianti con l'effetto e il vantaggio di garantire un minor tempo di recupero dei costi dell'impianto stesso o capitale iniziale di investimento più un successivo guadagno.

Infine, la campagna in esame si distingue da altre simili operazioni sia per gli *asset* scelti (impianti già consolidati), sia per i rendimenti prevedibili accentuati dagli incentivi ma anche per l'*exit strategy* promossa, vale a dire che una volta terminati gli incentivi ci sarà stato tutto il tempo di rientrare dall'investimento e di realizzare un profitto. Accanto al beneficio economico, dato da un ROI medio atteso del 18% annuo per le persone fisiche tenendo in considerazione la detrazione fiscale del 40%²¹³ sulla somma investita, essendo GES una startup innovativa, i finanziatori promuovono anche un mercato etico improntato sulla tutela del pianeta e la riduzione di CO2.

In conclusione, un'altra condizione favorevole che deriva dal finanziamento di tale progetto è data dalla semplicità dell'operazione. Infatti, i soci non dovranno occuparsi di nessuna mansione operativa poiché tutte le operazioni di gestione e manutenzione saranno gestite da GES. Gli azionisti, in aggiunta, godranno di grande trasparenza grazie alla creazione e alla realizzazione di un'apposita piattaforma che gli consentirà di

²¹³ Facendo riferimento alla manovra finanziaria del 2019.

monitorare il rendimento del loro investimento e di conoscere gli aggiornamenti e le novità circa la produzione dell'energia degli impianti.

4.2.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzato e linguaggio adoperato

Passando ora ad un'analisi più tecnica, occorre porre attenzione sulla piattaforma usata per promuovere il progetto *Green Energy Sharing*. I fondatori hanno scelto *Opstart*²¹⁴, un portale italiano di *equity crowdfunding* che si occupa di aiutare le *startup* innovative e le piccole e medie imprese (PMI) nella raccolta di capitali *online*. Tale piattaforma non è specializzata nel sostenere esclusivamente iniziative di carattere sostenibile ma si occupa di aiutare tutte le imprese innovative, infatti *Opstart* si pone come punto di incontro tra l'innovazione, gli innovatori che lanciano una nuova proposta e gli investitori che apportano capitali e credono nel successo dell'operazione.

Su tale portale, pertanto, sono presentate diverse operazioni riguardanti i più svariati campi, dal settore medico al settore immobiliare; in ogni caso si tratta di tutte iniziative accumulate da una forte spinta innovatrice e da un alto potenziale di crescita. Nonostante tale sito non sia specializzato nel “*green*”, ha permesso la realizzazione di diversi progetti di natura sostenibile, come quello oggetto di tale analisi, in aggiunta operazioni di tale tipologia sono state portate a compimento anche con grande successo.

La scelta di una piattaforma non specializzata si pone in contrapposizione con quanto precedentemente affermato e con quanto promosso dalla letteratura, secondo la quale un portale che propone solo iniziative *green*, permette alle stesse di ottenere una migliore riuscita dato che non vengono sopraffatte da progetti di diversa natura che possono garantire più alti ritorni economici.

Tuttavia, il vantaggio offerto da *Opstart* può essere legato alla *mission* promossa ovvero di selezione idee innovative, tra le quali, senza dubbio, rientrano i progetti sostenibili. Pertanto, i finanziatori che si ritrovano su tale piattaforma saranno guidati da un forte senso di cambiamento e saranno aperti alle novità. In aggiunta, il sito consente di filtrare i progetti e visualizzare quelli appartenenti ad uno specifico settore tra i quali compare anche “*green economy*”.

²¹⁴ <https://www.opstart.it/>

Dal punto di vista dei fondatori, la scelta di una piattaforma generica può essere data dalla convinzione di ottenere maggiore visualizzazione poiché *Opstart* raggiunge maggiori utenti, non solo quelli fortemente orientati alla tutela ambientale e sociale. Pertanto, se pure non in linea con la ricerca della letteratura, scegliere una piattaforma non specializzata si è rilevato per il progetto *Green Energy Sharing* ugualmente un fattore di successo.

Per quanto concerne il linguaggio utilizzato per la presentazione dell'iniziativa possiamo notare la chiarezza e la precisione usata dai promotori. Infatti, innanzitutto su *Opstart* troviamo le informazioni principali fornite in modo schematico e sintetico per poi approfondire il progetto mediante una descrizione più dettagliata. Viene presentata l'idea, l'innovazione intrinseca e una chiara spiegazione del mercato di riferimento per permettere ai finanziatori di capire meglio in cosa si va ad investire e perché può essere considerata un'operazione redditizia. Appare interessante sottolineare come i fondatori cercano di enfatizzare i vantaggi generati, a tal proposito utilizzando delle immagini che, senza dubbio, catturano maggiormente l'attenzione di tutti i soggetti che si ritrovano sul sito, e creando un'apposita sezione denominata "i benefici di chi diventa socio" hanno l'intento di convincere quanti più utenti ad investire nella loro idea.

In aggiunta, per estrema precisione e trasparenza sono messi a disposizione dei *crowdfunder* diversi documenti²¹⁵: *business plan*, atto costitutivo e statuto dell'impresa, visura e documenti di offerta.

Un ulteriore elemento rilevante nella presentazione della campagna di *Green Energy Sharing* è un video in cui i fondatori si presentano e spiegano le caratteristiche della loro iniziativa.

Il video, dalla durata di 1.27 minuti, è costituito da un discorso tenuto dai due promotori i quali con semplicità e chiarezza descrivono come sarà articolata la campagna, quali sono i benefici in termini economici ma anche ambientali che derivano da quest'ultima e fanno poi leva maggiormente sul fatto che la possibilità di entrare in tale mercato, etico e sicuro, grazie alla loro idea è data anche ai piccoli investitori. Vale la pena notare che il video presenta poche immagini in quanto è riservato per gran parte all'esposizione sintetica e necessaria da parte degli iniziatori.

²¹⁵ Si tratta di documenti presenti sul sito di *Opstart* per presentare l'iniziativa di *equity crowdfunding* e sono disponibili a tutti i soggetti registrati sulla piattaforma.

4.2.3 Analisi del contesto istituzionale

Dopo aver descritto il progetto di *Green Energy Sharing* dal punto di vista tecnico, possiamo focalizzarci brevemente sul ruolo rivestito dalle istituzioni e come queste si pongono nei confronti della sostenibilità. L'iniziativa è stata lanciata in Italia su una piattaforma di *equity crowdfunding* italiana.

Come già spiegato nel capitolo 2²¹⁶, la sostenibilità nel nostro Paese sta prendendo lentamente piede attraverso l'attuazione di norme volute dell'Unione Europea e dal rispetto degli obiettivi di carattere sostenibili e sociale oggetto di diverse riforme sia nazionali che internazionali.

Per essere più precisi e per capire meglio come l'Italia opera nel contesto dell'energia rinnovabile, dobbiamo ricordare che risale al 2009 l'entrata in vigore del cosiddetto "Piano 20-20-20", ovvero un insieme di misure istituite con l'intento di ridurre le emissioni di gas a effetto serra e aumentare la quota delle energie rinnovabili. Negli ultimi anni si sono susseguite una serie di disposizioni volte a promuovere la produzione e l'uso di energia rinnovabile, l'ultima in ordine cronologico, il cosiddetto Piano Nazionale Integrato Energia e Clima (PNIEC), prevede che entro il 2030 almeno il 30% dell'energia consumata in Italia derivi da fonti rinnovabili.

Ma ancor più importanti risultano essere gli incentivi pubblici per l'installazione di impianti di produzione di energia rinnovabile, come nel caso dell'operazione analizzata. Infatti, il Conto Energia, introdotto con il Decreto legislativo 387/2003, incentiva la costruzione di impianti fotovoltaici dando una somma di denaro a tutti coloro che, sfruttando l'energia solare, producano elettricità.²¹⁷

Come già evidenziato in precedenza, l'operazione attuata da GES gode degli incentivi promossi dal governo che rappresentano un fattore essenziale poiché induce maggiormente gli individui ad apportare capitali e allo stesso tempo fornisce più sicurezza agli stessi dato che gli incentivi sono erogati su un periodo di vent'anni, quindi un arco temporale abbastanza lungo da consentire ai finanziatori di rientrare dal loro investimento.

²¹⁶ Per esattezza nel paragrafo 2.1.1

²¹⁷ Dall'articolo "Energie rinnovabili in Italia: normativa, incentivi, fonti e vantaggi" di Gianluigi Torchiani, 14 Aprile 2020. (disponibile: <https://www.lumi4innovation.it/energie-rinnovabili-normativa-incentivi-fonti/>)

Come spiegato precedentemente, l'influenza delle istituzioni rappresenta un elemento da tenere in considerazione quando si pone in essere un'iniziativa di *crowdfunding* e a maggior ragione se questa è incentrata sulla sostenibilità. Pertanto, si può ritenere che il progetto *Green Energy Sharing* abbia ottenuto un alto risultato proprio perché promosso in Italia. Il nostro Paese, infatti, nonostante continui a muoversi nella direzione "giusta" promuovendo l'importanza della tutela ambientale e, nello specifico, diffondendo la necessità di ridurre le emissioni di CO₂, risulta ancora lontano dagli obiettivi stabiliti, nonché, arretrato rispetto ai *leader* europei.

4.3 Caso C: Homes4all

Homes4all è un'operazione di *equity crowdfunding* avviata dall'omonima società *benefit*²¹⁸ fondata, a sua volta, da altre due imprese: *Brainscapital*²¹⁹, una società di consulenza per le startup e le attività imprenditoriali e per lo sviluppo di progetti tanto innovativi quanto complessi, e *Homers*²²⁰, una società benefit composta da architetti, ingegneri ed esperti del settore immobiliare.

Homes4all S.r.l è una startup innovativa costituita con l'intento di acquistare e gestire immobili per sopperire all'emergenza abitativa. La società, che può essere considerata un veicolo operativo per aiutare tutti coloro che perdono la casa, consente a soggetti privati apportando capitali sia di investire nel settore immobiliare ma anche di collaborare ad un progetto di natura sociale e di valorizzare il proprio territorio. Infatti, l'iniziativa prova ad unire l'*housing* sociale e il mercato immobiliare. Come spiegato dai promotori, le persone che si trovano in una situazione economica critica, accentuata dalla crisi sanitaria scaturita dalla diffusione del Coronavirus, corrisponde, stando ai dati²²¹ del 2020, al 58% delle

²¹⁸ "Le Società Benefit (SB) rappresentano un'evoluzione del concetto stesso di azienda: integrano nel proprio oggetto sociale, oltre agli obiettivi di profitto, lo scopo di avere un impatto positivo sulla società e sulla biosfera". Dal sito di informazione sulle Società benefit curato da B Lab e AssoBenefit. (<https://www.societabenefit.net/cosa-sono-le-societa-benefit/>)

²¹⁹ "Brainscapital è una società di consulenza per l'accompagnamento di attività imprenditoriali e per lo sviluppo di soluzioni per progetti innovativi e sfidanti nata nel 2013. Brainscapital, grazie alle importanti esperienze operative, consulenziali e gestionali dei suoi partner, nonché alla preziosa rete di contatti e di partnership con società ed enti in vari settori, accompagna, con progetti di sviluppo, sia le società in start up sia realtà consolidate in cerca di un cambiamento positivo di crescita." dal sito: <https://www.brainscapital.it/>

²²⁰ Homers è una società che fornisce supporto per progettare soluzioni abitative personalizzate ed economiche. Nata nel 2014 a Torino dalla fusione della società di progettazione TRA e la Fondazione Benvenuti in Italia, si occupa, infatti, di individuare immobili e riprogettarli costituendo cohousing ecologiche e belle. Sito ufficiale: <https://homers.co/>

²²¹ Nel 2020, in seguito alla pandemia le famiglie che riversano in condizione economiche negative si attestano al 58% (prima della pandemia 46%), quindi circa 6 famiglie su 10 non riescono ad arrivare a fine mese (Fonte: Studio

famiglie italiane. Di conseguenza questo allarmante ampliamento della popolazione che vive in una condizione di vulnerabilità in termini economici e sociali, impatta negativamente anche sull'edilizia residenziale pubblica in quanto lo Stato non riesce a garantire a tutte queste famiglie il diritto all'abitazione.

Il progetto *Homes4all* è nato dalla partecipazione ad un bando di concorso pubblico promosso nel 2019 dal Dipartimento per la funzione pubblica in cui, attraverso il Fondo per l'innovazione sociale, si richiedeva la selezione di progetti innovativi in ambito sociale con l'obiettivo di promuovere nuovi modelli per soddisfare i bisogni della società. L'idea alla base di *Homes4all* ha ottenuto un alto favore tanto che il progetto è stato ritenuto meritevole di finanziamento e, pertanto, ha ricevuto dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri 150 mila euro, a valere sul Fondo per l'Innovazione Sociale, per la realizzazione di uno studio di fattibilità.

Pertanto, per ridurre l'emergenza abitativa generando un forte impatto sociale sul territorio, è stata lanciata nel 2020 la prima operazione di *crowdfunding* dell'impresa, denominata "Homes4All- a Torino il diritto all'abitazione si innova", sulla piattaforma Lita Italia. Tale progetto di finanza ad impatto sociale, promosso dalla città di Torino, ha riscontrato grande successo, difatti ha raccolto in due mesi 400.000€, superando l'obiettivo di 100.000€, e ha coinvolto 77 investitori.

Questi capitali sono stati utilizzati per acquistare i primi immobili che verranno donati alle famiglie che vivono in una condizione di disagio abitativo e per pagare i costi di ristrutturazione collegati agli stessi. Con lo scopo di proseguire la loro attività, i fondatori hanno intrapreso una nuova campagna di *crowdfunding* che terminerà il 31/06/2021, grazie alla quale vogliono incrementare le acquisizioni immobiliari e coprire i costi connessi all'attività posta in essere, ovvero le spese sostenute dal Fondo per l'innovazione sociale, quelle relative all'Ufficio trading immobiliare che si occupa della ricerca di opportunità immobiliari per *Homes4All* o per i suoi soci ed infine le spese legate ai servizi sociali forniti da *Homes4All* per agevolare l'inserimento dei nuclei beneficiari nelle abitazioni.

4.3.1 Approfondimento delle caratteristiche del progetto

"Emergenza Covid 19: gli italiani tra fragilità e resilienza finanziaria", Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria, Luglio 2020). In aggiunta, nel 2019 si registrano 2495 famiglie sfrattate a Torino, il 10% in più rispetto al 2018. (Fonte: XVI Osservatorio condizione abitativa 2019, comune Torino).

La campagna di *equity crowdfunding* ha permesso ad *Homes4all* di raccogliere i capitali necessari per intraprendere e portare a termine il progetto sociale ideato.

Innanzitutto, appare interessante spiegare come opera la società in modo da far emergere l'innovazione sottostante alla stessa. Infatti, *Homes4all* in un primo momento ricerca le opportunità immobiliari (acquisizioni immobiliari), una volta trovate, queste vengono acquistate direttamente dalla società oppure dai soci. Dopo che sono state acquisite, l'impresa, se richiesto, si occupa della ristrutturazione e riqualifica delle abitazioni per poi trovare l'inquilino che merita di godere di tale beneficio. Inoltre, gli inquilini vengono assistiti nelle pratiche contrattuali e ottengono sostegno con percorsi di accompagnamento sociale per 18 mesi dall'inserimento nell'immobile. Un'ulteriore pratica condotta da *Homes4all* è la gestione degli immobili, ovvero, invece di acquistare delle case, la società può prendere in gestione delle abitazioni che i soci hanno a disposizione e vogliono affittare. Questa diversa attività ha lo scopo, tramite servizi aggiuntivi, di aumentare la fiducia dei proprietari degli immobili rispetto ai locatori.

Come si può facilmente evincere, l'idea di base del progetto analizzato è di agire per risolvere, o almeno ridurre, il problema abitativo, di promuovere la rigenerazione urbana mettendo in contatto tra loro gruppi di investitori privati e l'offerta di immobili.

Pertanto, passando ora ad esaminare gli investitori privati che hanno preso parte all'iniziativa di *equity crowdfunding*, si può dire che sono guidati sia da motivazioni altruistiche, vale a dire il voler fare del bene alla società, ma sono anche spinti dalla possibilità di ottenere un vantaggio in termini economici. Ciò, infatti, è confermato dalle testimonianze dei *crowfunder* presenti sulla piattaforma²²², dalle quali emerge che tali soggetti hanno investito capitali perché in linea con gli ideali dei fondatori, per la solidità manifestate dall'iniziativa, nonché per la rilevanza sociale del progetto e la sua profittabilità.

I finanziatori possono in questo modo entrare nel mercato immobiliare che, senza lo strumento del *crowdfunding*, era accessibile esclusivamente ai grandi investitori. I soci, apportando anche 500€ (l'importo minimo che può essere investito), avranno il diritto a ricevere dividendi e a godere degli incentivi fiscali previsti per le *startup* innovative. Il progetto presenta diverse categorie di quote societarie che, di conseguenza, attribuiscono

²²² Le testimonianze sono disponibili a questo sito: <https://it.lita.co/it/projects/28-homes4all>

ai soci vantaggi differenti. Le quote D spettano ai soggetti che investono da 500€ a 9.999,99€ e godono di diritti patrimoniali e speciali quali diritto di recesso, co-vendita e accesso al servizio di gestione immobile. La seconda categoria, quote C, è attribuita agli investitori che apportano da 10.000€ a 49.999,99€ e permette di ottenere i medesimi diritti dei soci appartenenti al gruppo precedente, con la differenza che nei diritti speciale rientra anche la prelazione su opportunità immobiliari e nel caso della sottoscrizione di finanziamenti fruttiferi. Infine, l'ultima categoria, quote B, aggiunge ai diritti patrimoniale e speciali, anche questi estesi per comprendere la nomina di un membro del CdA e la liquidazione preferenziale sul proprio investimento, anche quelli amministrativi. Tale beneficio compete a coloro che investono un ammontare superiore a 50.000€.

Un elemento rilevante da non trascurare nell'analizzare l'iniziativa di *Homes4all* è che la *startup*, grazie al Fondo Innovazione Sociale della Presidenza del Consiglio dei Ministri, non ha costi di gestione per i primi 3 anni, in questo modo anche i rischi connessi all'investimento possono essere diversificati. In altre parole, i soldi raccolti saranno nella totalità utilizzati per acquistare gli immobili che potranno rappresentare una forma di garanzia reale, riducendo il rischio intrinseco a qualunque investimento di *equity*.

Per quanto concerne gli incentivi fiscali, la normativa italiana permette alle persone fisiche che investono nel capitale di rischio di una società o startup innovativa di godere di una detrazione dall'imposta IRPEF del 30% di quanto investito, tale agevolazione quindi rappresenta, senz'altro un valido motivo che induce i finanziatori, come sempre si può evincere dalle testimonianze lasciate sul sito, ad investire.

4.3.2 Analisi tecnica: piattaforma utilizzata e linguaggio adoperato

Dopo l'approfondimento della campagna di *equity crowdfunding* promossa da *Homes4all*, possiamo analizzare il progetto dal punto di vista tecnico. L'iniziativa è stata lanciata il 30 Ottobre 2020 sulla piattaforma di Lita.co Italia²²³. Si tratta di un portale di *equity crowdfunding* specializzato, in quanto permette il finanziamento solo di progetti che possono generare un impatto positivo sia sociale che sostenibile. La *mission* della piattaforma, quindi, è quella di indirizzare gli investimenti degli individui verso quelle iniziative volte a ridurre le disuguaglianze sociali e a garantire una tutela ambientale. In

²²³ <https://it.lita.co/it>

aggiunta, come già precedentemente spiegato, gli imprenditori sociali con idee innovative, quale può essere considerata anche *Homes4all*, fanno difficoltà a trovare capitali perché vengono messi da parte dalla forma di finanziamento tradizionale a causa della difficoltà nel valutare la loro redditività. Da ciò deriva lo scopo di Lita: far riacquistare la fiducia dei cittadini negli investimenti definiti “*impact*”²²⁴.

Pertanto, tale portale seleziona solo i progetti di natura sostenibile e sociale che ritiene meritevoli di finanziamento. Le iniziative solitamente vengono scelte sulla base degli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) stabili dall’ONU, ovvero Lita tende a scegliere le operazioni orientate verso uno o più dei 17 SDG. Nel caso della campagna in esame, si può notare che *Homes4all* contribuisce al raggiungimento di ben 5 dei 17 obiettivi: SDG 1: lotta alla povertà, SDG 3: salute e benessere per tutti e per tutte le età; SDG 4: educazione di qualità, equa e inclusiva; SDG 8: crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, lavoro dignitoso per tutti; SDG 11: città e comunità inclusive, sicure e sostenibili.

La scelta di utilizzare una piattaforma che, come Lita, consente di coniugare la possibilità di un ritorno economico e l’opportunità di sostenere i temi sociali e sostenibili si è rivelata per *Homes4all* un fattore di successo. Infatti, come enunciato nel capitolo 2, promuovere i progetti in materia sostenibile su portali specializzati è senza dubbio un elemento che può portare ad una migliore riuscita dell’operazione. In effetti, su tali piattaforme saranno presenti iniziative della medesima natura, di conseguenza non saranno oscurate da progetti di settori diversi che possono essere ritenuti più redditizi, in aggiunta i finanziatori che si ritroveranno sul sito saranno guidati da ideale altruistici e da un forte senso di rispetto per il territorio e l’ambiente. Essendo gli utenti di Lita spinti da tali ragioni appare più chiaro come *Homes4all* sia riuscita a coinvolgere ben 77 persone e sia riuscita ad ottenere i capitali necessari.

Passando ora alla presentazione della campagna, è interessante sottolineare che anche in questo caso il linguaggio adottato è chiaro e preciso. In primo luogo, viene presentata l’impresa, il suo modello di business, il contesto in cui opera e da dove è nato il progetto per poi fornire le informazioni più strettamente connesse all’operazione di *equity crowdfunding*: le quote disponibili, i diritti ottenibili dall’investimento e il ritorno economico derivabile.

²²⁴ Si intendono tutti i progetti che generano un impatto sociale e ambientale positivo.

Come affermato precedentemente, secondo la letteratura la comunicazione con i potenziali finanziatori deve essere semplice e lineare, cercando di far leva sui valori sottostanti all'iniziativa e di familiarizzare con la folla. I fondatori di *Homes4all* seguono, appunto, tali suggerimenti, soprattutto grazie alle numerose testimonianze che vengono riportate. Queste rappresentano un elemento non trascurabile in quanto permettono di attirare maggiormente l'attenzione di tutti coloro che visitano il sito e danno rilievo alle motivazioni che hanno spinto i soggetti ad investire, quest'ultime a loro volta, attraverso un effetto, che potremmo definire di "passaparola", possono coinvolgere altre persone. Inoltre, ritroviamo in modo sintetico altre informazioni inerenti alla campagna che consentano agli investitori di capire con facilità i vantaggi e i rischi connessi alla stessa. A completamento della presentazione, oltre a diversi documenti quali business plan, visura, atto costitutivo, statuto e documento informativo, troviamo diverse foto del team di *Homes4all* e un video.

Il video, dalla durata di più di 2 minuti, spiega l'idea di base e come funziona l'impresa, inoltre mostra le immagini degli immobili da acquistare e la loro relativa ristrutturazione. In tal modo, i finanziatori percepiscono una forte credibilità e trasparenza in merito al progetto. Nella rappresentazione, parte del team di *Homes4all* in modo semplice e con estrema chiarezza enfatizza la replicabilità del progetto su scala nazionale a sostegno della solidità e della imminente diffusione della loro iniziativa di *housing* sociale. In aggiunta, i promotori approfondiscono il problema dell'emergenza abitativa, quindi fanno maggiormente leva sulla componente sociale dell'operazione e lasciano in secondo piano la possibilità di guadagno che si può ottenere. Anche questa scelta, come quella della piattaforma specializzata, si colloca perfettamente in linea con quanto ritenuto essenziale dalla letteratura per ottenere successo nell'attuazione di campagne sostenibili di *equity crowdfunding*.

4.3.3 Analisi del contesto istituzionale

L'ultimo aspetto da considerare è il contesto istituzionale in cui *Homes4all* opera in quanto quest'ultimo, come già evidenziato, ha un'incidenza sulla riuscita dell'iniziativa. L'operazione, intrapresa nel nostro Paese, ha un'impronta tutta italiana e si adatta pienamente alle esigenze, o per meglio dire, ai problemi, quale l'emergenza abitativa,

dell'Italia. Infatti, il progetto in esame è stato lanciato per ovviare al disagio che permane nella città di Torino ma può essere replicato su scala nazionale. A dimostrazione di ciò, l'iniziativa è stata avviata recentemente anche nella città di Genova.

L'importanza delle istituzioni non è da tralasciare, in effetti la Città di Torino è il principale *partner* della campagna, nonché beneficiario del contributo del Fondo per l'innovazione sociale che *Homes4all* ha ottenuto.

Passando ad analizzare il ruolo che il sociale riveste in l'Italia, preme evidenziare che il benessere sociale, l'uguaglianza tra i cittadini, il rispetto ma anche l'etica stanno assumendo una valenza sempre maggiore. I temi rilevanti connessi al sociale sono promossi dall'ONU mediante i 17 SDG, tra i quali primeggiano la riduzione delle disuguaglianze, la sconfitta della povertà e della fame e l'assicurare la salute ed il benessere. Tali obiettivi, accanto a quelli dedicati alla tutela ambientale, sono tutti volti a garantire migliori condizioni di vita ai cittadini.

In Italia, sono stati recepiti con grande interesse e non sono mancati gli interventi del governo al fine di provvedere al loro raggiungimento. Con tale scopo, è stata istituita, a Maggio 2020, la Cabina di regia "Benessere Italia" in modo da coordinare e migliorare le politiche che hanno l'obiettivo di assicurare il benessere dei cittadini. Inoltre, un altro provvedimento che va sempre in questa direzione è l'introduzione dello sviluppo sostenibile nelle scuole e nelle università per preparare anche i giovani al cambiamento. L'iniziativa di *Homes4all* si colloca perfettamente nel contesto italiano in cui i problemi strettamente connessi alla società non sono pochi, e spesso, come nel caso del problema abitativo, lo Stato non riesce a risolverli. In effetti, per quanto le istituzioni provino a garantire ai cittadini il benessere, la tutela e i diritti previsti dalla Costituzione italiana, frequentemente il sistema fallisce. Quindi, coerentemente con quanto evidenziato dalla letteratura sul tema, la campagna di *crowdfunding* analizzata riscontra successo perché opera in un contesto in cui i problemi sociali sono rilevanti ma anche perché, nonostante l'Italia cerchi di farsi promotrice di determinate tematiche, appare ancora arretrata. Tra l'altro la situazione pandemica che ha colpito il nostro Paese ha, senz'altro, accentuato le situazioni di disagio che già ricoprivano un ruolo non trascurabile.

4.4 Confronto tra *case studies*: similitudini e differenze

I casi presentati e analizzati nel seguente capitolo rappresentano un esempio concreto di campagne di *equity crowdfunding* in materia di sostenibilità ambientale, *Caballero Fabriek* e *Green Energy Sharing*, e sociale, *Homes4all*. L'analisi proposta ha messo in luce le principali caratteristiche di tali operazioni e ha evidenziato la coerenza e/o le eventuali discordanze con quanto sostenuto dalla letteratura sul tema.

Quindi, dopo aver effettuato la presentazione degli elementi rilevanti circa il funzionamento del progetto, la descrizione della piattaforma utilizzata, lo studio del linguaggio adoperato e un *focus* sul Paese ospitante e sull'orientamento delle sue istituzioni, possiamo in quest'ultimo paragrafo confrontare i *case studies* con l'intento di rintracciare le similitudini, nonché le differenze che intercorrono tra essi.

Per quanto concerne i due progetti di carattere sostenibile, *Caballero Fabriek* e *Green Energy Sharing*, questi presentano la stessa idea di fondo: la realizzazione di impianti di produzione di energia che consentano la riduzione di CO₂. Nonostante la componente sostenibile sia la medesima, le due iniziative si distinguono in merito al ritorno economico. Nel primo caso, infatti, i finanziatori possono beneficiare di una riduzione sul costo dell'elettricità pari a quanto prodotto tramite i pannelli solari (ovviamente in relazione a quanti capitali ognuno ha apportato), mentre, nel caso di *Green Energy Sharing*, gli investitori otterranno un rendimento pari alla quota investita. In aggiunta, anche la struttura societaria è diversa: nel primo caso, *Caballero Fabriek*, è stata costituita una cooperativa, volta quindi ad attirare l'attenzione delle persone locali, nel secondo caso invece, i partecipanti diventano azionisti della società (*Ges Site Zero Srl*) e ciò può essere considerato un ulteriore motivo che induce i soggetti ad investire.

Con riferimento alla piattaforma adoperata, il progetto olandese non ha adottato un portale esterno, mentre l'iniziativa italiana ha scelto una piattaforma esterna ma non specializzata in materia sostenibile. Entrambe le scelte sono in disaccordo con quanto sostenuto dalla letteratura (Horisch e Tenner, 2020), secondo la quale una piattaforma specializzata dovrebbe essere preferita, ma come evidenziato, i progetti hanno ottenuto entrambi un buon risultato. In effetti, in termini di risorse raccolte *Green Energy Sharing* risulta nettamente superiore, al contempo il progetto al CabFab ha coinvolto più soggetti. Ciò può essere dovuto a due aspetti diversi. In primo luogo, GES²²⁵ è stato presentato su *Opstart* una piattaforma nota e che ha molti utenti, quindi nonostante sia generica e il

²²⁵ Green Energy Sharing.

numero di investitori spinti da ideali sostenibili è minore, questi hanno finanziato il progetto apportando più alte somme di capitale. Viceversa, l'iniziativa *Caballero Fabriek*, proposta sul sito di *Solar Green Point*, ha attirato più finanziatori, 186, e per di più persone locali, che come dimostrato anche dalla più bassa cifra raccolta, sono guidati oltre che dai valori di tutela ambientale dal forte senso di comunità, tipico delle cooperative energetiche. Queste, infatti, sono associazioni di attori locali che lavorano insieme per sviluppare progetti di energia rinnovabile con l'obiettivo di promuovere l'uso di fonti energetiche rinnovabili e di produrre in modo decentralizzato l'energia su piccola scala.

Passando ora al linguaggio utilizzato, si può notare che tutti e tre i *cases* sono in linea con la letteratura rilevante sul tema (Parhankangas e Renko, 2017). Difatti, come spiegato nel capitolo precedente, è fondamentale usare uno stile semplice e chiaro, spiegare il progetto enfatizzando i valori sottostanti ma allo stesso tempo mettere in luce la redditività e la solidità dell'investimento, il tutto familiarizzando il più possibile con la folla. Ognuna delle iniziative, con delle leggere differenze, ha adottato chiarezza ed estrema precisione nella presentazione dell'operazione in modo da trasmettere, mediante la comunicazione, sicurezza e fiducia e attirare e convincere quanti più utenti.

L'ultima campagna analizzata, *Homes4all*, che si distingue dalle precedenti per quanto concerne la natura, essendo di carattere sociale, è l'operazione che potremmo definire più coerente con gli studi sul tema. L'iniziativa, infatti, ha una *governance* ben strutturata, fa leva sulle motivazioni sociali degli individui, consente agli azionisti di godere di diritti amministrativi e non solo patrimoniali, inoltre la piattaforma prescelta, Lita, è specializzata in materia sostenibile e sociale e la presentazione è avvenuta rispettando quanto ritenuto fondamentale dalla letteratura. Di conseguenza, la differenza con le campagne di *crowdfunding* sostenibili intercorre per quanto riguarda la piattaforma usata: Lita, essendo un portale esterno, ha permesso ad *Homes4all* di ottenere molte visualizzazioni, come *Opstart* ha fatto con GES, ma di coinvolgere un più alto numero di soggetti in quanto è essa una piattaforma specializzata nel *social impact* e, quindi, tutti gli utenti iscritti sono propensi a sostenere tale causa.

L'ultimo aspetto da commentare è l'influenza delle istituzioni sulle campagne proposte. Come è emerso della letteratura (Butticè et.al, 2019), la relazione tra esse e il successo

del progetto è inversa, ovvero se le istituzioni sono fortemente orientate alla sostenibilità e al sociale allora le operazioni hanno minori probabilità di riuscita.

Per quanto riguarda i due progetti italiani, *Green Energy Sharing* e *Homes4all*, possiamo ritenere che tale rapporto è rispettato, infatti per quanto l'Italia recepisca disposizioni normative e attui riforme in materia sostenibile e sociale, gli obiettivi da raggiungere sono ancora alquanto lontani. Pertanto, promuovere operazioni con tali finalità nel nostro Paese appare vantaggio poiché, senza lo strumento dell'*equity crowdfunding*, potrebbe essere difficile per esse ottenere i capitali necessari, essendo le forme tradizionali di finanziamento meno propense a sostenerle.

Al contrario, CabFab è un'iniziativa promossa in Olanda che si può considerare uno dei Paesi più *green* e uno dei primi ad attuare il cambiamento volto a tutelare l'ambientale e il benessere dei cittadini. Pertanto, in questo contesto sembra fallire la relazione tra istituzioni e riuscita dell'operazione ipotizzata dalla letteratura. Tuttavia, nonostante l'iniziativa potesse trovare fondi altrove, ha comunque ottenuto successo coinvolgendo molti individui spinti dagli ideali sostenibili che tipicamente sollecitano gli olandesi in quanto sono da reputare "abituati" alla tutela dell'ambiente promossa fortemente dalle istituzioni.

In conclusione, le tre campagne di *equity crowdfunding* analizzate, se pur non appieno, rispettano le caratteristiche presentate precedentemente e ritenute dalla letteratura come fattori rilevanti per decretarne il successo. Inoltre, le leggere discordanze ci hanno permesso di dimostrare che nonostante ci possano essere delle linee guida di base che i fondatori possono seguire al fine di massimizzare il successo delle loro iniziative, se il progetto è articolato bene in termini di ideali promossi e di ritorno economico ottenibile, ugualmente avrà una buona riuscita, indipendentemente dalla piattaforma usata o dal Paese in cui è lanciata.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato di tesi ha lo scopo di indagare ed analizzare il *crowdfunding* con particolare riferimento alla sua rapida evoluzione e al ruolo sempre più predominante assunto dall'*equity crowdfunding* come strumento per il finanziamento di progetti di carattere sostenibile.

L'analisi condotta ha permesso di comprendere e approfondire questo nuovo ed alternativo meccanismo di finanziamento, focalizzando l'attenzione sulle sue potenzialità soprattutto nell'ambito dell'imprenditorialità *green* e ad impatto sociale. Infatti, l'*equity crowdfunding* è divenuto un mezzo efficace per sopperire alle mancanze dei canali tradizionali di finanziamento, ancor più per ovviare alle difficoltà economiche che riscontrano le iniziative sostenibili ritenute poco redditizie e più cariche di rischi.

Nella prima parte è stato presentato il *crowdfunding* sottolineando le sue peculiari caratteristiche che possono essere sintetizzate nel ricorso alla folla finanziatrice mediante l'utilizzo di internet. La novità è strettamente connessa alla rilevanza che la collettività riveste in quanto i *crowdfunder* scelgono liberamente quali operazioni supportare, di quale natura e quanto investire. Questa forma di "finanziamento dal basso", pertanto, consente ai piccoli investitori di entrare in quei mercati, una volta, riservati solo a chi poteva e voleva apportare ingenti capitali.

Successivamente, dopo aver evidenziato l'importanza che la sostenibilità sta assumendo in Europa e in Italia con l'introduzione di programmi dedicati, piani d'azione da seguire ed incentivi fiscali ed economici promossi per le imprese, sono stati analizzati i progetti finalizzati alla tutela ambientale e al benessere sociale. Lo studio compiuto ha evidenziato quali sono le caratteristiche che possono portare queste iniziative al successo. Le operazioni *green* e il cosiddetto *social impact* presentano dei tratti particolari che possono essere accentuati per coinvolgere molti più soggetti. Si è dimostrato che enfatizzare gli ideali e i valori alla base di tali iniziative può attirare maggior consenso e può accrescere il numero di investitori interessanti non solo al ritorno economico ma anche alla causa promossa. In aggiunta, si può affermare che vi sono altri aspetti evidenziati dalla letteratura i quali giocano un ruolo rilevante ma non essenziale. Infatti, gli studi svolti considerano la scelta di una piattaforma *online* totalmente dedicata alla sostenibilità e l'orientamento sostenibile delle istituzioni del Paese in cui il progetto è lanciato come

fattori in grado di favorire le campagne. Questi requisiti, come è emerso dall'analisi condotto su tre *case studies*, due di natura sostenibile (*Caballero Fabriek* e *Green Energy Sharing*) e uno ad impatto sociale (*Homes4all*), insieme all'adozione di un linguaggio chiaro e concreto possono massimizzare la riuscita dei progetti.

Le tre campagne di *equity crowdfunding* presentate nell'ultimo capitolo, *Caballero Fabriek*, *Green Energy Sharing* e *Homes4all* hanno permesso di dare concretezza allo strumento in esame e di evidenziare la validità delle analisi condotte dalla letteratura. I tre progetti, nonostante non rispettino del tutto i parametri predisposti dalla letteratura in termini di linguaggio da adoperare, piattaforma da usare e Paese in cui intraprendere l'operazione, hanno riscontrato ugualmente un grande successo. Ciò, pertanto, dimostra che tali connotazioni possono fungere da linee guida da seguire per massimizzare la riuscita delle iniziative ma non sono caratteristiche strettamente necessarie: se la campagna è ben strutturata in termini di valori promossi e di guadagno economico ottenibile riuscirà allo stesso modo a coinvolgere numeri soggetti e raccogliere i capitali di cui ha bisogno. Pertanto, a conclusione dell'analisi condotta si può affermare che l'*equity crowdfunding* è uno strumento utile affinché le iniziative in tema di sostenibilità ambientale e sociale trovino le risorse necessarie e che i fattori abilitanti per ottenere una migliore riuscita della campagna sono: i valori e gli ideali sottostanti, l'adozione di un linguaggio efficace, la scelta di una piattaforma specializzata ed infine l'orientamento sostenibile delle istituzioni. Queste caratteristiche non sempre sono presenti, seppur importanti, infatti in alcuni progetti supportati da una forte idea di base e un'iniziativa ben strutturata, come emerso dallo studio dei *case studies* presentati, possono configurarsi come non indispensabili.

BIBLIOGRAFIA

- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). The Geography of Crowdfunding. *National Bureau of Economic Research*. Published.
- Agrawal, A., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2014). Some Simple Economics of Crowdfunding. *Innovation Policy and the Economy*, 14(1), 63–97.
- Ahlers, G. K., Cumming, D. J., Guenther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39, 955–980.
- Aitamurto, T. (2011). The impact of crowdfunding on journalism. *Journalism Practice*, 5(4), 429–445.
- Allison, T. H., Davis, B. C., Short, J. C., & Webb, J. W. (2015). Crowdfunding in a Prosocial Microlending Environment: Examining the Role of Intrinsic versus Extrinsic Cues. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 53–73.
- Allison, T. H., McKenny, A. F., & Short, J. C. (2013). The effect of entrepreneurial rhetoric on microlending investment: An examination of the warm-glow effect. *Journal of Business Venturing*, 28(6), 690–707.
- A.M Siccardi, V. Vitali. (2018). *Crowdfunding e personal fundraising: la nuova frontiera del dono. Analisi, spunti e strumenti per pianificare una solida campagna di crowdfunding e personal fundraising*. EPC.
- Andreoni, J. (1990). Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm-Glow Giving. *The Economic Journal*, 100(401), 464.
- Austin, J., Stevenson, H., & Wei-Skillern, J. (2006). Social and Commercial Entrepreneurship: Same, Different, or Both? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(1), 1–22.

- Bartenberger, M., Leitner, P. (2013). *Crowdsourcing and crowdfunding: approaches to foster social innovation*. IADIS International Conference Web Based Communities and Social Media.
- Ben Slimane, F., & Rousseau, A. (2020). Crowdlending campaigns for renewable energy: Success factors. *Journal of Cleaner Production*, 249, 119330.
- Bento, N., Gianfrate, G., & Thoni, M. H. (2019). Crowdfunding for sustainability ventures. *Journal of Cleaner Production*, 237.
- Bi, S., Liu, Z., & Usman, K. (2017). The influence of online information on investing decisions of reward-based crowdfunding. *Journal of Business Research*, 71, 10–18.
- Bocken, N. (2015). Sustainable venture capital – catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647–658.
- Bretschneider, U., & Leimeister, J. M. (2017). Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding. *The Journal of Strategic Information Systems*, 26(4), 246–260.
- Brown H., Murphy, E. (2003). *The Financing of Social Enterprises: a Special Report by the Bank of England*. Bank of England, London.
- Butticè, V., Colombo, M. G., Fumagalli, E., & Orsenigo, C. (2019). Green oriented crowdfunding campaigns: Their characteristics and diffusion in different institutional settings. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 85–97.
- Butticè, V., Colombo, M. G., & Wright, M. (2017). Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 183–207.

- Calic, G., & Mosakowski, E. (2016). Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success. *Journal of Management Studies*, 53(5), 738–767.
- Caroli, M. (2017). *Economia e gestione delle imprese* (5th ed.). Mc Graw Hill Education.
- Chandra, Y. (2014). Toward a Meta-Linguistic Model of Social Entrepreneurship: Insights from Computational Linguistics. *Academy of Management Proceedings*, 2014(1).
- Chu, C. C., Cheng, Y. F., Tsai, F. S., Tsai, S. B., & Lu, K. H. (2019). Open Innovation in Crowdfunding Context: Diversity, Knowledge, and Networks. *Sustainability*, 11(1), 1–11.
- Cornelissen, J. P., & Clarke, J. S. (2010). Imagining and rationalizing opportunities: inductive reasoning and the creation and justification of new ventures. *Academy of Management Review*, 35(4), 539–557.
- Cumming, D. J., Leboeuf, G., & Schwienbacher, A. (2017). Crowdfunding cleantech. *Energy Economics*, 65, 292–303.
- De Luca, R. (2015). *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*. Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
- Dean, T. J., & McMullen, J. S. (2007). Toward a theory of sustainable entrepreneurship: Reducing environmental degradation through entrepreneurial action. *Journal of Business Venturing*, 22(1), 50–76.
- Diamantopoulos, A., Schlegelmilch, B. B., Sinkovics, R. R., & Bohlen, G. M. (2003). Can socio-demographics still play a role in profiling green consumers? A review

of the evidence and an empirical investigation. *Journal of Business Research*, 56(6), 465–480.

Dilger, M. G., Jovanović, T., & Voigt, K. I. (2017). Upcrowding energy co-operatives – Evaluating the potential of crowdfunding for business model innovation of energy co-operatives. *Journal of Environmental Management*, 198, 50–62.

Dillard, J. P., & Pfau, M. W. (2002). *The Persuasion Handbook: Developments in Theory and Practice* (1st ed.). Sage Publications, Inc.

Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior. *The Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.

Fedele, A., & Miniaci, R. (2010). Do Social Enterprises Finance Their Investments Differently from For-profit Firms? The Case of Social Residential Services in Italy. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(2), 174–189.

Gerber, E.M., Hui J.S., & Kuo, P. (2012). *Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms*. CSCW Workshop.

Giles, H., & Clair, R. S. N. (1985). *Recent Advances in Language, Communication, and Social Psychology (Routledge Library Editions: Sociolinguistics)* (1st ed.). Routledge.

Gleasure, R., & Feller, J. (2016). Does Heart or Head Rule Donor Behaviors in Charitable Crowdfunding Markets? *International Journal of Electronic Commerce*, 20(4), 499–524.

Gundry, L.K., Kickul, J.R., Griffiths, M.D., Bacq, S.C. (2011). Creating social change out of nothing: the role of entrepreneurial bricolage in social entrepreneurs' catalytic innovations. *Social and Sustainable Entrepreneurship*, 13(7), 1–24.

- Harbaugh, W. T., Mayr, U., & Burghart, D. R. (2007). Neural Responses to Taxation and Voluntary Giving Reveal Motives for Charitable Donations. *Science*, *316*(5831), 1622–1625.
- Harmon, R. R., & Cowan, K. R. (2009). A multiple perspectives view of the market case for green energy. *Technological Forecasting and Social Change*, *76*(1), 204–213.
- Hemer, J. (2011). *A snapshot on crowdfunding*. Econstor.
- Hervé, F., Manthé, E., Sannajust, A., & Schwienbacher, A. (2019). Determinants of individual investment decisions in investment-based crowdfunding. *Journal of Business Finance & Accounting*, *46*(5–6), 762–783.
- Hibbert, S. A., Hogg, G., & Quinn, T. (2005). Social entrepreneurship: understanding consumer motives for buying The Big Issue. *Journal of Consumer Behaviour*, *4*(3), 159–172.
- Hildebrand, T., Puri, M., & Rocholl, J. (2017). Adverse Incentives in Crowdfunding. *Management Science*, *63*(3), 587–608.
- Hörisch, J. (2015). Crowdfunding for environmental ventures: an empirical analysis of the influence of environmental orientation on the success of crowdfunding initiatives. *Journal of Cleaner Production*, *107*, 636–645.
- Hörisch, J. (2018). “Think big” or “small is beautiful”? An empirical analysis of characteristics and determinants of success of sustainable crowdfunding projects. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, *10*(1), 111–129.
- Hörisch, J. (2019). Take the money and run? Implementation and disclosure of environmentally-oriented crowdfunding projects. *Journal of Cleaner Production*, *223*, 127–135.

- Hörisch, J., & Tenner, I. (2020). How environmental and social orientations influence the funding success of investment-based crowdfunding: The mediating role of the number of funders and the average funding amount. *Technological Forecasting and Social Change*, *161*, 120311.
- Ibrahim, N., & Verliyantina. (2012). The Model of Crowdfunding to Support Small and Micro Businesses in Indonesia Through a Web-based Platform. *Procedia Economics and Finance*, *4*, 390–397.
- Jones, R. E., & Dunlap, R. E. (2010). The Social Bases of Environmental Concern: Have They Changed Over Time?1. *Rural Sociology*, *57*(1), 28–47.
- Kaminski, J., Hopp, C., & Tykvová, T. (2019). New technology assessment in entrepreneurial financing – Does crowdfunding predict venture capital investments? *Technological Forecasting and Social Change*, *139*, 287–302.
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, *59*(5), 2177–2210.
- Kim, M. J., & Hall, C. M. (2021). Do value-attitude-behavior and personality affect sustainability crowdfunding initiatives? *Journal of Environmental Management*, *280*, 111827.
- Kuckertz, A., & Wagner, M. (2010). The influence of sustainability orientation on entrepreneurial intentions — Investigating the role of business experience. *Journal of Business Venturing*, *25*(5), 524–539.
- Lam, P. T., & Law, A. O. (2016). Crowdfunding for renewable and sustainable energy projects: An exploratory case study approach. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, *60*, 11–20.

- Laurell, C., & Sandström, C. (2018). Comparing coverage of disruptive change in social and traditional media: Evidence from the sharing economy. *Technological Forecasting and Social Change*, *129*, 339–344.
- Laurell, C., Sandström, C., & Suseno, Y. (2019). Assessing the interplay between crowdfunding and sustainability in social media. *Technological Forecasting and Social Change*, *141*, 117–127.
- Lehner, O. M. (2013). Crowdfunding social ventures: a model and research agenda. *Venture Capital*, *15*(4), 289–311.
- Lehner, O. M., & Nicholls, A. (2014). Social finance and crowdfunding for social enterprises: a public–private case study providing legitimacy and leverage. *Venture Capital*, *16*(3), 271–286.
- Liere, K. D. V., & Dunlap, R. E. (1980). The Social Bases of Environmental Concern: A Review of Hypotheses, Explanations and Empirical Evidence. *Public Opinion Quarterly*, *44*(2), 181–197.
- Lindenberg, S., & Steg, L. (2007). Normative, Gain and Hedonic Goal Frames Guiding Environmental Behavior. *Journal of Social Issues*, *63*(1), 117–137.
- Lounsbury, M., & Glynn, M. A. (2001). Cultural entrepreneurship: stories, legitimacy, and the acquisition of resources. *Strategic Management Journal*, *22*(6–7), 545–564.
- Lozano, R. (2008). Envisioning sustainability three-dimensionally. *Journal of Cleaner Production*, *16*(17), 1838–1846.
- Manning, S., & Bejarano, T. A. (2016). Convincing the crowd: Entrepreneurial storytelling in crowdfunding campaigns. *Strategic Organization*, *15*(2), 194–219.

- Mohammadi, A., & Shafi, K. (2017). Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Business Economics*, 50(2), 275–287.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1–16.
- Mollick, E., & Nanda, R. (2016). Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts. *Management Science*, 62(6), 1533–1553.
- Navis, C., & Glynn, M. A. (2010). How New Market Categories Emerge: Temporal Dynamics of Legitimacy, Identity, and Entrepreneurship in Satellite Radio, 1990–2005. *Administrative Science Quarterly*, 55(3), 439–471.
- Navis, C., & Glynn, M. A. (2011). Legitimate Distinctiveness and the Entrepreneurial Identity: Influence on Investor Judgments of New Venture Plausibility. *Academy of Management Review*, 36(3), 479–499.
- Ortas, E., Burritt, R. L., & Moneva, J. M. (2013). Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good? *Journal of Cleaner Production*, 52, 272–280.
- Our Common Future*. (1987). Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo.
- Pacheco, D. F., Dean, T. J., & Payne, D. S. (2010). Escaping the green prison: Entrepreneurship and the creation of opportunities for sustainable development. *Journal of Business Venturing*, 25(5), 464–480.
- Pahlke, J., Strasser, S., & Vieider, F. M. (2015). Responsibility effects in decision making under risk. *Journal of Risk and Uncertainty*, 51(2), 125–146.

- Parhankangas, A., & Renko, M. (2017). Linguistic style and crowdfunding success among social and commercial entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 32(2), 215–236.
- Parkinson, C., & Howorth, C. (2008). The language of social entrepreneurs. *Entrepreneurship & Regional Development*, 20(3), 285–309.
- Pierrakis, Y. (2019). Peer-to-peer lending to businesses: Investors' characteristics, investment criteria and motivation. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 20(4), 239–251.
- Ridley-Duff, R. (2009). Co-operative social enterprises: company rules, access to finance and management practice. *Social Enterprise Journal*, 5(1), 50–68.
- Schaltegger, S. (2002). A Framework for Ecopreneurship. *Greener Management International*, 2002(38), 45–58.
- Schaltegger, S. (2010). A framework and typology of ecopreneurship: leading bioneers and environmental managers to ecopreneurship., *Developing Sustainable Entrepreneurship*, 75–94.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: categories and interactions. *Business Strategy and the Environment*, 20(4), 222–237.
- Schaper, M. (2010). *Making Ecopreneurs: Developing Sustainable Entrepreneurship (Corporate Social Responsibility)*(2nd ed.). Routledge.
- Schwartz, S. H. (2012). An Overview of the Schwartz Theory of Basic Values. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1).

- Schwienbacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *SSRN Electronic Journal*, 1–23.
- Seyfang, G., & Longhurst, N. (2013). Desperately seeking niches: Grassroots innovations and niche development in the community currency field. *Global Environmental Change*, 23(5), 881–891.
- Shepherd, D. A., & Patzelt, H. (2011). The New Field of Sustainable Entrepreneurship: Studying Entrepreneurial Action Linking “What is to be Sustained” with “What is to be Developed.” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 35(1), 137–163.
- Tenner, I., & Hörisch, J. (2021). Crowdfunding sustainable entrepreneurship: What are the characteristics of crowdfunding investors? *Journal of Cleaner Production*, 290, 125667.
- Testa, S., Nielsen, K. R., Bogers, M., & Cincotti, S. (2019). The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society. *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 66–73.
- “*The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report.*” (2020, April). Cambridge Centre for Alternative Finance.
- Thompson, N., Kiefer, K., & York, J. G. (2011). Distinctions not dichotomies: exploring social, sustainable, and environmental entrepreneurship. *Social and Sustainable Entrepreneurship*, 13, 201–229.
- Vasileiadou, E., Huijben, J., & Raven, R. (2016). Three is a crowd? Exploring the potential of crowdfunding for renewable energy in the Netherlands. *Journal of Cleaner Production*, 128, 142–155.

- Vismara, S. (2019). Sustainability in equity crowdfunding. *Technological Forecasting & Social Change*, 141, 98–106.
- Zahra, S. A., Wright, M., & Abdelgawad, S. G. (2014). Contextualization and the advancement of entrepreneurship research. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*, 32(5), 479–500.
- Zimmerman, M. A., & Zeitz, G. J. (2002). Beyond Survival: Achieving New Venture Growth by Building Legitimacy. *Academy of Management Review*, 27(3), 414–431.

SITOGRAFIA

<https://createyourcrowd.altervista.org/il-crowdfunding-storia-evoluzione-e-rapporto-con-il-web/> <https://www.campagnacrowdfunding.com/il-crowdfunding/>
<https://www.crowdfundingreport.it>
<http://www.socialimpactagenda.it/>
<https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>
https://www.solargreenpoint.nl/projects/41-caballero-fabriek#project_information
<https://www.lumi4innovation.it/energie-rinnovabili-normativa-incentivi-fonti/>
<https://www.societabenefit.net/cosa-sono-le-societa-benefit/>
<https://it.lita.co/it/projects/28-homes4all>

