



LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI – LUISS GUIDO CARLI

Dipartimento di Impresa e Management
Corso di Laurea Magistrale in Gestione d'Impresa
Cattedra in Analisi Finanziaria

L'importanza della sostenibilità per gli investitori nei progetti di crowdfunding

Prof.ssa Barbara Sveva Magnanelli

RELATORE

Prof. Francesco Paolone

CORRELATORE

Sara Silvestri

CANDIDATA

Matricola **726331**

Anno Accademico 2020 / 2021

INDICE

• Introduzione	3
• CAPITOLO 1: Il crowdfunding come mezzo alternativo di finanziamento	
1.1 Origini e diffusione del fenomeno	5
1.2 Definizione di crowdfunding	7
1.3 Tipologie di crowdfunding	10
1.3.1 Donation-based e Reward-based crowdfunding	10
1.3.2 Il Crowdlending: un metodo alternativo per i prestiti finanziari	13
1.3.3 Equity-based crowdfunding	17
1.3.4 Italian equity crowdfunding index	21
1.4 L’impatto del Covid-19 sull’equity crowdfunding	23
1.5 Il Crowdfunding nei mercati online di finanziamenti alternativi	24
1.6 Nuove forme emergenti di Crowdfunding	27
1.7 Regolamentazione del crowdfunding	32
1.7.1 Regolamentazione negli Stati Uniti	32
1.7.2 La Regolamentazione europea	34
1.7.3 Quadro normativo italiano	37
• CAPITOLO 2: La sostenibilità e gli investimenti sostenibili	
2.1 Nascita del concetto di sostenibilità	39
2.2 I tre pilastri della sostenibilità	41
2.2.1 La sostenibilità ambientale	44
2.2.2 La sostenibilità sociale	46
2.2.3 La sostenibilità economica	47
2.3 La definizione di sostenibilità secondo gli SDGs	48
2.4 Il green Deal Europeo verso un pianeta sostenibile	52
2.5 La sostenibilità aziendale	
2.5.1 ‘Corporate Social Responsibility’	54
2.5.2 Comunicare la sostenibilità: Il bilancio di sostenibilità	56
2.5.3 I ‘Global Reporting Initiative Standars’	59
2.6 Gli investimenti sostenibili	
2.6.1 La nascita degli investimenti socialmente responsabili	62
2.6.2 I criteri ESG	63
2.6.3 Finanza sostenibile e green bond	66
2.6.4 Strategie di investimento sostenibile	68

- **CAPITOLO 3: L'importanza della sostenibilità nei progetti di crowdfunding per gli investitori**

3.1 Obiettivo dell'analisi	74
3.2 Ipotesi	75
3.3 Metodologia di raccolta dati	76
3.4 Analisi delle variabili	
3.4.1 Variabili indipendenti	78
3.4.2 Variabile dipendente: stato di successo dei progetti	80
3.5 Analisi del campione	
3.5.1 Metodologie di analisi	81
3.5.2 La regressione Logit	81
3.5.3 Statistica descrittiva	83
3.5.4 T test two sample	85
3.5.5 Matrice di correlazione delle variabili	87
3.6 Risultati della regressione	89
3.6.1 Analisi delle variabili di controllo	91
3.7 Discussione	91
• Conclusione	95
• Limiti del modello e ricerche future	96
• Bibliografia	98
• Sitografia	101
• Riassunto	103

Introduzione

La ricerca è incentrata sullo studio della sostenibilità come elemento di attrazione per gli investitori, ed in particolare come criterio di scelta per questi ultimi nel finanziamento di progetti di crowdfunding.

Come primo passo, nella tesi si è affrontato il fenomeno del crowdfunding come mezzo alternativo di finanziamento, per chiarire le dinamiche di questa nuova fonte di finanziamento vantaggiosa per start-up e imprenditori nelle fasi di avvio dei loro progetti. Successivamente ci si è concentrati su cosa si intende per sostenibilità, su come questo tema sia diffuso e posto come obiettivo primario dalle maggiori istituzioni internazionali e su come si muovono le aziende, il mercato finanziario e gli investitori nei confronti delle tematiche sostenibili.

Per quanto riguarda il crowdfunding, nel primo capitolo si è parlato di come il fenomeno sia nato, a cominciare da eventi che già nel secolo precedente rappresentavano forme di finanziamento dal basso, per poi arrivare alla nascita delle prime vere piattaforme di crowdfunding nel 2005, come 'Produzioni dal basso' e poi tutte le altre, come Kickstarter o Indiegogo. Si è inoltre parlato delle differenti tipologie di crowdfunding che si sono sviluppate, a partire dai modelli di donazione e i modelli basati su premi, che non garantiscono un rendimento monetario, fino a modelli di equity crowdfunding e lending che invece sono basati su un ritorno finanziario per gli investitori. Si è visto come il fenomeno del crowdfunding sia in espansione, quali sono le prospettive future e quali sono le forme emergenti o ibride che si stanno affermando come il civic crowdfunding, il corporate crowdfunding, il real estate crowdfunding, l'energy crowdfunding ecc.

Il fenomeno del crowdfunding risulta essere, dunque, abbastanza recente e 'nuovo' e sta diventando sempre più uno strumento molto utile per tutte le piccole imprese e gli imprenditori che vogliono lanciare i loro progetti. Sembra che questo strumento possa colmare il divario di finanziamenti per start-up e piccole imprese nelle fasi iniziali di avvio, quando hanno difficoltà nel reperire finanziamenti tradizionali. Nonostante l'importanza che sta acquisendo nei mercati online di finanziamenti alternativi, per quanto riguarda la regolamentazione del crowdfunding non si è ancora arrivati ad un punto di standardizzazione delle regole, che sono differenti da paese a paese causando disagi e ponendo limiti all'utilizzo ottimale delle piattaforme. Solo quest'anno dovrebbe entrare in vigore un regolamento a livello europeo che garantisca un migliore utilizzo di questo mezzo di finanziamento alternativo.

Nel secondo capitolo, si è affrontato il tema della sostenibilità. La prima introduzione del concetto di sostenibilità si è avuta nel rapporto Brundtland nel 1987 in cui si parlò di sviluppo sostenibile come "uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri." A seguire negli anni, l'importanza del concetto di sostenibilità è emerso da una serie di altre convenzioni e sotto forme di obiettivi come gli SGD, che rappresentano i 17 obiettivi sostenibili di riferimento per chi intende perseguire pratiche sostenibili. La sostenibilità è stata interpretata nella visione dei tre pilastri ovvero, sostenibilità ambientale, economica e sociale: il concetto fondamentale che risulta dalla

nozione di sostenibilità è quello di preservare l'ambiente e le risorse naturali, garantendo allo stesso tempo una crescita economica, senza mettere a rischio il pianeta e migliorando le condizioni di vita di tutti nell'ambito del sociale. Al giorno d'oggi tenere conto delle tematiche sostenibili nelle proprie attività e nelle aziende è apparso come punto fondamentale e come strategia di successo a lungo termine. Di fondamentale importanza, allo stesso tempo, è la comunicazione delle pratiche sostenibili e della strategia sostenibile messa in atto agli stakeholder ed in particolare agli investitori. Si è visto come gli investitori tengano particolarmente in considerazione dell'aspetto sostenibile quando valutano gli investimenti: si sono sviluppate delle vere e proprie strategie di investimento sostenibile e i cosiddetti criteri ESG come parametro per confrontare la sostenibilità nelle imprese. Anche i mercati finanziari si stanno dirigendo verso la finanza sostenibile, con strumenti come i green bond.

Dopo aver inquadrato le tematiche del crowdfunding e della sostenibilità, è stata effettuata un'analisi empirica con l'obiettivo di dimostrare l'importanza della sostenibilità per gli investitori nei progetti di crowdfunding. Si è scelto di utilizzare il crowdfunding in quanto, oltre alle caratteristiche vantaggiose già descritte, è considerato uno strumento che può essere di supporto soprattutto per gli imprenditori sociali, le cui iniziative sono prese meno in considerazione dai finanziatori tradizionali; inoltre, si ritiene che siano proprio i piccoli imprenditori e le start-up a portare idee innovative nel campo della sostenibilità ed avere un ruolo importante nella transizione verso pratiche più sostenibili. In questo contesto, il crowdfunding ha del potenziale per supportare le iniziative sostenibili. Ciò che si vuole verificare è che effettivamente gli investitori/finanziatori dei progetti siano maggiormente propensi a supportare iniziative sostenibili.

L'analisi è stata impostata nel seguente modo: è stato creato un database formato da 1274 progetti di crowdfunding, raccolti dalla piattaforma Kickstarter; tutti i progetti sono stati analizzati dettagliatamente, attraverso la loro descrizione, per poter stabilire quali potessero essere orientati a tematiche sostenibili.

Alla fine della prima analisi qualitativa si è ottenuta una prima selezione di progetti di crowdfunding orientati a tematiche sostenibili, che sono stati poi suddivisi nuovamente sulla base della categoria di sostenibilità a cui fanno riferimento (sostenibilità ambientale, sociale ed economica).

Essendo Kickstarter un modello 'all-or nothing', cioè un modello di crowdfunding in cui solo se si raggiunge l'obiettivo di finanziamento prestabilito il progetto avrà successo, si è andato ad analizzare lo stato di successo dei progetti con orientamento sostenibile, per capire se l'elemento sostenibilità realmente influenzasse in modo positivo il successo dei progetti e si potesse considerare un elemento di attrazione per gli investitori. Per fare ciò, è stata effettuata un'analisi statistica di regressione che ha verificato le 4 ipotesi proposte dal nostro studio:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

CAPITOLO 1: Il crowdfunding come mezzo alternativo di finanziamento

1.1 Origini e diffusione del fenomeno

La nascita del fenomeno del crowdfunding può essere considerata relativamente recente, a partire dal primo decennio degli anni 2000. La sua diffusione non è stata un fenomeno ‘disruptive’ nei confronti dei metodi tradizionali di finanziamento, ma al contrario è nato come un metodo di finanza alternativo e in particolare reso possibile grazie all’avvento di Internet e al progresso di servizi e portali web.

Nonostante sembra essere abbastanza recente, il fenomeno del crowdfunding in realtà non è un concetto del tutto nuovo. Nella storia si sono individuati degli eventi specifici che sono stati considerati come forme primarie di quello che poi sarebbe diventato il crowdfunding.

Alcuni autori, infatti, considerano come primo progetto finanziato tramite crowdfunding quello di una band anglosassone nel 1997. Nel febbraio di quell’anno, i fan dei Marillion scoprirono che la rock band britannica non sarebbe stata in grado di andare in tournée negli Stati Uniti a causa del fallimento della loro etichetta discografica statunitense. Molti fan rimasero delusi e alcuni sostenitori suggerirono su una scheda di messaggistica online di raccogliere fondi per portare la band negli Stati Uniti.

Mentre c'era una forte risposta spontanea online, gli stessi membri della band sentivano che l'hype generato sarebbe svanito presto e che i costi del tour all'estero sarebbero stati un duro ostacolo.

Tuttavia, man mano che arrivarono più contributi da più luoghi nel mondo dal Nord America, dal Sud America, dall'Europa e fino all'Australia, la band iniziò a prendere le cose sul serio e iniziò a pianificare nuovamente la tournée e fu nominato un super fan e amico Jeff Woods per supervisionare la raccolta fondi.

I contributi dei fan online sono riusciti a raccogliere \$ 60,000 per il loro tour e per ringraziare i contribuenti dei fondi, i Marillion inviarono 1.000 copie autografate di un CD dal vivo registrato durante il tour negli Stati Uniti. Questo fenomeno rivoluzionario a quel tempo è servito come precursore di quello che oggi conosciamo come crowdfunding, ed è stato il primo esempio di finanziamento dal basso grazie all’utilizzo di una piattaforma digitale.

Andando ancora indietro nel tempo, un altro fenomeno che viene considerato come precursore del fenomeno, è stato il finanziamento del piedistallo della Statua della Libertà, precisamente nel 1885. La Statua, che venne donata dai Francesi, non aveva un piedistallo e mancavano le risorse necessarie per la sua costruzione. Dopo vari tentativi di raccolta andati male, un editore di un noto giornale, J. Pulitzer, decise di pubblicare sul suo quotidiano i nomi dei cittadini e anche le annotazioni riguardanti l’origine del risparmio che ogni donatore metteva a disposizione. Con questa strategia si raggiunse in pochi mesi la somma di \$ 102.000, necessaria per il piedistallo, con più di 120.000 donatori, il che significava che ciascun donatore avesse messo a disposizione meno di un dollaro. L’idea di Pulitzer ebbe un grande successo permettendo la realizzazione del piedistallo e, anche se all’epoca non c’era ancora il potente mezzo di Internet per diffondere e incentivare i cittadini alla donazione, la sua strategia può essere paragonata ad una forma di ‘Civic Crowdfunding’, di cui parleremo a breve e che consiste essenzialmente nel finanziamento da parte dei cittadini di un progetto di pubblico interesse. La particolarità dell’annotazione inserita dall’editore su ciascun donatore ricorda molto i commenti

dei finanziatori sulle piattaforme odierne relativi ai progetti di crowdfunding e che hanno un ruolo molto importante per la fiducia e il successo dei progetti.

Solo nei primi anni del 2000, in realtà, si può considerare la nascita vera e propria del crowdfunding, quando iniziarono a nascere portali web dove i risparmiatori potevano erogare piccole quantità di risorse.

Uno dei primi portali ad aprire è stato 'Produzioni dal Basso' e dal nome è chiara la sua origine tutta italiana: il portale è stato lanciato nel 2005 e ha dato il via ufficiale al concetto di finanziamento dal basso tramite piattaforma di crowdfunding.

C'è voluto qualche anno prima che le piattaforme di crowdfunding iniziassero a diffondersi in maniera rilevante: nel 2008 è stata lanciata la piattaforma 'Indiegogo' e nel 2009 la piattaforma leader americana 'Kickstarter'. Il loro lancio è stato l'inizio vero e proprio dell'utilizzo delle piattaforme di crowdfunding a livello globale.

I successi maggiori che si ottennero nei primi anni dell'utilizzo di questa nuova tipologia di raccolta di capitali sono stati:

- L'iniziativa del Louvre che nel 2010 lanciò una campagna di crowdfunding chiamata 'Tous Mecens' su un sito internet creato appositamente con l'obiettivo di raccogliere fondi l'acquisto del quadro "Le tre grazie"; la campagna riuscì a raccogliere 1 trilione e 200 mila euro da 700 donatori che, in cambio, potevano vedere il loro nome tra la lista dei mecenati del museo.
- La campagna elettorale di Barack Obama, nel 2008, che chiese di finanziare tramite un portale web e che raccolse 55 milioni di dollari in un solo mese.

La diffusione del fenomeno di crowdfunding nel contesto internazionale ha registrato un'iniziale diffusione negli Stati Uniti e in Australia e successivamente ha avuto il suo sviluppo in maniera significativa anche in Europa e Asia. Dal 2012 in poi c'è stato sempre più un forte incremento del suo utilizzo a livello globale.

Il 2014 segna l'anno in cui vi è stata una crescita esponenziale del fenomeno e della sua espansione.

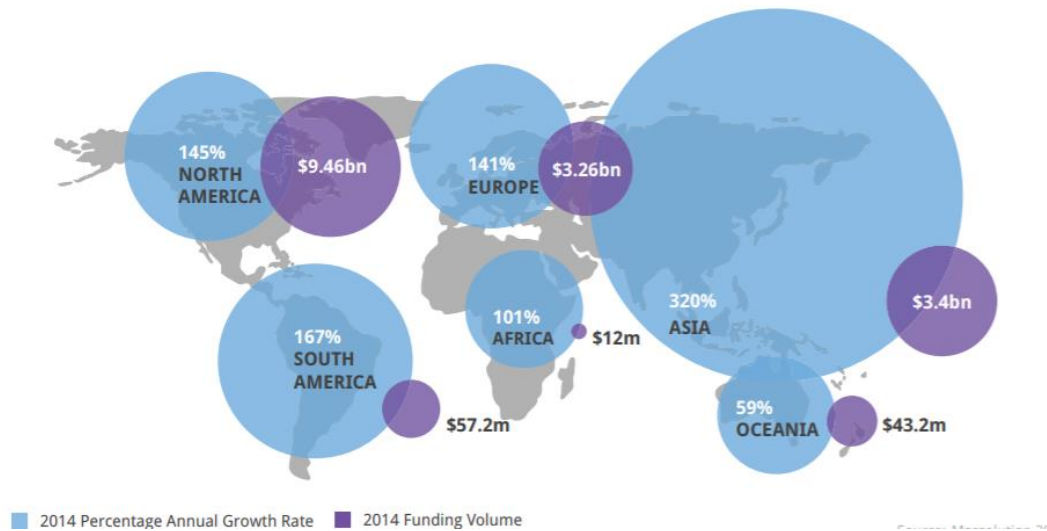
Secondo il Crowdfunding Industry report 2015, se si considerano i volumi di risorse finanziarie raccolte dai portali di crowdfunding, in particolare considerando 1250 piattaforme in tutto il mondo, i risultati dal 2014 segnano un trend di crescita esponenziale con una raccolta di risorse finanziarie di circa 16,2 miliardi di dollari nel 2014, con un incremento del 167% rispetto al 2013, il cui raccolto è stato di 6,1 miliardi di dollari. Nel 2015 il capitale raccolto ha più che raddoppiato la cifra dell'anno precedente superando la soglia di 34 miliardi di dollari.

Il Nord America detiene la leadership di mercato nella raccolta di capitale, mentre l'Asia si trova al secondo posto con un incremento del 320% nel 2014, superando così l'Europa. Facendo un resoconto dei volumi di capitali raccolti nel 2014, rispetto al 2013, e tenendo conto della divisione geografica e poi per tipologia di crowdfunding, il Crowdfunding Industry Report 2015 riporta i seguenti risultati (**Fig.1**):

- Nord America: raccolti 9,46 miliardi di dollari, con una crescita rispetto all'anno precedente del 145%
- Asia: raccolti 3,4 miliardi di dollari, con una crescita rispetto all'anno precedente del 320%

- Europa: raccolti 3,26 miliardi di dollari, con una crescita rispetto all'anno precedente del 141%
- Sud America: crescita del 167%
- Oceania: crescita del 59%
- Africa: crescita del 101%

Fig.1: Tasso annuo percentuale di crescita e volumi raccolti divisi per regioni nel 2014



Fonte: Massolution 2015CF

1.2 Definizione di Crowdfunding

Il crowdfunding è emerso come un metodo alternativo sempre più popolare e praticabile per finanziare una varietà di iniziative (Belleflamme, Lambert e Schwienbacher, 2013). Nell'ultimo decennio, il fenomeno del crowdfunding ha colmato una parte significativa del divario nel finanziamento di venture finance.

Nelle prime fasi, è stato utilizzato prevalentemente per finanziare iniziative artistiche e creative; a seguito è emerso come un mezzo per raccogliere capitali a sostegno di innovazioni, idee imprenditoriali e start-up.

La popolarità del crowdfunding ha portato alla proposta di un'ampia varietà di definizioni: dopo un'analisi delle molteplici definizioni di maggiore rilievo che risultano dalla letteratura accademica, l'articolo di Hossain, Mokter and Oparaocha, Gospel Onyema (2017) propone una definizione che racchiude gli aspetti più significativi del fenomeno analizzato:

‘Il crowdfunding è un metodo di finanziamento, basato su Internet, per la realizzazione di un'iniziativa attraverso contributi distribuiti online e micro-sponsorizzazioni, sotto forma di impegni di piccole somme monetarie da parte di un ampio pool di persone, in un lasso di tempo limitato. È il finanziamento di un compito, un'idea o un progetto facendo un invito aperto al finanziamento, principalmente attraverso le tecnologie Web 2.0, in modo che i finanziatori possano donare, pre-acquistare un prodotto, prestare o investire in base alla loro fede in un appello, alla promessa del suo fondatore e/o all'aspettativa di un ritorno.’

Per comprendere il funzionamento di questo metodo innovativo di raccolta fondi bisogna cominciare dall'analisi degli attori e degli elementi principali che fanno parte del crowdfunding.

C'è sempre un fondatore, il 'founder', che consiste nella persona o nell'organizzazione che decide di avviare la campagna di raccolta fondi su una piattaforma, con uno scopo preciso. Nella terminologia del crowdfunding il fondatore può essere chiamato anche 'iniziatore' o 'ricevitore'.

Il secondo attore fondamentale è il finanziatore, il 'funder', cioè l'individuo che si impegna a sostenere finanziariamente un'iniziativa di crowdfunding, e che in cambio del suo apporto monetario può ricevere un rendimento tangibile, come un prodotto o un ritorno sull'investimento, o (nelle tipologie definite 'filantropiche' come il donation-based crowdfunding) nessun rendimento tangibile. Nell'ultimo caso citato il finanziatore viene chiamato donatore, mentre negli altri casi, in base alla tipologia di investimento che la piattaforma concede, si può definire prestatore, investitore, cliente ecc.

L'elemento principale grazie al quale è possibile effettuare campagne di crowdfunding è la piattaforma stessa: è basata su Internet ed è utilizzata dai fondatori come portale per mostrare un'idea della campagna e comunicare le informazioni relative al progetto, fornendo descrizioni dettagliate, immagini, audio e video, opzioni di impegno, lunghezza del progetto, oltre ai dettagli sul fondatore e altre informazioni specifiche.

Grazie alla piattaforma, il fondatore può lanciare la campagna, 'campaign', che consiste in una chiamata aperta per ottenere finanziamenti, durante un periodo di tempo specificato, e durante il quale vi è la possibilità di un'interazione efficiente tra il fondatore e i potenziali finanziatori che possono confrontarsi riguardo richieste e preoccupazioni, oltre alla possibilità di fornire aggiornamenti e feedback.

L'ultimo elemento da considerare è la soglia di investimento, l' 'investment threshold', che rappresenta l'importo obiettivo che la campagna si prefigge di raggiungere e che determina effettivamente il successo o il fallimento di una campagna. Il raggiungimento della soglia di investimento desiderata rappresenta in alcuni casi la condizione necessaria per avviare realmente un progetto; questo modello viene definito 'All-or-Nothing' (tutto o niente) e sta a indicare che, nel caso in cui non si raggiunga l'importo desiderato, i fondi raccolti verranno restituiti ai finanziatori e il progetto non andrà in porto. La campagna avrà successo esclusivamente se l'importo viene raggiunto. L'altro modello, meno diffuso, è definito 'Keep-it-All', in cui il fondatore ha l'accesso ai fondi raccolti anche quando non si ottiene l'importo di fondi sperato.

Per spiegare come si sviluppa un progetto di crowdfunding, possiamo sintetizzarlo nella seguente maniera: l'iniziatore, o il fondatore, comunica la sua idea attraverso l'utilizzo di Internet, e nel presentare alla folla la sua idea, può includere documenti scritti e supporti audio/video, in modo che i potenziali finanziatori possano comprendere l'idea al meglio delle loro capacità. Questa idea dovrebbe essere abbastanza allettante da convincere i finanziatori a impegnare fondi. Per diffondere l'idea, i fondatori possono utilizzare una piattaforma di crowdfunding intermediaria o una propria piattaforma. Il bando aperto per il finanziamento viene promosso principalmente attraverso i social media, nonché attraverso altre comunicazioni basate su Internet; un messaggio stimolante e facilmente comprensibile è fondamentale per attirare un gran numero di finanziatori. Il periodo di tempo per una campagna di raccolta fondi è in genere compreso tra i 30 e i 45 giorni e l'importo totale promesso dai finanziatori viene solitamente visualizzato in tempo reale sulla piattaforma. Le

piattaforme intermedie prendono commissioni che vanno dall'8 al 10% da progetti che raccolgono fondi con successo, inclusi i costi di gestione e delle transazioni di pagamento.

Per quanto riguarda l'investimento del singolo individuo, varia in genere da \$1 a \$100, ma ci sono casi di investimenti anche molto ingenti da parte dei singoli investitori; uno dei più grandi investimenti registrati è stato sulla piattaforma di equity crowdfunding Crowdcube nel Regno Unito, dove un singolo investitore ha finanziato \$100,000.

Le iniziative di crowdfunding più popolari rientrano nella categoria business e imprenditorialità, seguite da cause sociali, arti dello spettacolo e del settore immobiliare.

Il crowdfunding differisce da altri concetti basati sulla folla come il crowdsourcing, lo sviluppo di software open source o i movimenti di open innovation poiché questi ultimi, che sono basati sulla comunità, riferiscono alla possibilità di attingere al potere e alla saggezza della folla per ottenere idee, conoscenza e altri apporti che garantiscono un arricchimento maggiore per raggiungere l'obiettivo di un'azienda, di un'organizzazione o di individui. Al contrario, il crowdfunding comporta esclusivamente contributi monetari da parte di una comunità di finanziatori. La motivazione principale per i fondatori ad impegnarsi nel crowdfunding è raccogliere fondi, perché fornisce una piattaforma facile da usare e organizzata in cui i contributi finanziari possono essere sollecitati e raccolti da molte persone, consentendo così agli imprenditori nascenti di eludere i finanziamenti commerciali convenzionali.

Inoltre, il crowdfunding si distingue dagli investitori tradizionali, come banche e investitori di capitali di rischio poiché, in primis, si occupa di solito di finanziamenti di start-up o comunque di apporto di capitali per le fasi iniziali di un progetto; le primissime fasi di avvio di un'idea imprenditoriale o di una start-up sono difficilmente finanziate da banche o altri investitori per via dell'incertezza del progetto stesso o del basso merito creditizio che può avere una start-up. Il crowdfunding gioca un ruolo fondamentale in queste fasi iniziali per colmare il divario dei tradizionali finanziamenti.

Le altre differenze con i metodi di finanziamento tradizionali sono sicuramente l'utilizzo del web e di internet e di tutto ciò che sia online e che può essere utilizzato per diffondere al massimo i progetti, come i social media, per raggiungere la 'folla' ed attirare il maggior numero di persone per il successo delle campagne; questo fenomeno può essere pensato come la nascita di un nuovo canale di marketing con cui si cerca di incoraggiare le idee di individui, organizzazioni e imprese ed è esclusivamente il pubblico a decidere se l'idea sia convincente e dunque meritevole del sostegno finanziario per la sua realizzazione.

Il crowdfunding può essere ampiamente classificato in due gruppi, commerciali e filantropici, anche se un progetto a volte può rientrare in entrambi i gruppi: nelle iniziative commerciali, i finanziatori si aspettano una sorta di ritorno sul loro investimento, mentre nei progetti 'filantropici' i finanziatori non si aspettano alcun ritorno personale e decidono di offrire il loro contributo perché amano far parte di una causa maggiore.

Nella letteratura troviamo differenti criteri di suddivisione delle tipologie di crowdfunding.

Ad esempio, Lambert e Schwienbacher (2010) classificano il crowdfunding in tre gruppi in base alla natura della ricompensa, ovvero in base a che si tratti di una donazione, di un investimento attivo o di un investimento

passivo, Wojciechowski (2009) suddivide il crowdfunding considerando esclusivamente se si tratta di prestito sociale o di microfinanziamento.

Bradford (2012) e Griffin (2013) hanno trovato cinque distinte categorie di crowdfunding in base al rendimento che i finanziatori si aspettano di ricevere sul loro investimento: il modello di donazione, il modello di ricompensa, il modello di preacquisto, il modello di prestito e il modello azionario.

Se si considera l'effettivo sviluppo delle piattaforme di crowdfunding negli anni, sono quattro i modelli principali a cui fare riferimento e la tabella seguente (**Fig.2**) ne riassume brevemente le caratteristiche che li contraddistinguono.

Fig.2: Tipologie di crowdfunding

Type	Donation-based crowdfunding	Reward-based crowdfunding	Equity-based crowdfunding	Lending-based crowdfunding
Motivation of funder	Intrinsic and social	Intrinsic, social and extrinsic	Financial gain	Social and/or financial
Type of contribution	Donation	Pre-order	Investment	Loan
Expected return of funder	Intangible benefits	Tangible and intangible benefits	Return on investment	Return on investment
Motivation of funder	Intrinsic and social	Intrinsic, social and extrinsic	Financial gain	Social and/or financial
Main focus	Journalism/worthy cause/philanthropy	Products for early adopters/gifts	Start-ups	Short-term borrower
Complexity of process	Very low	Low	High	Medium
Example primary beneficiaries	Project owner(s), musicians, non-profit entities	Start-ups, funders	Start-ups	Individuals, business entities
Type of contract	A contract without existential reward	Purchase contract	Shareholding contract	Lending contract

Ogni tipologia di crowdfunding si differenzia per la motivazione del fondatore, per il tipo di contribuzione che concedono i finanziatori, per il ritorno che si aspetta sia il fondatore che il sostenitore. Le diverse tipologie hanno dunque caratteristiche e livello di rischio molto differenti. Nei prossimi paragrafi si descriveranno le caratteristiche, i principali punti di forza e debolezza delle diverse tipologie sviluppatesi negli anni.

1.3 Tipologie di crowdfunding

1.3.1 Donation-based e Reward-based crowdfunding

Una delle prime tipologie che si è diffusa è quella basata sulle donazioni che risulta essere la forma primaria che si è sviluppata e ha dato origine al fenomeno. Il crowdfunding basato sulle donazioni è il tipo più semplice e popolare; in questo modello, i finanziatori donano per scopi filantropici. Queste donazioni vengono solitamente fatte per iniziative sociali e caritatevoli, con i finanziatori che non si aspettano un ritorno sul loro investimento; le realtà che utilizzano il modello donation-based sono principalmente le organizzazioni no-profit anche se le donazioni possono essere fatte anche nei confronti di imprese orientate al profitto.

I finanziatori generalmente donano per una causa in cui credono e possono ricevere un ritorno simbolico, come ad esempio un messaggio di gratitudine da parte dei fondatori, ma non c'è ricompensa materiale. I finanziatori sono guidati da motivi intrinseci, filantropici o prosociali e, naturalmente, il rischio associato al crowdfunding

basato sulle donazioni è molto basso, perché non vi è alcun obbligo per i fondatori di fornire un rendimento, né i finanziatori se lo aspettano. Tuttavia, vi è una notevole partecipazione in termini di obblighi morali e gestione trasparente dei fondi (ad esempio, Allison et al. 2015): i donatori raccolgono i loro soldi per sostenere una causa che potrebbe essere vicina ai loro cuori per aiutare le persone in un vero e proprio bisogno. Qualsiasi appropriazione indebita di fondi potrebbe quindi avere un effetto negativo sul morale dei donatori. Poiché il donation-based crowdfunding non è propriamente regolamentato, se non in parte dal codice civile, alcuni individui e gruppi hanno spesso abusato di questa opportunità e ciò ha fatto sì che il modello donation-based è stato criticato come potenziale mezzo per le persone di finanziare le loro nobili ambizioni.

Per quanto riguarda il regolamento di questo tipo di attività si fa riferimento al Codice civile (Capi I, II, III e IV del Titolo V del Libro Secondo del Codice Civile e in particolare all'art 769) secondo cui le donazioni si definiscono 'contratti attraverso i quali, per spirito di libertà, una parte arricchisce un'altra andando a favore di questa di un suo diritto oppure andando ad assumere una obbligazione verso la stessa.'

Facendo riferimento alle linee guida 'Value Added Tax Committee' della Commissione Europea nel 2015, si stabilisce che nel donation-based crowdfunding non si può applicare l'Iva, come stabilito anche alla direttiva europea (2006/112/CE, Direttiva IVA, Unione Europea, 2006).

La seconda tipologia considerata è il crowdfunding basato sui premi ovvero il 'reward-based crowdfunding': nel crowdfunding basato su ricompense, i sostenitori forniscono piccole o moderate somme di denaro per un'attività chiaramente specificata, spesso un processo di sviluppo di un prodotto, e in cambio ricevono premi, che potrebbero essere materiali o immateriali; i finanziatori ricevono, quindi, come ricompensa un rendimento non monetario, che consiste ad esempio nello stesso prodotto, un servizio o altri premi non monetari.

Le ricompense dipendono dal denaro versato: piccole somme sono in genere associate a ricompense simboliche, come un invito a uno specifico forum Internet, mentre ingenti somme potrebbero comportare un incontro con l'iniziatore del progetto, la possibilità di contribuire con idee al processo di sviluppo o il riconoscimento come contributore.

Da una certa soglia in su, i sostenitori in genere ricevono anche il prodotto, al completamento dello sviluppo. Questa soglia è in genere inferiore di circa il 25-50% al prezzo di listino previsto del prodotto finale. Il pagamento della somma impegnata è dovuto immediatamente dopo la fase di finanziamento, mentre il prodotto da sviluppare verrà consegnato in un secondo momento, dove i ritardi sono frequenti. In ogni caso i fondatori del progetto non pagano nessun tipo di interesse ai finanziatori e non condividono nessuna quota dei loro guadagni commerciali.

Nella logica del modello è previsto anche il cosiddetto 'pre-selling crowdfunding' in cui la ricompensa diventa una prevendita: i clienti finanziano con un apporto monetario la realizzazione di un prodotto e in cambio possono preordinare il prodotto stesso o l'offerta di prodotti, ad un prezzo solitamente inferiore.

I finanziatori, in tal caso sono direttamente coinvolti nella scelta delle caratteristiche del prodotto o servizi e, in questo caso, la ricompensa è rappresentata anche dalla stessa partecipazione, collaborazione al progetto oltre ai riconoscimenti e ricordi dell'esperienza.

Al momento dell'impegno delle risorse, i potenziali sostenitori in genere non sono pienamente informati né delle competenze dell'imprenditore, né delle caratteristiche del prodotto potenziale. Le attività imprenditoriali sono intrinsecamente rischiose e coloro che impegnano risorse sostengono una parte sostanziale di tale rischio. A differenza degli investitori in forme più tradizionali di finanza imprenditoriale, i sostenitori di attività di crowdfunding basate su premi non dispongono di diritti di controllo giuridicamente vincolanti durante lo sviluppo del prodotto.

I potenziali rischi del reward-based crowdfunding riguardano il fatto che i fondatori non siano in grado di portare a termine la realizzazione del prodotto promesso e i finanziatori non ricevono la ricompensa prevista, oppure che si verifichino lunghi ritardi nella ricezione del prodotto promesso o che ci siano false dichiarazioni e violazioni dei diritti di proprietà intellettuale.

Risulta interessante comprendere quali sono le motivazioni principali che portano i sostenitori a voler contribuire con risorse finanziarie allo sviluppo di prodotti nonostante la loro incapacità di acquisire direttamente rendite economiche e mantenendo il rischio imprenditoriale appena descritto.

Un'analisi empirica effettuata da Steigenberger (2017) evidenzia le principali motivazioni alla base della volontà dei sostenitori di dare il loro contributo monetario: lo studio ha rivelato una struttura motivazionale ibrida, con un motivo di domanda dominante.

I sostenitori basano fortemente i loro contributi su una logica di consumo, in cui l'intento di acquisire il prodotto supera la domanda di altri premi. Considerando che la maggior parte delle campagne di crowdfunding basate su premi offre il prodotto finale a un prezzo scontato rispetto ai prezzi di mercato successivi, questo motivo è una spiegazione potenziale praticabile per il coinvolgimento dei sostenitori. Le ricompense sono spesso di valore materiale limitato, ma possono avere un valore soggettivo, che potrebbero consistere in personalizzazioni del prodotto che altrimenti non sarebbero disponibili o che potrebbero infondere una sensazione di appartenenza. La capacità di influenzare le caratteristiche del prodotto da sviluppare potrebbe aumentare l'utilità prevista derivata dal consumo.

Il secondo potenziale motivo è l'altruismo: il crowdfunding basato su premi ha le sue radici nel campo della beneficenza e il motivo altruistico potrebbe svolgere un ruolo anche per il crowdfunding basato su premi, oltre che per il donation-based crowdfunding.

Il terzo gruppo di motivi si riferisce, invece, allo scambio sociale e all'appartenenza: impegnarsi in una comunità potrebbe trasformarsi in un hobby e, ottenere informazioni su un progetto, crea un grado di coinvolgimento che non può essere ottenuto altrove e che i sostenitori potrebbero percepire come motivante.

Gli imprenditori che lanciano progetti sulle piattaforme di crowdfunding, ed in particolare di reward-based, hanno un ruolo molto importante dal punto di vista dell'innovazione e delle transizioni sociotecniche. A tal proposito è interessante analizzare la teoria del processo di transizione sociotecnica (Geels e Schot, 2007): il punto chiave della teoria è che sarebbero proprio una piccola rete di attori, come gli imprenditori, gli utenti finali e le start-up, a riuscire a portare un cambiamento radicale nella società tramite le innovazioni di nicchia: questa tipologia di attori opera in spazi protetti che sono relativamente influenzati dalle pressioni esterne da

‘regime’, e per questo sono coloro per primi riescono a far nascere nuove idee e prototipi che sono la base per una trasformazione reale della società e quindi una hanno maggiore disponibilità a sostenere le innovazioni emergenti. Gli innovatori di nicchia sono quindi più propensi a lavorare su innovazioni radicali che si discostano dalla natura bloccata dell'attuale regime. Il crowdfunding, in questo contesto, può essere visto come uno strumento a supporto degli innovatori di nicchia. Con ciò si stabilisce il ruolo centrale che hanno gli innovatori di nicchia nel guidare le transizioni sociotecniche.

Un'altra considerazione interessante nel reward-based crowdfunding riguarda il ruolo degli utenti finali. Essi possono svolgere un ruolo significativo nei processi di innovazione aperta guidati dalle imprese, e possiamo quindi concepire che l'utente possa assumere una serie di ruoli nel guidare un'innovazione di nicchia nel regime. Questi ruoli sono classificati come utenti-produttori, utente-legittimatori, utenti-intermediari, utenti-cittadini e utenti-consumatori. L'utente supporta la transizione dell'innovazione di nicchia specifica verso la sostituzione finale della tecnologia, delle regole e delle pratiche dei regimi esistenti a partire dalla fase iniziale di avvio attraverso l'accelerazione e infine la fase di stabilizzazione. Dal punto di vista del ciclo economico, nel processo di crowdfunding il consumatore è quindi attivo e fondamentale per lo sviluppo del prodotto o servizio, mentre nel modello di business tradizionale il prodotto o servizio è realizzato senza coinvolgimento del consumatore. L'esempio del crowdfunding mostra quindi che il ruolo dell'utente-consumatore all'interno di qualsiasi processo di transizione non solo viene attuato all'interno della fase di stabilizzazione, ma può anche essere rilevante nella fase iniziale di avvio.

Dal punto di vista normativo il reward-based crowdfunding viene inquadrato in due categorie giuridiche che sono:

-l'attività di preordine, che viene definita dal Codice Civile come *‘un’operazione di e-commerce, che riguarda una compravendita futura che si perfeziona con la realizzazione del bene, alla quale si applica l’IVA e si emette fattura’*.

-una donazione modale, sulla base del codice civile, *‘in cui viene data una ricompensa non di valore monetario e di importo inferiore alla somma donata.’* In questo caso ci si trova di fronte a due situazioni diverse: se le ricompense hanno un valore simbolico ma, allo stesso tempo, consistono in prodotti o servizi vengono considerati allo stesso livello di un preordine; se invece, il contributo di chi sostiene la campagna di reward è equiparabile alla modalità di donazione si rientra nella categoria già tratta del modello donation-based.

1.3.2 Il Crowdlending: un metodo alternativo per i prestiti finanziari

Un altro modello analizzato è quello del crowdlending, basato sui prestiti, chiamato anche ‘lending-based’ crowdfunding o ‘peer-to-peer’. Il modello basato sui prestiti differisce dagli altri in quanto viene scambiato esclusivamente denaro. Alcune piattaforme importanti nell’ambito del peer-to-peer sono Kiva e Prosper, di cui l’ultima, insieme ad un’altra piattaforma (Lending Club) sono altamente citate in quanto offrono interessi ai loro finanziatori.

Il crowdlending è una tipologia di crowdfunding in base al quale una piattaforma Internet raccoglie piccole quantità di fondi da individui nella folla per finanziare collettivamente un prestito di importo superiore a privati o imprese; il modello viene definito anche 'peer-to-peer', a indicare che gli utenti prestano capitali direttamente ai loro omologhi tramite una piattaforma che fa da intermediaria e senza una banca di mezzo.

Lo strumento, dal punto di vista giuridico, può essere considerato un accordo di prestito che contiene la richiesta di credito del prestatore di ricevere interessi e rimborsi successivamente.

Il peer-to-peer lending risulta la tipologia di crowdfunding più diffusa, superando tutti gli altri modelli: il 50% del mercato totale di crowdfunding nel 2015 era rappresentato da prestiti peer-to-peer, e nel Regno Unito raggiungeva una percentuale del 75%.

Gli sviluppi della tecnologia dell'informazione stanno cambiando radicalmente molti modelli di business tradizionali. I progressi nel settore delle tecnologie dell'informazione stanno apportando un cambiamento nei mercati: riducendo i costi di ricerca, acquirenti e venditori di prodotti e servizi possono ritrovarsi direttamente su piattaforme web senza la necessità di intermediari, broker o intermediari. Tutti i modelli di business di trading sono influenzati da questo sviluppo, incluso il trading di capitale. Quando si cerca un rendimento, gli investitori retail e istituzionali si rivolgono sempre più al crowdfunding. Il modello di business di una piattaforma di prestito peer-to-peer rappresenta un modello innovativo caratterizzato dal seguente meccanismo:

- Il mutuatario, che può essere un individuo o un'impresa, contatta la piattaforma di prestito comunicando importo e scadenza del prestito desiderato;
- La piattaforma prende in considerazione la richiesta, facendo una valutazione del rischio di credito del mutuatario e, qualora sia accettabile e in linea con le categorie di rischio della piattaforma, fissa un tasso di interesse appropriato al rischio.
- A seguito dell'accettazione da parte del mutuatario dei prezzi proposti dalla piattaforma, quest'ultima pubblica l'offerta ai suoi utenti per un periodo che va dalle due alle quattro settimane.

Se il mutuatario è un individuo, e dunque si tratta di prestiti al consumo, la richiesta viene fatta in forma anonima da parte della piattaforma; nel caso di prestiti alle imprese, le richieste vengono effettuate con il nome del mutuatario.

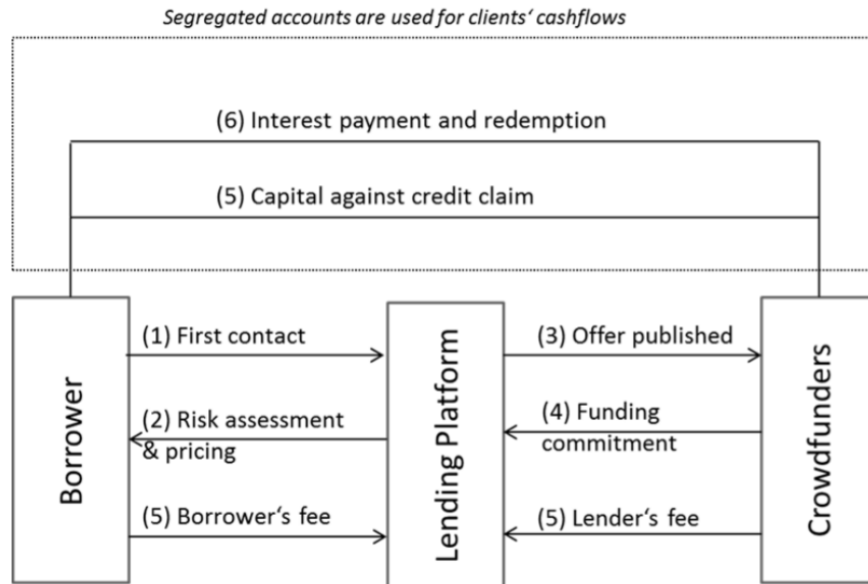
- I prestatori che vogliono aderire hanno un lasso di tempo determinato per fornire piccole porzioni di finanziamento; devono firmare un contratto di servizio con il gestore della piattaforma e completare un processo di due diligence per rispettare le norme sul riciclaggio di denaro. Ogni utente può monitorare in tempo reale l'importo rimanente per raggiungere l'importo richiesto dal finanziamento.
- Solo al raggiungimento dell'importo desiderato, la piattaforma procede al raccoglimento di denaro dai conti bancari dei finanziatori, che viene trasferito al mutuatario; la piattaforma non raccoglie denaro dei prestatori in anticipo ma esclusivamente a seguito del raggiungimento del prestito.

I prestatori ricevono un credito che documenta l'impegno legale del mutuatario a pagare interessi e a riscattare il capitale successivamente e la piattaforma prende una commissione da entrambe le parti.

- La stessa piattaforma si occupa della riscossione e distribuzione di interessi e rimborso e, in caso di inadempienza del mutuatario, è obbligata a riscuotere i pagamenti per conto dei prestatori, anche se la piattaforma non è responsabile per le perdite, che sono invece a carico dei prestatori e investitori.

La tabella sottostante (**Fig.3**) riassume graficamente il meccanismo appena descritto.

Fig.3: Modello di business peer-to-peer



Fonte: 'Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks. European Journal of Risk Regulation, Lenz, R. (2016)

Il modello di crowdlending si può suddividere ulteriormente in due sottotipi, a seconda del meccanismo che origina il prestito. Lo sviluppo della tipologia dipende molto dai requisiti normativi della nazione considerata.

I due modelli sono:

- Modello di 'account segregato', in cui è la piattaforma stessa ad originare il prestito, ma il denaro raccolto passa esclusivamente attraverso i conti correnti dei clienti, rimanendo separato dal bilancio della piattaforma. In caso di insolvenza della piattaforma, i prestatori non hanno nessun diritto sui fondi raccolti.
- Modello con intermediazione delle banche 'white label': in questo caso sono le banche che originano il prestito, gestiscono i pagamenti e in seguito rivendono il loro debito alle piattaforme, facendo dunque un'assegnazione di crediti alla piattaforma. Le banche sono chiamate 'white label' in quanto gli utenti della piattaforma non sono a conoscenza del coinvolgimento della banca; le banche si interpongono nel meccanismo quando il coinvolgimento dell'ente creditizio è necessario al fine di conformarsi alla normativa bancaria nazionale. Ciò accade negli Stati Uniti e in Germania dove solo le banche autorizzate hanno il diritto di ottenere prestiti, mentre nel Regno Unito prevale la prima forma di crowdlending. Questo secondo modello con l'intermediazione dell'ente creditizio risulta più costoso per le piattaforme, poiché le banche richiedono una commissione che va dallo 0,5 all'1,5 % del prestito.

In entrambi i casi il ruolo della piattaforma è solo quello di raccogliere, raggruppare e trasferire il capitale e non di fungere da controparte di mutuatari e prestatori. A differenza di una banca commerciale, la piattaforma non si prende il rischio di credito per le proprie posizioni contrattuali: mentre le banche accumulano rischi di credito e liquidità sui loro bilanci creando attività di prestito da una parte, finanziate con depositi e altre passività dall'altra, le piattaforme decentralizzano i rischi distribuendoli ai loro utenti.

Il modello imprenditoriale della piattaforma è indipendente dalle variazioni dei tassi d'interesse del mercato in quanto addebita commissioni di transazione, di norma sia dal mutuatario che dal prestatore. La struttura dei prezzi varia a seconda della piattaforma e potrebbe essere compresa tra l'1% e fino al 3% del volume del prestito.

I costi operativi di una piattaforma Internet sono molto inferiori ai canali di distribuzione fisici delle banche commerciali con un'ampia rete di filiali. Le piattaforme non sono tenute a finanziare una parte di ogni prestito originato con il proprio capitale e non è necessario un cuscinetto di assorbimento delle perdite azionarie perché le piattaforme non si prendono il rischio di credito nei propri bilanci.

Ciò rende il prestito peer-to-peer attraente sia per gli investitori che per i mutuatari: ne beneficiano perché il margine che le banche guadagnano tra i tassi di deposito e di credito, meno le commissioni della piattaforma, può essere condiviso dagli utenti della piattaforma; i mutuatari accedono ai finanziamenti a un costo inferiore e gli investitori ricevono un rendimento per compensare l'assunzione del rischio di credito.

Dal punto di vista dei mutuatari, i vantaggi principali consistono nei costi di transazione inferiori e nell'arco di tempo molto più breve per il conseguimento del prestito, rispetto ai tempi dei prestiti bancari; inoltre, la possibilità di ottenere prestiti senza fornire garanzie collaterali e la maggiore flessibilità offerta dalle piattaforme, come la possibilità di annullare i contratti di prestito senza pagare una penale per il pagamento anticipato.

Un tema importante nel crowdlending riguarda la valutazione del rischio di credito del mutuatario da parte della piattaforma. Le piattaforme di prestito P2P utilizzano gli strumenti dell'analisi dei big data per esaminare grandi set di dati economici sui mutuatari combinati con le informazioni personali fornite direttamente dall'utente o generate sull'utente da fonti Internet. Dati come le attività di social media del mutuatario, la sua età, istruzione e luogo di residenza sostituiscono la componente di fiducia interpersonale del rapporto bancario tradizionale nello stimare la probabilità di inadempienza del mutuatario. Spesso si tratta di un programma software che fa la valutazione del credito, fissa i prezzi e decide se accettare o respingere la richiesta del mutuatario di prestiti peer-to-peer, in modo autonomo e senza interferenze da parte della direzione della piattaforma. I mutuatari non sono però a conoscenza dei dati utilizzati e sui calcoli dei rating di credito: con il seguente meccanismo c'è mancanza di trasparenza sulle modalità di valutazione e i mutuatari potrebbero sentirsi discriminati da fattori come la provenienza o altri fattori.

Un altro svantaggio per i mutuatari sta nell'incertezza dell'accettazione della loro offerta da parte dei prestatori: non vi è alcuna garanzia iniziale che i prestatori di P2P finanzino un prestito a un certo volume, tasso di interesse, rischio di credito e scadenza. Tuttavia, se i finanziatori rifiutano il finanziamento, la maggior

parte dell'offerta viene migliorata aumentando il tasso di interesse fino a quando non corrisponde alle esigenze dei prestatori.

Le piattaforme P2P stanno aprendo la porta a mutuatari con elevati rischi di credito, soprattutto per le PMI e le start-up e, queste condizioni, possono far pensare ad un processo di selezione avverso in cui i clienti a basso rischio prendano in prestito da banche e clienti ad alto rischio utilizzano piattaforme P2P.

Dal punto di vista del prestatore, i risultati finanziari che si ottengono finanziando il prestito devono compensare l'assunzione di rischi superiori rispetto ad altre opportunità di investimento.

Il rendimento netto medio rettificato per il rischio oscilla tra l'1% e il 10% annuo, ma varia molto in base alla piattaforma, alla categoria di rischio e alla scadenza dell'investimento. Il successo dei prestiti peer-to-peer si basa sulla diversificazione dei rischi, finanziando cioè piccole quote su una varietà di prestiti diversi.

Molte piattaforme offrono soluzioni software per il collocamento automatico dei finanziamenti, sulla base degli importi massimi di investimento impostati dagli investitori e sulla base delle categorie di rischio e scadenze dei finanziamenti.

Per quanto riguarda il rischio di credito che si assumono i prestatori, alcune piattaforme offrono ai loro utenti programmi di investimento o protezione per coprire tale rischio: i prestatori versano una parte del loro reddito da interessi in un fondo di accantonamento, che copre le perdite in caso di inadempienza del mutuatario. Ma questa messa in comune dei fondi dei clienti, anche se a vantaggio degli investitori, può mettere le piattaforme in conflitto con le normative esistenti sui regimi di investimenti collettivi.

1.3.3 Equity-based crowdfunding

Il crowdfunding basato sull'equity è un modello in base al quale i finanziatori si aspettano un ritorno finanziario sul loro investimento. Gli imprenditori esortano le persone a investire denaro per poi ricevere in cambio una quota dei guadagni futuri dell'impresa. La descrizione del modello di equity crowdfunding potrebbe coincidere con quella di un classico finanziamento di soggetti che investono il loro denaro nel capitale di una società, acquistando azioni o quote; la differenza sostanziale sta nel fatto che il meccanismo di equity crowdfunding è molto più semplice rispetto ai mercati regolamentati e non regolamentati della borsa valori e la procedura ha costi molto più contenuti. Le piattaforme, infatti, richiedono di solito intorno al 4-7% del capitale raccolto.

Questo modello comporta una grande considerazione commerciale e giuridica sia da parte delle organizzazioni intermedie di crowdfunding che degli investitori, in quanto rientra chiaramente nell'area della vendita di titoli. Il modello basato su azioni raccoglie maggiori quantità di capitale rispetto al modello basato sulla ricompensa, nonostante la maggior parte delle piattaforme si occupi in gran parte del modello basato sulla ricompensa, ovvero il reward-based.

Crowdcube, Seedrs e IPOVillage sono alcune piattaforme popolari di crowdfunding basate su azioni.

L'equity crowdfunding si è sviluppato come un mercato per i fondatori in cui essi possono raccogliere fondi dalla loro stretta rete di familiari, amici, clienti e azionisti attuali, nonché da un numero di massa di investitori in cambio di una quota azionaria nel business; le società private possono raccogliere capitali dalla massa

attraverso la vendita di titoli finanziari come azioni, debito, quote di reddito e altre partecipazioni, senza intermediari finanziari tradizionali.

Investire sulle piattaforme è piuttosto facile e il meccanismo può essere così descritto:

- Come prima cosa, l'impresa presenta la sua proposta alla piattaforma, che a seguito di controlli sul business (come idoneità dell'azienda al crowdfunding, probabilità di business fraudolento, reputazione dell'imprenditore), decide se pubblicare o meno il 'pitch' sulla piattaforma.
- Dopo che i 'pitch' vengono caricati sulla piattaforma, gli investitori hanno la possibilità di ottenere informazioni sotto forma di descrizione riguardo il modello di business dell'impresa, la quantità di capitale da raccogliere e gli eventuali utilizzi, il numero di azioni che vengono offerte. Per quanto riguarda la proporzione delle azioni da offrire, la decisione per gli imprenditori può essere presa con il supporto della piattaforma o degli stessi investitori.
- Nella fase di lancio della campagna, è fondamentale che gli imprenditori cerchino il più possibile di entrare in contatto con i potenziali investitori attraverso interazione sulla piattaforma stessa, incontri di persona per rispondere ai dubbi e fornire aggiornamenti.
- Gli investitori devono solo premere il pulsante per investire sulla piattaforma e scegliere l'importo da trasferire sul conto deposito, a seguito dell'approvazione della loro domanda di investimento.
- Al termine della campagna, la piattaforma fornisce contratti di investimento standardizzati che vengono firmati online dagli investitori. Raggiunta la somma di capitale desiderata, c'è il trasferimento delle quote investite agli investitori e successivamente la liquidazione dei pagamenti avviene tramite piattaforma, al quale però viene addebitata una percentuale sul raccolto come 'fee'.
- Nei casi in cui vi è una sottoscrizione in eccesso, ovvero il fondo raccolto è maggiore rispetto all'obiettivo di finanziamento iniziale, gli investitori possono essere messi in lista d'attesa; sono i fondatori stessi a poter selezionare quali investitori accettare e solitamente preferiscono investitori che ritengono essere maggiormente utili per gli scopi della start-up.

L'equity crowdfunding è riconosciuta come un'alternativa finanziaria alle fonti tradizionali e sta guadagnando attenzione da imprenditori, responsabili politici e operatori del settore. Le piccole e medie imprese scelgono sempre di più finanziamenti alternativi (OCSE 2020) e può diventare una fonte di finanziamento fondamentale per start-up e piccole imprese; gli imprenditori possono raccogliere capitali a costi inferiori rispetto alle fonti di finanziamento convenzionali grazie a una migliore corrispondenza tra creatori di progetti e finanziatori, che sono più desiderosi di investire nelle startup. Tramite le piattaforme, i costi di ricerca per i fondi e i costi di comunicazione risultano inferiori; una maggiore concorrenza nell'offerta di finanziamenti per l'avviamento di imprese può far scendere il costo del capitale rispetto alle fonti tradizionali di finanziamento, nella fase iniziale. Le caratteristiche dell'equity crowdfunding fanno pensare che potrebbe portare a una democratizzazione del lato dell'offerta degli investimenti finanziari fornendo al pubblico l'accesso generale agli investimenti in società innovative e potenziali rendimenti finanziari, colmando il crescente divario azionario a seguito della

crisi finanziaria globale, dopo la quale i finanziamenti tradizionali, come gli investimenti in capitale di rischio e il finanziamento del debito, sono diminuiti drasticamente.

Le motivazioni sopra riportate sono solo alcune degli aspetti positivi per chi decide di raccogliere capitale con l'equity crowdfunding. Se da un lato vi sono aspetti convenienti, rispetto alle forme tradizionali di finanziamento, vi sono anche numerose sfide per gli imprenditori: essi, infatti, hanno obblighi di divulgare informazioni sui prodotti che sviluppano andando incontro a un forte rischio di imitazione del prodotto stesso e si trovano di fronte un elevato numero di piccoli investitori che comporta una difficile gestione, portando ad una dispersione elevata del capitale di rischio.

Rispetto ad altre forme di crowdfunding, nell'equity gli investitori si assumono rischi elevati e si aspettano un rendimento finanziario adeguato. Le principali distinzioni rispetto ai modelli di donation-based e reward-based riguardano l'importo promesso, che solitamente è molto più elevato, come anche l'obiettivo di raccolta, ed il fatto di essere sottoposto ad una regolamentazione più rigorosa e precisa; i fondatori devono divulgare determinate informazioni e seguire determinate regole.

Una serie di altri rischi negli investimenti di equity crowdfunding possono demotivare i finanziatori: innanzitutto c'è il rischio di frodi e di campagne false, anche se, su questa problematica, stanno nascendo normative che possano minimizzare questo rischio e supportare la fiducia degli investitori.

Altro rischio riguarda l'eventuale incompetenza dei creatori delle campagne nel raggiungimento dello scopo iniziale o il fallimento del progetto stesso, non riuscendo a creare valore azionario per gli investitori.

Gli investimenti in equity crowdfunding sono caratterizzati anche da rischio di illiquidità delle start-up e dalla possibilità di fallimento della stessa piattaforma.

Un'altra problematica da considerare riguarda il grado di professionalità degli investitori, che spesso non hanno le competenze giuste o adeguate e non dedicano tempo alla 'due diligence' sulle start-up che avviano campagne. Questi rischi sono maggiori per gli investitori che hanno deboli incentivi a eseguire la dovuta diligenza, soprattutto quando il suo costo è troppo elevato in relazione a piccoli investimenti.

Le piattaforme possono stabilire i propri criteri di selezione degli investitori: i processi di due diligence delle piattaforme includono controlli del credito, monitoraggio dell'account, visite in loco, controlli dei precedenti e prove di terze parti. Questi sforzi di due diligence alleviano le asimmetrie informative tra imprenditori e potenziali investitori, influenzano positivamente il successo del finanziamento della campagna e aumentano la quantità totale di denaro raccolto.

Le principali piattaforme di equity crowdfunding sono WeFunder, StartEngine e Republic negli Stati Uniti e sono Crowdcube e Seedrs nel Regno Unito. Altre piattaforme di equity crowdfunding leader in Europa sono FundedByMe in Svezia, WiSEED in Francia, Seedmatch e Companisto in Germania, Invesdor in Finlandia. Alcune piattaforme di crowdfunding basate su premi si estendono nell'equity crowdfunding, ad esempio Indiegogo.

Negli ultimi anni, si stanno sviluppando modelli di crowdfunding ibridi, come ad esempio il 'pre-purchase model', che sarebbe un incrocio tra l'equity crowdfunding e il reward-based: questa tipologia prevede che il

finanziatore, oltre ad avere la possibilità di fruire di servizi erogati dalla società o dell'acquisto dei prodotti sviluppati dal progetto, come avviene nel crowdfunding basato sui premi, può ricevere il diritto di opzione sull'acquisto di quote o azioni della società in un momento successivo.

Il finanziatore di una campagna di reward potrà in futuro godere di un diritto di opzione sulla successiva emissione di titoli dell'impresa che finanzia. Questo modello però, rispetto alle campagne basate sui premi, non è accessibile a persone fisiche come i privati ma esclusivamente a persone giuridiche, come imprese ed organizzazioni.

Per avere un'idea più precisa riguardo la diffusione delle diverse tipologie di crowdfunding, si può prendere come riferimento la tabella (**Fig.4**) seguente i cui dati risalgono ad uno studio del 2015 effettuato dalla Commissione Europea; si nota come la tipologia basata sui premi, ovvero la reward-based, sia la più diffusa a livello Europeo, seguita poi dalle piattaforme di Equity.

Fig.4: Numero di piattaforme attive dicise per tipologia nel 2015 in Europa

Country	Equity		Loan		Rewards		Donation		Total Number of Platforms
	Number of Platforms	% of Total	Number of Platforms	% of Total	Number of Platforms	% of Total	Number of Platforms	% of Total	
Austria	2	25%	1	13%	2	25%	3	38%	8
Belgium	2	33%	2	33%	1	17%	1	17%	6
Cyprus	-	-	-	-	1	100%	-	-	1
Czech Republic	-	-	-	-	3	75%	-	-	4
Germany	22	34%	13	20%	20	31%	9	14%	65
Denmark	-	-	2	29%	3	43%	1	14%	7
Estonia	-	-	4	80%	1	20%	-	-	5
Greece	-	-	-	-	-	-	1	100%	1
Spain	8	24%	7	21%	9	27%	5	15%	33
Finland	2	33%	3	50%	1	17%	-	-	6
France	17	22%	14	18%	27	35%	10	13%	77
Croatia	-	-	-	-	-	-	1	100%	1
Hungary	-	-	-	-	2	100%	-	-	2
Ireland	1	14%	2	29%	2	29%	2	29%	7
Italy	8	19%	2	5%	19	45%	13	31%	42
Netherlands	9	16%	9	16%	17	29%	20	34%	58
Poland	3	19%	6	38%	5	31%	2	13%	16
Portugal	-	-	-	-	2	100%	-	-	2
Romania	1	17%	-	-	4	67%	1	17%	6
Sweden	4	57%	-	-	2	29%	-	-	7
Slovakia	-	-	1	20%	1	20%	2	40%	5
United Kingdom	35	24%	41	29%	30	21%	22	15%	143
EU28	114		107		152		93		502
Non-EU	3		-		3		1		8
Total	117		107		155		94		510

Fonte: <https://p2pmarketdata.com>

Lo studio effettuato dalla Commissione Europea nel 2015 evidenzia come al 31 dicembre 2014, risultano 510 piattaforme di finanza alternativa attive di cui 117 piattaforme di equity crowdfunding.

Il Regno Unito ha il maggior numero di piattaforme nell'UE che al 2014, rappresentavano il 28% del numero totale di piattaforme. Dopo Regno Unito, la Francia, Germania, Paesi Bassi e Italia rappresentavano il 47,5% del totale delle piattaforme.

Le piattaforme extra-UE attive nell'UE provengono da Canada, Australia, Nuova Zelanda, Cina e Stati Uniti.

1.3.4 Italian equity crowdfunding index

Il mondo del crowdfunding sta cercando di svilupparsi in modo stabile negli ultimi anni, e, nonostante ciò, ancora oggi si hanno carenze e diversità dal punto di vista normativo e di regolamentazione. Inoltre, la frammentazione delle tipologie di modelli e degli utilizzi che se ne possono fare lo rendono particolarmente difficile da inquadrare in un framework unico e generico. Questi presupposti fanno capire come sia difficile trovare un indice, o degli indici, che rappresentino effettivamente la performance di un investimento in crowdfunding.

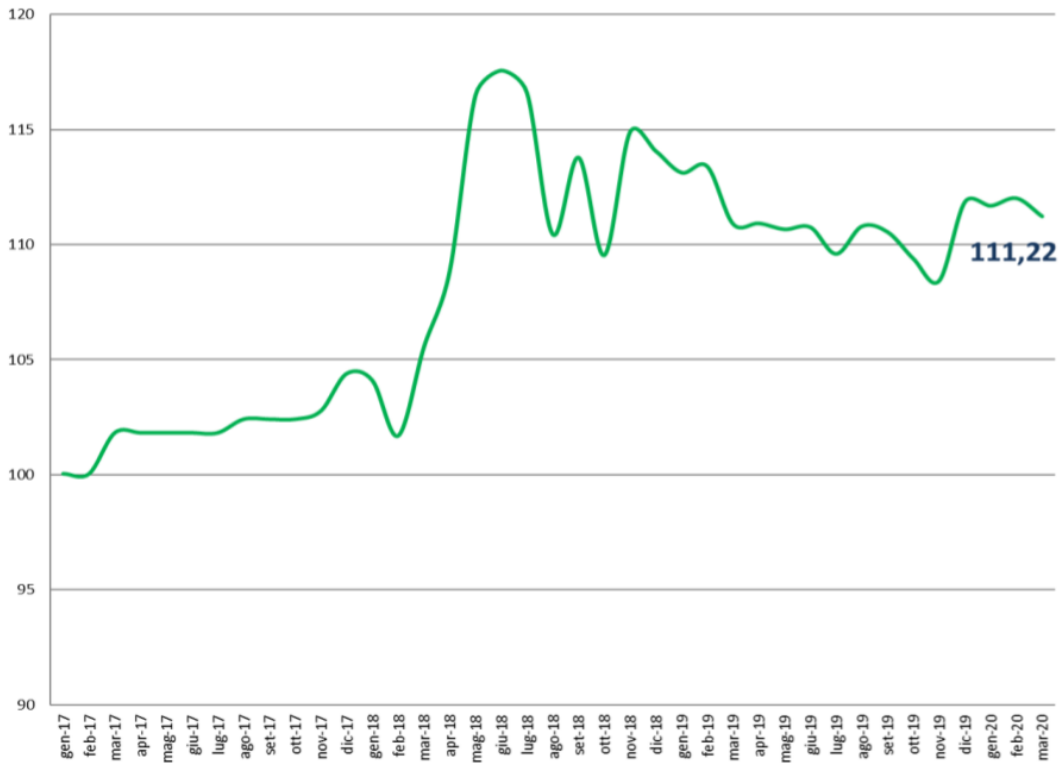
Nonostante ciò, il team della School of Management dell'osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano, nel novembre 2017, ha costruito l'Italian Equity Crowdfunding Index, un indicatore che calcola la rivalutazione del Nav (Net Asset Value) delle società che concludono raccolte di successo. Nell'ambito dell'equity crowdfunding, tale indice rappresenta l'apprezzamento teorico del valore dei titoli sottoscritti dalla folla di internet: considerando un investitore italiano che abbia sottoscritto l'1% di ogni operazione di equity crowdfunding chiusa con successo, l'indice stima il relativo apprezzamento (deprezzamento) 'teorico' del suo portafoglio.

La metodologia si basa su un algoritmo di 'rivalutazione' delle azioni o quote sottoscritte dagli investitori nei diversi round, in funzione dei multipli osservati nei round successivi e degli eventi societari osservati.

Infatti, a seguito della raccolta online tramite equity crowdfunding, molte aziende ricevono ulteriori aumenti di capitale (successivi a quello equity-based) e questo indice va a valutare la variazione teorica del valore implicito dei titoli a seguito di ulteriori aumenti, condotti con multipli diversi rispetto al sovrapprezzo indicato nelle campagne. Questi aumenti di capitale provocano una variazione del valore delle azioni che viene ricalcolato e le partecipazioni già acquistate vengono percentualmente diluite nei round successivi.

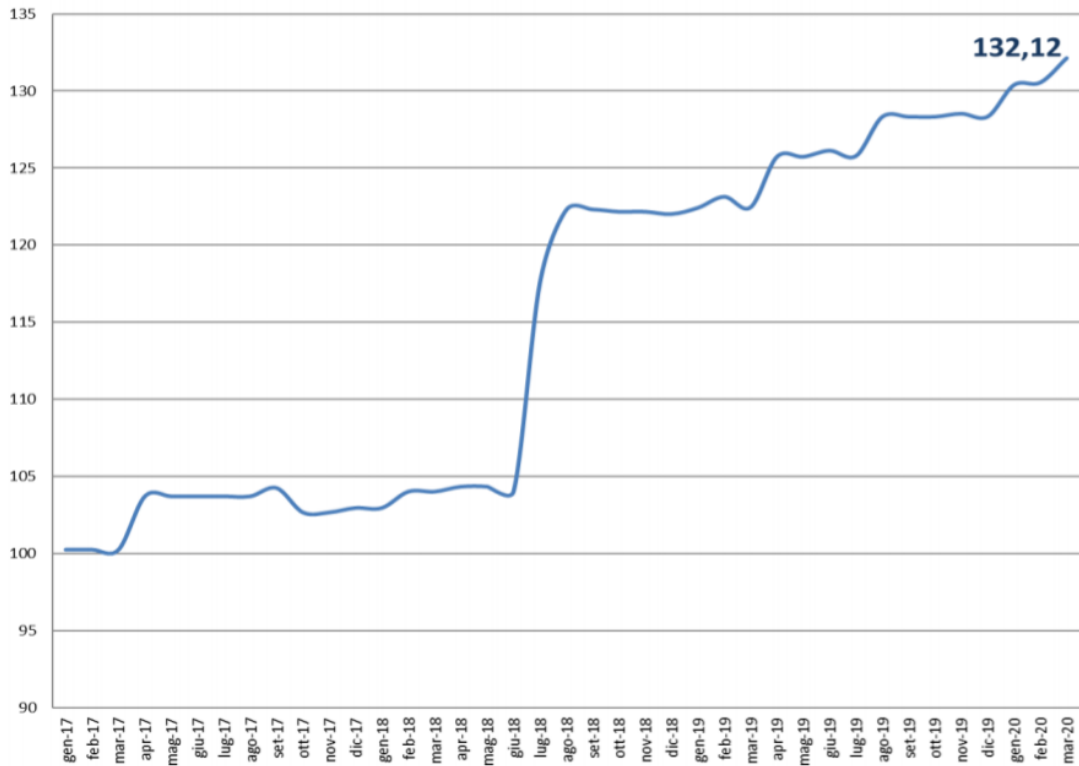
Si hanno due versioni dell'indice: l'Italian Equity Crowdfunding Index DILUITED e la versione NOT-DILUITED. L'indice 'diluted' subisce una diluizione con l'arrivo di nuove operazioni sul mercato, verso il valore 100; il controvalore entra nell'indice con valore 100. Nella versione NOT-DILUITED, invece, l'indice non risente dell'effetto diluizione a seguito di nuove operazioni e il controvalore entra nell'indice con il valore che lo stesso indice ha in quel momento. Dal 2017 l'Osservatorio Crowdinvesting si è occupato del calcolo dell'Italian Equity Crowdfunding Index e i risultati fino a Marzo 2020 sono rappresentati nei grafici sottostanti: in particolare il primo grafico (**Fig.5**) rappresenta la versione 'Diluted', mentre il secondo grafico (**Fig.6**) la versione 'Not-Diluted'. Come mostrano i due grafici, l'apice dell'indice si è raggiunto nel maggio 2018 con un valore di 117,56 (che rappresenta un apprezzamento teorico del 17,56% delle azioni o quote acquistate nelle operazioni di equity crowdfunding in Italia), per poi subire una riduzione nei mesi successivi.

Fig.5: Valore dell'Italian Equity Crowdfunding Index Diluted



Fonte: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/> 'L'italian equity crowdfunding index'

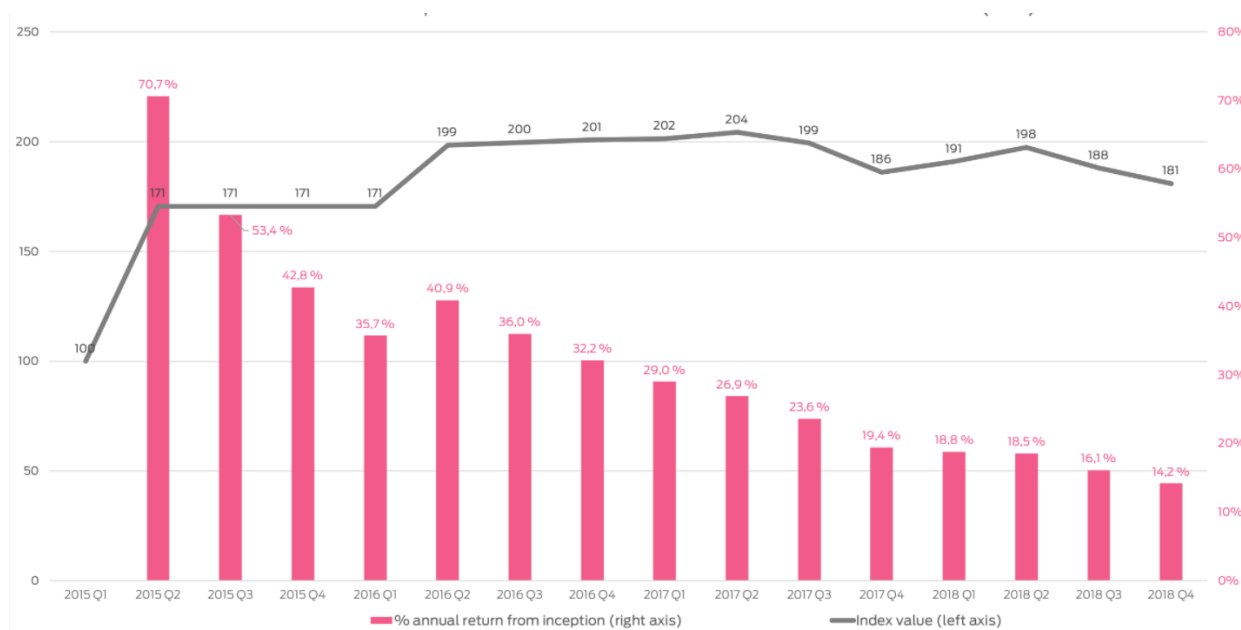
Fig.6: Valore dell'Italian Equity Crowdfunding Index (Not Diluted)



Fonte: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/> 'L'italian equity crowdfunding index'

Oltre all'Italian Equity Crowdfunding Index, esiste un altro indice chiamato *'Invesdor Digital Fundraising Index'* (IDFI): questo indice misura la performance delle dieci migliori aziende che hanno avviato su Invesdor una campagna di raccolta fondi. Questo indice è stato presentato durante la *'6th ECN European Crowdfunding Convention di Vilnius'* ed è stato realizzato per garantire maggiore trasparenza per gli utenti della piattaforma di crowdfunding *'Invesdor'*. Nel grafico (Fig.7), si mostra il valore del rendimento annuo dell'investimento dal 2015 al 2018.

Fig.7: Valore del rendimento annuo dell'investimento composto in %



Fonte: <https://www.invesdor.com/en/invesdor-digital-fundraising-index>

1.4 L'impatto del Covid-19 sull'equity crowdfunding

Per quanto riguarda l'impatto del Covid-19, si ritiene che l'effetto della pandemia possa influenzare lo sviluppo e la crescita dell'equity crowdfunding. Diverse piattaforme di equity crowdfunding hanno collaborato con i governi e alcune piattaforme di crowdfunding basate sul debito hanno fornito i finanziamenti più critici alle PMI durante i blocchi ma, come il resto del settore finanziario, le piattaforme di crowdfunding possono essere influenzate negativamente dall'incertezza creata dalla pandemia e gli investitori possono astenersi dal fare nuovi investimenti. Alcune piattaforme di equity crowdfunding hanno già segnalato perdite e cali nell'attività di investimento.

D'altra parte, il distanziamento sociale e il passaggio alla comunicazione online durante covid-19 possono stimolare un maggiore interesse per le piattaforme di crowdfunding rispetto ai canali tradizionali. I primi dati sull'impatto della pandemia di COVID 19 sulle campagne di equity crowdfunding mostrano che l'importo totale raccolto nei primi due trimestri del 2020 è molto superiore all'importo raccolto nello stesso periodo sulla base di un campione di progetti di equity crowdfunding italiani. Lo studio riporta anche che durante la pandemia, i finanziatori hanno maggiori probabilità di finanziare progetti tecnologici e progetti con un elevato importo di spesa per la ricerca e lo sviluppo. I modelli basati su azioni hanno rappresentato solo l'8% del

finanziamento delle imprese nel 2018 a livello globale, ma l'equity crowdfunding sta diventando una fonte più significativa di finanziamento azionario in alcuni paesi per le PMI che sono fondamentali per la creazione di posti di lavoro e la crescita economica (CCAF, 2020).

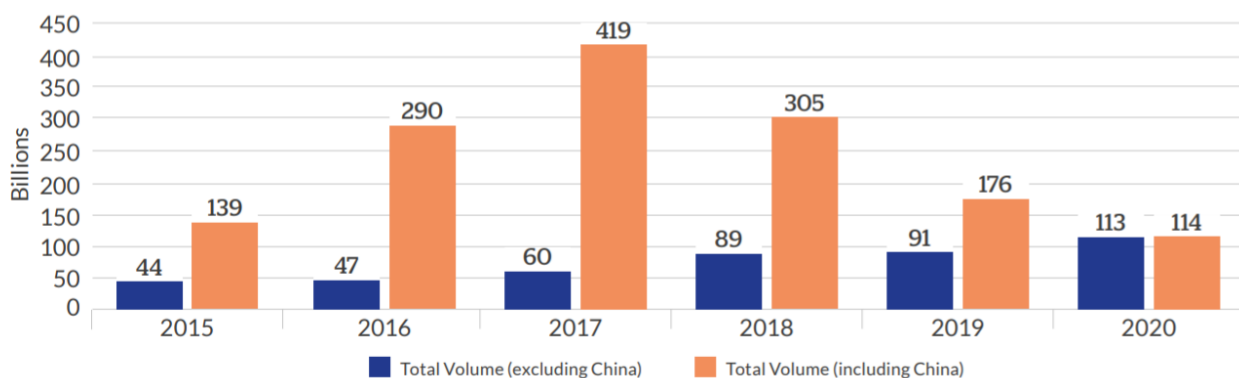
1.5 Il Crowdfunding nei mercati online di finanziamenti alternativi

Il mercato online dei finanziamenti alternativi si riferisce alle attività di raccolta di capitale al di fuori degli intermediari finanziari storici, delle banche e dei mercati dei capitali tradizionali ed ha trasformato il tradizionale panorama della raccolta fondi. Si è sviluppato principalmente attraverso una vasta gamma di strumenti innovativi che utilizzano la tecnologia dell'intelligenza artificiale e i canali online, nell'ultimo decennio, dopo la stretta creditizia.

La finanza alternativa online è iniziata con piattaforme di crowdfunding e si è successivamente ampliata con lo sviluppo di nuove attività di raccolta di capitale online come il prestito peer-to-peer e le offerte iniziali di monete. Dopo la crisi finanziaria, le PMI hanno avuto difficoltà ad ottenere finanziamenti, poiché le banche hanno limitato i prestiti e il capitale di rischio si è ridotto; per questo motivo, le opzioni di finanziamento maggiormente accessibili sono diventate fondamentali. Il Regno Unito risulta essere uno dei paesi con maggior utilizzo del mercato finanziario alternativo e i dati che riporta l'OCSE mostrano come nel Regno Unito le start-up e le PMI abbiano utilizzato il 68% del totale dei fondi raccolti attraverso canali di finanziamento alternativi online nel 2017 e come l'equity crowdfunding abbia rappresentato il 12,9% del totale degli investimenti azionari in fase iniziale e di venture stage. A livello globale, nel 2018, il tasso di crescita dell'utilizzo di canali di finanziamento alternativi online corretto per l'inflazione è stato del 54% e i tassi di crescita sono elevati soprattutto nelle economie emergenti e piccole.

Anche il report realizzato nel 2020 dal 'Cambridge Centre for Alternative Finance' mostra come dal 2015 al 2020 ci sia stata una forte crescita dell'utilizzo di fonti alternative di finanziamento a livello globale, anche se tra il 2019 e il 2020 risulta esserci stata una crescita minore causata probabilmente dal momento storico, influenzato dall'incertezza della pandemia e dall'introduzione di alcuni regolamenti più rigidi che hanno scoraggiato l'utilizzo di tali mezzi di finanziamento, come in Cina, per esempio. Come mostra chiaramente il grafico (**Fig.8**), la Cina, che risultava essere il paese con il maggior volume nel mercato finanziario alternativo online, negli ultimi due anni ha subito una decrescita del 57% dopo che sono entrati in vigore regolamenti per l'idoneità e le operazioni della piattaforma per prevenire comportamenti fraudolenti e proteggere gli investitori.

Fig.8: Volume del mercato finanziario alternativo online dal 2015 al 2020 a livello globale

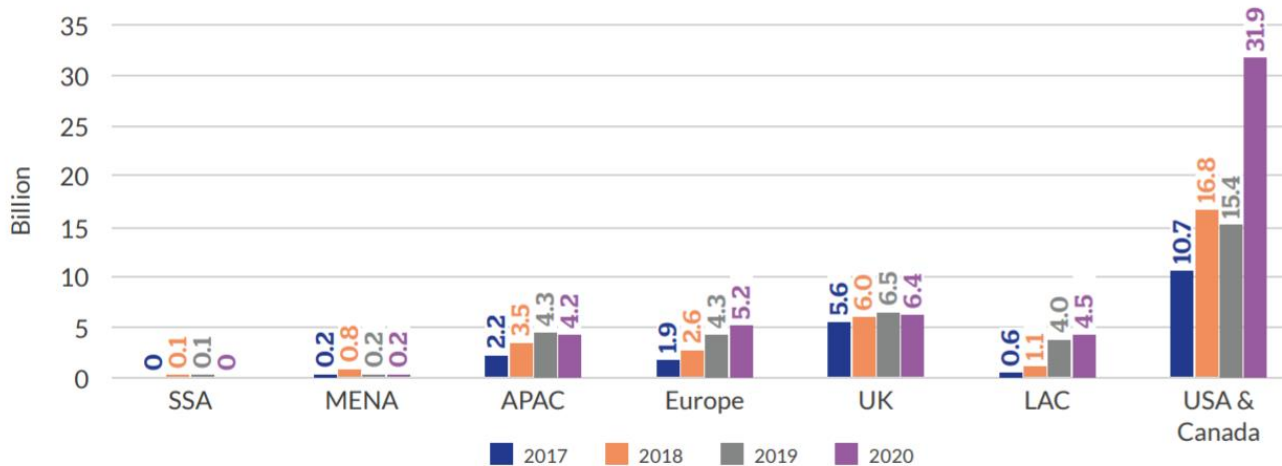


Fonte: 'The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report' of Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF)

Se consideriamo i dati raccolti dal Cambridge Centre For Alternative Finance relativi ai principali attori dei mercati finanziari alternativi in 171 paesi tra marzo 2019 e settembre 2019 (CCAF, 2020), notiamo come la Cina da sola costituisca il 71% del mercato della finanza alternativa, con 215,4 miliardi di dollari, seguiti dagli Stati Uniti, con 61 miliardi di dollari, e dal Regno Unito, con 10,4 miliardi di dollari, e che rappresentano il 57% del mercato europeo totale nel 2018. Circa 162 miliardi di dollari del volume totale sono finanziati da investitori istituzionali come fondi pensione, banche, fondi comuni di investimento e family office.

Mentre nei mercati sviluppati come Regno Unito e Australia i tassi di crescita stanno iniziando a stabilirsi al 9% e al 6%, in Cina, che ha il più grande volume di finanza alternativa al mondo, il mercato si sta riducendo per i motivi sopra riportati.

Fig.9: Volume del mercato finanziario online diviso geograficamente dal 2017 al 2020



Fonte: 'The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report' of Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF)

Per quanto riguarda la tipologia di investimenti che ci sono nel mercato finanziario alternativo troviamo che il peer-to-peer rappresenta il modello più utilizzato e che ha raccolto nel 2018 i maggiori volumi di capitale; Nella tabella (**Fig.10**) vengono illustrati i volumi raccolti divisi per categoria.

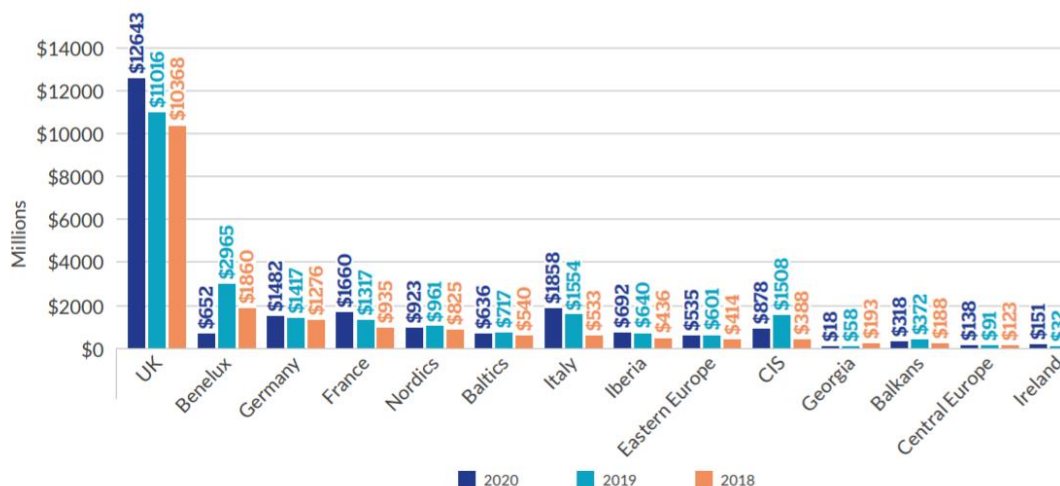
Fig.10: Volumi di finanza alternativa divisi per tipologia nel 2018 a livello globale

Alternative Finance Model	Volume (billion USD) Including China	Volume (billion USD) Excluding China	Market Share Excluding China	% of Inst. Investors	% of no significant changes to business model	Cross Border Inflow	Cross Border Outflow	% of Banked
Debt Based								
P2P/Marketplace Consumer Lending	195.29	32.00	36%	83%	62%	49%	48%	85%
P2P/Marketplace Business Lending	50.33	7.60	9%	57%	59%	13%	10%	66%
Balance Sheet Business Lending	21.08	15.00	17%	68%	58%	22%	36%	70%
Balance Sheet Property Lending	11.02	11.00	12%	-	25%	-	-	-
Balance Sheet Consumer Lending	9.78	9.40	11%	93%	28%	17%	0%	47%
P2P/Marketplace Property Lending	5.72	3.90	4%	44%	74%	12%	3%	88%
Invoice Trading	3.22	2.50	3%	63%	59%	34%	28%	60%
Debt-based Securities	0.85	0.84	1%	31%	20%	38%	54%	89%
Mini-bonds	0.33	0.05	0%	-	-	-	-	-
Equity Based								
Real Estate Crowdfunding	2.96	2.90	3%	16%	40%	7%	4%	93%
Equity Crowdfunding	1.50	1.50	2%	23%	33%	12%	9%	94%
Revenue Sharing	0.40	0.40	0%	70%	35%	2%	3%	70%
Non-investment Based								
Reward-based Crowdfunding	0.88	0.87	1%	3%	51%	6%	19%	-
Donation-based Crowdfunding	0.64	0.64	1%	18%	85%	11%	2%	-

Adattata da CCAF (2020) "The global Alternative Finance Market Benchmarking Report"

Se ci spostiamo nel contesto Europeo (Fig.11), si nota come l'Italia gioca un ruolo importante, superando nel 2020, per raccolta di capitali tramite mercato finanziario online alternativo, tutti gli altri paesi Europei, se si esclude il Regno Unito che da solo rappresenta il 56% dell'intero mercato Europeo. L'Italia è passata da 1,55 miliardi nel 2019 a 1,86 miliardi nel 2020 di capitale raccolto tramite finanza alternativa conquistando il primo posto in Europa (escludendo sempre il regno Unito) e rappresenta l'8,6% del mercato Europeo e addirittura il quarto posto al mondo dopo Stati Uniti, Regno Unito, e Brasile. Questo è un grande risultato per il nostro paese che sta dimostrando di essere in grado di sfruttare al meglio i nuovi strumenti a disposizione per il supporto finanziario di start-up e PMI, grazie anche alle normative introdotte negli ultimi anni di cui parleremo in seguito.

Fig.11: Volume in milioni dei mercati di finanza alternativa divisi per paesi europei dal 2018 al 2020



Fonte: 'The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report' of Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF)

Per quanto riguarda il crowdfunding, è cresciuto esponenzialmente di anno in anno del 23,3% con le stime attuali prese dal Fondo Monetario Internazionale, banca mondiale, ONU ed Eurostat (Statista, 2020). Questa crescita dovrebbe raggiungere i 93 miliardi di dollari entro il 2025 (Banca Mondiale, 2013). A causa delle potenziali organizzazioni di crowdfunding, non solo gli individui ma le organizzazioni internazionali hanno abbracciato il crowdfunding, vedendolo come un'opzione di finanziamento alternativa.

Ad esempio, il Programma per la tecnologia climatica della Banca Mondiale ha esaminato come il crowdfunding possa aiutare a finanziare la tecnologia verde nei paesi in via di sviluppo (Banca Mondiale, 2015) e la maggiore necessità di regolamentare il crowdfunding a causa della prevalenza del crowdfunding come segmento crescente del 'fintech' in tutto il mondo (Banca Mondiale, 2019).

1.6 Nuove forme emergenti di Crowdfunding

Negli ultimi anni, con la crescita e la diffusione sempre maggiore delle piattaforme di crowdfunding, si stanno sviluppando modelli che possono essere considerate ibridi in quanto, rispetto alle tipologie classiche sopra descritte, non rientrano categoricamente in uno di questi modelli. Possiamo definirle come micro-tipologie che cambiano in base al contesto di riferimento, al settore al quale è applicato, alla tipologia di iniziativa e in base ai soggetti che lanciano le campagne. Si può pensare che negli anni a venire, l'applicazione del crowdfunding a diversi contesti, possa portare allo sviluppo sempre di nuove forme, che nascono con l'obiettivo di sfruttare i vantaggi di questa tipologia di raccolta fondi in ambiti più lontani e diversi.

Le tipologie emergenti affrontate in questo paragrafo sono:

- **Civic Crowdfunding**, applicato al settore delle iniziative pubbliche;
- **Corporate Crowdfunding**, applicato da organizzazioni e imprese per le iniziative di Corporate Social Responsibility (CSR);
- **Energy Crowdfunding**, applicato al settore energetico;
- **Real Estate Crowdfunding**, applicato al settore immobiliare;
- **Do-It-Yourself Crowdfunding**, applicato tramite siti web degli enti che lo utilizzano;
- **Crowdfunding ricorrente**, applicato in modo periodico e continuo senza una scadenza.

Iniziamo a parlare di un modello che è nato come supporto alla finanza pubblica ed è il crowdfunding civico. Il '**Civic Crowdfunding**' è una tipologia attraverso cui le comunità locali propongono e finanziano progetti che hanno l'obiettivo di migliorare il territorio o di fornire servizi alla comunità. Viene definito civico in quanto coinvolge i cittadini, raggruppati per formare comunità locali, che contribuiscono alla rigenerazione di un territorio con il loro impegno, tempo, idee e risorse finanziarie.

Tali progetti vengono attuati spesso anche in collaborazione con le amministrazioni locali e, proprio per questo motivo, è considerato uno strumento alternativo per sostenere la finanza pubblica, un metodo di raccolta fondi che può essere di sostituzione totale o parziale (match-funding) rispetto ai finanziamenti del settore pubblico.

I contributi da parte dei finanziatori sono volontari mentre, per quanto riguarda le commissioni, la piattaforma addebita importi di commissione piccoli rispetto alle piattaforme basate sui premi, ma spesso richiedono ai potenziali finanziatori mance ulteriori.

Davies (2014), Charbit e Desmoulin (2017), hanno proposto la suddivisione del Civic Crowdfunding in quattro diversi approcci che sono il modello sponsor, il modello manager, il modello curatore e quello facilitatore. La differenza tra i primi due sta nel tipo di piattaforma utilizzata: nel modello sponsor la pubblica amministrazione gestisce la campagna utilizzando una piattaforma già esistente mentre, nel modello manager, crea una piattaforma propria di crowdfunding con l'obiettivo esclusivo di finanziare progetti per lo sviluppo del territorio.

Il modello curatore utilizza, invece, una piattaforma di reward-based crowdfunding, in particolare tramite una sezione speciale civica; nell'ultimo modello, il facilitatore, la pubblica amministrazione assume il ruolo di facilitare le iniziative dei cittadini attraverso un sostegno progettuale, tecnico e anche finanziario.

L'obiettivo dei progetti di crowdfunding civico è quello di migliorare la vita dei membri di una comunità e anche di rappresentare una forma maggiore di partecipazione dei cittadini alle decisioni pubbliche. I progetti possono avere un profitto o una natura no-profit, poiché il crowdfunding civico viene utilizzato anche dagli imprenditori sociali per finanziare le loro imprese sociali.

Il crowdfunding civico comporta spesso la partecipazione di finanziatori il cui scopo è stimolare lo sviluppo sociale e territoriale delle aree geografiche a cui si sentono collegati. Per questo un interesse specifico per un progetto può essere guidato dalla vicinanza geografica e relazionale. I finanziatori sono di due tipi: coloro che finanziano e godono dei benefici di un progetto (interesse individuale) e quelli motivati da un interesse più ampio a finanziare un bene o un servizio nonostante non abbiano la possibilità di godere direttamente dei benefici per motivi di posizione geografica (interesse personale e altrui).

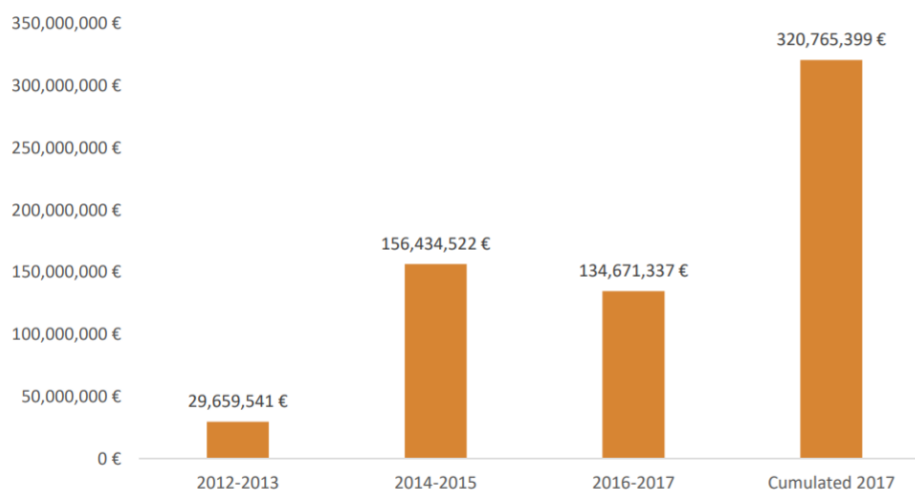
Di solito, non si aspettano una ricompensa finanziaria, ma più una ricompensa emotiva, guidati dal senso di appartenenza alla comunità locale. Per questo il civic crowdfunding può rientrare nella tipologia di donation-based crowdfunding. In Italia, secondo i dati 2018 di Starteed, i progetti civic-based e di match-funding hanno raccolto, complessivamente, circa 4 milioni di euro.

Un altro modello che si sta diffondendo molto è il '**Corporate Crowdfunding**', una tipologia di finanziamento collettivo che parte dal concetto di 'Corporate Social Responsibility'. Le aziende cercano sempre di più di utilizzare le piattaforme di crowdfunding, per avviare iniziative volte ad un'innovazione sana, minimizzando le possibilità di danneggiamento verso un particolare ambito di tutela dell'interesse comune. Le piattaforme diventano il 'luogo virtuale' dove le aziende coinvolgono il pubblico interessato a questa tipologia di progetti: l'obiettivo di queste iniziative di CSR e di open innovation è quello di portare valore alla comunità, cofinanziando i progetti insieme al pubblico della piattaforma e portando il crowdfunding ad avere un impatto sociale, ed essere utilizzato come strumento per realizzare progetti a beneficio del territorio e delle comunità. Dal momento che l'intera comunità Europea, ma anche a livello mondiale, sta puntando moltissimo su progetti che hanno come obiettivo la salvaguardia dell'ecosistema e la tutela dell'ambiente, si può immaginare come

molti enti operanti nel settore energetico si stanno dando da fare con iniziative per lo sviluppo di fonti energetiche sostenibili, al fine di garantire la transizione energetica e la riduzione dell'utilizzo di fonti fossili. L'argomento è assolutamente uno dei più importanti, soprattutto in questo momento, ed è logico come anche in questo campo siano nate piattaforme di **'Crowdfunding Energetico'**. Il modello è una forma di finanziamento dal basso nel settore della 'green energy' e del rinnovabile con lo scopo di realizzare progetti sostenibili e di transizione energetica. I principali attori, che hanno un ruolo chiave in questo modello, sono proprio i cittadini, la cui partecipazione diretta come utenti e allo stesso tempo consumatori e investitori è sempre più usuale nel campo della transizione energetica. I cittadini investitori hanno la possibilità di investire in modo diretto e senza intermediazioni con piccoli importi di denaro in progetti energetici e di beneficiarne economicamente, ottenendo così una forma di democratizzazione dell'investimento e sviluppo nel settore energetico. Per questo motivo è paragonabile ad una forma di crowdfunding civico, ed in particolare al già citato 'match-funding'.

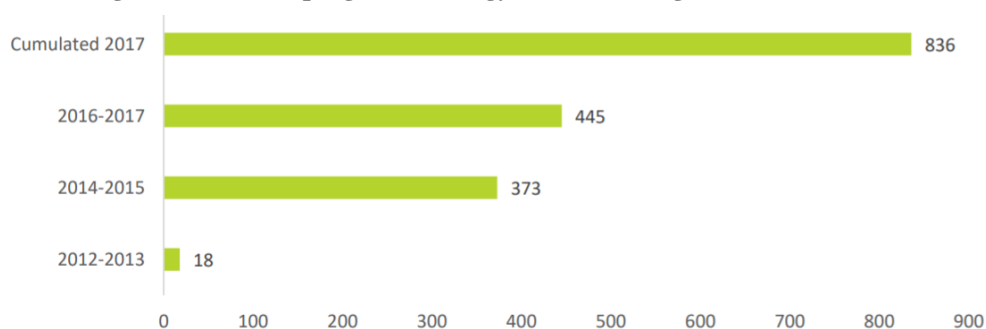
Il settore del Crowdfunding energetico si è sviluppato intorno al 2012, e uno studio effettuato dal progetto Europeo H2020 TEMPO, presenta come dal 2012 al 2017 ci sia stata una forte crescita sia del numero di progetti nel settore energetico che degli importi raccolti. I grafici sottostanti (**Fig.12** e **Fig.13**) mostrano alcuni risultati dello studio effettuato e pubblicato dal sito 'Euroheat & Power'.

Fig.12: Volume totale raccolto tramite Energy Crowdfunding tra il 2012 e il 2017



Fonte: *Crowdfunding as a novel tool for district heating projects, H2020 TEMPO Project, 2018.*

Fig.13: Numero di progetti di Energy Crowdfunding tra il 2012 e il 2017

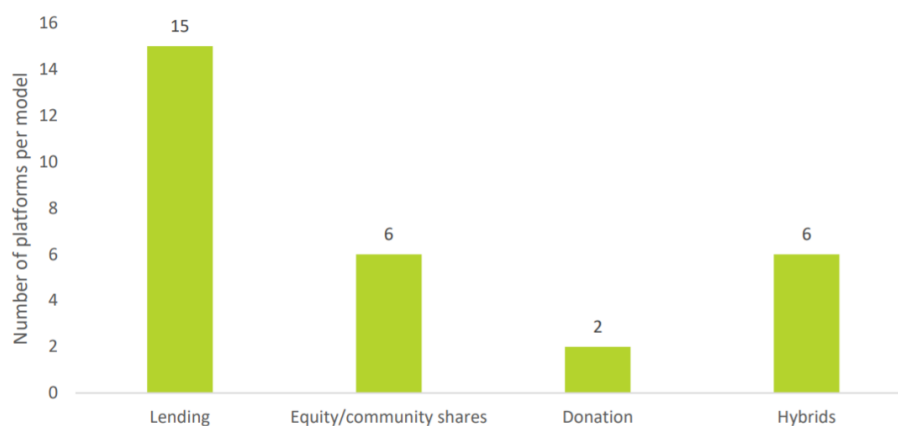


Fonte: *Crowdfunding as a novel tool for district heating projects, H2020 TEMPO Project, 2018.*

Per quanto riguarda la tipologia, oltre il 90% delle piattaforme attive sono di tipo finanziario, cioè crowdfunding o crowdlending finalizzate all'investimento e alla raccolta di capitali, mentre il 10% delle altre piattaforme sono basate sul modello di ricompense in modalità donation o reward (**Fig.14**)

Nel caso di progetti energetici di equity i cittadini che investono, ottengono quote di aziende o cooperative nella produzione di energia pulita e beneficiano dei dividendi che vengono emessi sulla base della performance finanziaria degli investimenti effettuati. Secondo lo studio prima citato di 'H2020 Tempo Project', i rendimenti medi degli investimenti nelle piattaforme energetiche variano dal 4% al 9%.

Fig.14: Numero di piattaforme di Energy Crowdfunding per modello nel 2017



Source: *Crowdfunding as a novel tool for district heating projects, H2020 TEMPO Project, 2018.*

Anche in Italia sta prendendo importanza questa tipologia di crowdfunding e al 2017 erano già attive due piattaforme dedicate esclusivamente a progetti energetici 'green' che sono la piattaforma Ecomill e l'istituzione di ramo specifico da parte di Edison.

Nel 2018 è nata una nuova piattaforma '**Ener2crowd**', e ormai rappresenta la piattaforma numero uno in Italia per i finanziamenti sostenibili, con il modello lending-based.

La piattaforma sta ottenendo ottimi risultati con 1,6 mln di euro e 16 campagne chiuse a gennaio 2021, e molte altre in partenza per il 2021, ed è in grado di raccogliere una media tra 300 mila e 500 mila euro al mese.

Il crowdfunding sta riscuotendo successo anche nell'ambito del mercato immobiliare e si stanno sviluppando sempre più piattaforme di '**Real Estate Crowdfunding**'. Consiste nell'applicazione del crowdfunding al settore del 'real estate' e consente agli investitori di prendere parte a finanziamenti di progetti immobiliari, in ambito residenziale o commerciale. Per gli investitori immobiliari il real estate crowdfunding è un'opportunità di guadagno vantaggiosa e maggiormente accessibile poiché elimina le barriere d'accesso al mercato immobiliare, consentendo ai risparmiatori di investire 'nel mattone' anche con un apporto di denaro più contenuto. Inoltre, grazie alla possibilità di finanziare importi piccoli, permette agli investitori di diversificare l'investimento su diversi progetti di 'real estate', in differenti aree geografiche e su diverse tipologie di immobili. Sembra che l'investimento nell'ambito immobiliare tramite crowdfunding sia molto più facile, flessibile e meno rischioso grazie alla diversificazione dell'investimento e, per certi versi, riesce a eliminare

alcuni dei problemi che derivano dai classici investimenti immobiliari. Nel caso del ‘Real estate Crowdfunding’ si può avere sia la modalità equity-based sia lending-based: nell’equity l’investitore sottoscrive quote societarie del progetto a cui prende parte, mentre nel lending presta denaro ricevendo in cambio gli interessi proposti dalla società, insieme al capitale investito. Il Rapporto sul crowdfunding immobiliare del Politecnico di Milano di giugno 2020 ha previsto che il real estate crowdfunding avrà molto successo in Italia tra gli investitori nel biennio 2020/2021. In particolare, il lending crowdfunding immobiliare ha registrato una forte crescita e sta diventando uno degli strumenti più vantaggiosi e complementari alle classiche fonti di finanziamento.

Le aziende negli ultimi anni si sono rese conto delle potenzialità della raccolta fondi dal basso e per questo vogliono sfruttare al massimo il meccanismo per i loro molteplici scopi. Molte aziende e organizzazioni, infatti, hanno deciso di realizzare campagne all’interno del sito dell’organizzazione o dell’azienda stessa e di raccogliere fondi senza l’utilizzo di piattaforme intermediarie; i progetti vengono promossi in maniera indipendente e tutte le fasi vengono svolte in maniera autonoma tramite il sito dell’ente.

Questo tipo di finanziamento dal basso per reperire risorse viene chiamato **‘Do-It-Yourself’**, cioè il modello ‘fai-da-te’ il cui sviluppo è stato incentivato dalle difficoltà che molti soggetti hanno riscontrato nell’utilizzo di piattaforme dei modelli classici dovute ad esempio ai regolamenti d’ingresso o alle garanzie per l’utilizzo del servizio. Il modello ‘Do-It-Yourself’ presenta delle caratteristiche molto vantaggiose rispetto all’uso delle piattaforme di crowdfunding come l’assenza di costi di commissione per la realizzazione delle campagne, l’assenza di una durata temporale limitata per il progetto e la possibilità di personalizzare ogni aspetto del progetto senza standard imposti.

I modelli di crowdfunding descritti finora sono tutti caratterizzati da una durata temporale prestabilita della campagna e da una soglia di investimento da raggiungere come obiettivo. Tuttavia, esistono anche tipologie di campagne che non hanno una durata limitata o una scadenza ma che, al contrario, raccolgono fondi in modo periodico e continuato. Questo modello è definito **‘Crowdfunding Ricorrente’** ed è adatto alle tipologie di progetti che vengono gestiti tramite ‘subscription’ e abbonamenti, ed in particolare per progetti editoriali o artistici e per blogger, giornalisti, youtubers ecc.

Questa versione delle campagne di crowdfunding è stata definita dalla piattaforma ‘Produzioni dal Basso’ come “modalità di raccolta fondi adatta per progetti in cui è necessario ottenere fondi in modo periodico e continuato, concedendo la possibilità inoltre, a chi ha interesse ad investire nello stesso, una donazione automatica con ricorrenza pari a 30 giorni”.

I sostenitori rinnovano la donazione in automatico ogni 30 giorni, ed è previsto per alcune tipologie di finanziamento la possibilità di offrire ricompense: per questo il crowdfunding ricorrente rientra sia nella categoria donation-based che reward-based.

1.7 Regolamentazione del crowdfunding

La regolamentazione dell'attività di crowdfunding si sta concretizzando solo recentemente in maniera più efficace: il primo paese che ha introdotto una regolamentazione significativa riguardo il crowdfunding sono stati gli Stati Uniti nel 2012, con l'approvazione del Jobs Act (Jumpstart Our Business Startups), che ha introdotto l'autorizzazione dell'esercizio dell'attività di intermediazione per il crowdfunding, derogando le prescrizioni e introducendo una particolare esenzione del "Security Act". L'entrata in vigore della regolamentazione è avvenuta, però, solo nel 2016.

L'Unione europea nel 2018 ha presentato una proposta di regolamento sul crowdfunding che stabilisce norme sulla divulgazione delle informazioni, la governance, la gestione dei rischi e la vigilanza da parte delle autorità di regolamentazione (Commissione europea, 2018), che è stata approvata nell'ottobre 2020, ma che non è ancora entrata in vigore.

Anche in altri paesi come la Cina, sono state introdotte misure amministrative per il crowdfunding di private equity: nella bozza della 'Securities Association of China' vengono definite regole che si occupano dell'utilizzo del crowdfunding per le aziende.

Negli ultimi anni sono state sviluppate norme per proteggere i consumatori da questa nuova forma di transazione: la necessità di protezione è nata in seguito a frodi nel crowdfunding in cui, ad esempio, i premi che erano stati promessi non sono stati emessi. Nel 2015 è stata creata una precedente con il caso legale tra la Federal Trade Commission e un creatore di progetti; il creatore è stato trovato ingannevole e ha dovuto restituire l'importo ai suoi backer (Federal Trade Commission, 2015).

I paesi di tutto il mondo hanno cercato di sviluppare politiche e apportare cambiamenti normativi nell'interesse della protezione degli investitori per consentire che il canale di crowdfunding possa integrare i finanziamenti tradizionali e ampliare il sistema finanziario. Molti paesi hanno approvato regolamenti sull'equity crowdfunding, ma gli approcci normativi sembrano essere altamente dispersi in termini di limitazioni sulla tipologia di investitori, sull'importo dell'investimento e sui metodi di utilizzo delle piattaforme. Alcuni approcci normativi sono molto liberali e alcuni sono molto protezionistici. La diversità degli approcci è in parte spiegata dalle differenze negli approcci politico-economici al ruolo dello Stato, alle strutture economiche e al sostegno per aumentare le attività imprenditoriali in un paese.

1.7.1 Regolamentazione negli Stati Uniti

La Security Exchange Commission (SEC), che corrisponde all'organismo di controllo della Consob negli Stati Uniti, nel 2012 si è occupata di introdurre una legge chiamata JOBS act in cui si regola l'utilizzo di piattaforme di crowdfunding e in particolare, di equity crowdfunding.

Nel titolo III del JOBS Act, noto anche come CROWDFUND Act, si introduce la possibilità alle aziende di utilizzare il crowdfunding per emettere titoli, qualcosa che in precedenza non era consentito.

Il titolo III è stato revisionato definitivamente il 30 settembre 2015, per entrare poi in vigore a maggio 2016.

L'importanza del JOBS Act nell'ambito del crowdfunding è dovuta all'introduzione di esenzioni da obblighi previsti per alcune imprese che utilizzano tale strumento. Negli Stati Uniti, l'offerta di titoli, inclusi titoli azionari e di debito, deve normalmente essere registrata presso la Securities and Exchange Commission (SEC). Il requisito di registrazione negli Stati Uniti si applica solo quando una società vende titoli e, poiché alcuni tipi di crowdfunding, come la donazione e il crowdfunding basato su premi (compresi i preacquisti) non coinvolgono titoli, queste attività non sono sottoposte a regolamentazione. Il crowdlending, invece, comporta un titolo, e quindi è soggetto alla regolamentazione dei titoli statunitensi, a meno che, come sul sito kiva, i prestatori non ricevano interessi.

Le vendite di azioni attraverso il crowdfunding e la vendita di titoli di debito attraverso il crowdlending, sono soggette dunque ai requisiti di registrazione SEC. Questo processo di registrazione comporta un'ampia divulgazione obbligatoria e limiti sull'offerta e la vendita dei titoli. La società di offerta deve presentare un ampio documento informativo noto come dichiarazione di registrazione alla SEC e deve fornire la maggior parte di tale divulgazione agli investitori in un documento noto come prospetto. Il processo di registrazione per i dichiaranti per la prima volta richiede spesso mesi e il costo diretto per preparare e presentare la dichiarazione di registrazione, incluse le spese legali, le spese contabili, le tasse di registrazione e i costi di stampa, possono essere centinaia di migliaia di dollari. Questo costo è troppo elevato per le piccole quantità di capitale imprenditoriale che le start-up di capitale d'impresa e altre piccole imprese vogliono raccogliere attraverso il crowdfunding e il crowdlending; a causa dell'elevato costo di registrazione, questo tipo di offerte può avere successo negli Stati Uniti solo se sono esentate da questi requisiti.

Con l'introduzione del JOBS Act è stato possibile sollevare alcune imprese dagli obblighi previsti del 'Securities Act'. I requisiti, affinché le imprese possano essere esonerate, sono che la somma raccolta non debba superare un milione di dollari nei dodici mesi, per coloro che raccolgono capitale tramite equity crowdfunding, che il massimo investito da ciascun investitore non debba superare i duemila dollari annui, o la percentuale del 5% delle sue entrate quando i suoi redditi sono inferiori a centomila dollari (10% se superiori). Inoltre, per quanto riguarda i titoli sottoscrivibili, ciascun investitore ha un massimo di centomila dollari da poter investire in varie offerte, nei 12 mesi, e dopo averli acquistati, i titoli non possono essere venduti prima di un anno. Tutte le transazioni devono essere eseguite da un intermediario che è registrato alla SEC come broker o come nuova entità, denominato "portale di finanziamento".

L'introduzione di questa legge negli Stati Uniti è stata di esempio per molti altri paesi che, hanno introdotto normative simili atte a facilitare, semplificare e incentivare l'utilizzo della raccolta di capitali dal basso e renderlo a tutti gli effetti uno strumento valido ed efficiente per lo sviluppo di start-up o piccole imprese.

1.7.2 La Regolamentazione europea

Il crowdfunding nel contesto europeo ha avuto il suo sviluppo in modo disomogeneo tra i vari paesi e, ciò, ha contribuito alla creazione di normative e regolamenti sull'attività molteplici e anche molto differenti, portando così a non avere un framework chiaro e omogeneo di riferimento per chi vuole svolgere l'attività di crowdfunding oltre i confini nazionali. Questa situazione poco chiara ha rappresentato un ulteriore ostacolo allo sviluppo finora di un mercato unico e transazionale del crowdfunding.

Oltre a ciò, il costante aumento delle dimensioni del mercato del crowdfunding, in particolare il comparto dei prestiti, e il riconoscimento dei rischi significativi connessi allo stesso, hanno reso sempre più urgente la regolamentazione di tale fenomeno. Inoltre, è necessario proteggere gli investitori da informazioni false, frodi, conflitti di interessi e perdite di capitale e illiquidità. Alcuni paesi hanno anche sottolineato l'importanza di proteggere i crowd-borrower dal sovraindebitamento, dalle clausole ingiuste e dalla divulgazione di informazioni societarie non protette, nonché dagli interessi più generali della cybersecurity e della lotta al riciclaggio di denaro.

La Commissione europea, dopo aver inizialmente esaminato un'azione normativa dell'UE non sostenuta, ha presentato nell'ottobre 2017 una "valutazione d'impatto iniziale" e, poco dopo, l'8 marzo 2018, una proposta di regolamento sui fornitori europei di servizi di crowdfunding (ECSPs) per le imprese nell'ambito del suo programma CMU e del piano d'azione FinTech.

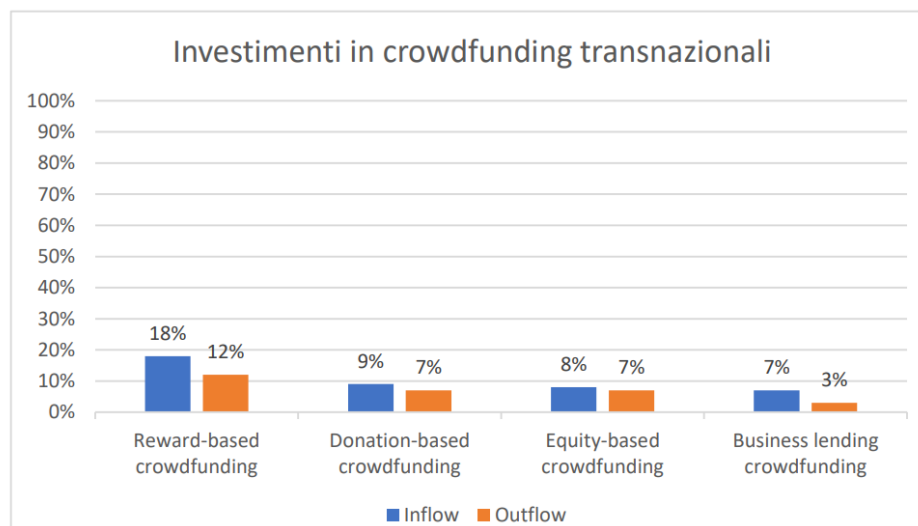
Tale regolamento si applica unicamente ai modelli di Equity Crowdfunding e il Social lending e ha l'obiettivo di porre rimedio alla frammentazione delle normative europee per rafforzare la protezione di investitori e risparmiatori, garantendo la trasparenza e agevolando la raccolta di capitali a livello transnazionale.

A causa della frammentazione del contesto normativo e della disciplina nei diversi paesi, la prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding è stata disincentivata e molte volte anche non resa possibile, compromettendo la possibilità di maggiore visibilità e raccolta di capitale agli emittenti.

Le piattaforme, per fornire i loro servizi a livello transfrontaliero, hanno dovuto finora verificare il trattamento e i requisiti per condurre il crowdfunding in ogni Stato membro che desiderano raggiungere, con costi elevati e risultati incerti e anche il livello di protezione degli investitori dipende dalla qualifica scelta da ciascun paese e dal conseguente trattamento normativo.

Il report realizzato dall'Università di Cambridge (Ziegler et al., 2018) mostra come nel 2016 gli investimenti cross-border, ovvero transnazionali, siano stati davvero poco significativi per i valori considerati (**Fig.15**); il regolamento ECSP ha lo scopo di far crescere questa attività anche a livello transnazionale facilitando attraverso una normativa omogenea la raccolta di capitali, creando così come un passaporto europeo per le piattaforme di Equity crowdfunding che operano in più paesi.

Fig. 15: Investimenti transnazionali per i modelli di crowdfunding



Fonte: Cambridge Report "Expanding Horizons", Ziegler et al., 2018

Alcune delle norme comprese nella bozza del 2018 del regolamento riguardano la soglia massima delle offerte raccogliabili con l'Equity Crowdfunding, il marketing delle campagne, le responsabilità e i ruoli delle autorità vigilanti e la regolamentazione dei portali.

Il regolamento richiede una maggiore responsabilità per la vigilanza alle autorità nazionali che dovranno, dunque, prendere il posto dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) nell'implementazione dei poteri di vigilanza sull'attività.

Per la regolamentazione delle piattaforme UE, la normativa sembra differente in base alle caratteristiche del portale: se la piattaforma ha il solo ruolo di facilitare l'incontro tra investitori e i soggetti che propongono i progetti vi sono dei requisiti di informativa differenti rispetto a piattaforme che influenzano attivamente la formazione dei prezzi e la predisposizione delle offerte. I requisiti di informativa cambiano dunque in base alla tipologia e al differente livello di rischio di ciascuna piattaforma.

Il regolamento consente anche piattaforme di Paesi Terzi di poter offrire i loro servizi nei paesi Ue a patto che siano autorizzate dai rispettivi paesi terzi e che siano in linea con le regole imposte alle piattaforme europee.

La proposta ECSP, affronta anche la tematica delle ICO, ovvero delle Initial Coin Offerings: il regolamento consente ai gestori delle piattaforme di crowd il lancio di ICO tramite portali a patto che la raccolta dell'ICO risulti inferiore alla soglia di 8 milioni e a patto che non si tratti di 'private placement'. Ovviamente occorre che vengano rispettati tutte le altre previsioni del Regolamento, visto il pericolo di frodi e i rischi di cybersecurity che corrono gli investitori in queste nuove forme di finanziamento.

Dopo oltre due anni, solo il 5 ottobre 2020, c'è stata l'approvazione definitiva del Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese.

Il regolamento entrerà in vigore dopo 12 mesi e 20 giorni dalla pubblicazione, approssimativamente per novembre 2021 e permetterà alle piattaforme di operare in tutta Europa e agli investitori di prendere parte a progetti di paesi membri differenti dal proprio.

La normativa trova applicazione nei confronti di tutti i fornitori europei di crowdfunding e i requisiti e le condizioni definitive, approvate a ottobre 2020, per operare sono le seguenti:

- La somma massima raccolta sul portale da un emittente non può superare i 5 milioni di euro nell'arco di dodici mesi; qualora la raccolta superi i 5 milioni l'attività verrà regolata dalla disciplina MiFID e dal regolamento relativo al prospetto e non sarà più applicabile la normativa sul crowdfunding.
- L'attività di raccolta transnazionale per i gestori dei portali deve essere autorizzata dall'autorità nazionale competente, e verrà autorizzata all'estensione dei propri servizi ad altri Stati membro con un meccanismo di silenzio assenso dopo quindici giorni dalla richiesta di estensione. L'autorità nazionale dovrà occuparsi delle istanze di autorizzazione, rimane responsabile delle verifiche documentali e di dare informazione dell'esito alle autorità competenti degli Stati membri coinvolti e all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).
- L'ESMA e l'Autorità Bancaria Europea (ABE) hanno un ruolo di coordinamento e di elaborazione di norme tecniche di attuazione, riguardo la valutazione del rischio di credito dell'investimento, la verifica della correttezza dei dati forniti, la gestione dei conflitti di interesse e delle procedure di reclamo da parte degli investitori.
- Le piattaforme hanno l'obbligo di pubblicare annualmente il tasso di default risultato negli ultimi tre anni, considerandolo in base alla categoria di rischio. Inoltre, le piattaforme sono inutilizzabili per il trading secondario e multilaterale.
- Per quanto riguarda la tutela degli investitori il regolamento introduce una serie di misure che garantiscano la sicurezza dell'utilizzo delle piattaforme e la protezione da eventuali frodi. Per far fronte alla maggiore protezione il regolamento prevede che sulle piattaforme sia operativo un meccanismo di simulazione che accerti la capacità dell'investitore non sofisticato di sostenere perdite, considerando la soglia del 10% del patrimonio netto, e che segnali qualora ci sia il superamento di alcuni indicatori come il rapporto investimento su patrimonio. Ai consumatori viene previsto un diritto di recesso di 4 giorni dall'acquisto e alle piattaforme viene imposto un obbligo di verifica della completezza, correttezza e chiarezza delle informazioni fornite, introducendo la possibilità di sanzioni significative per le piattaforme qualora si riscontrino inesattezze nelle informazioni sugli investimenti. Devono inoltre essere introdotti meccanismi di reclamo da parte degli investitori.

Dall'entrata in vigore del regolamento, gli Stati membri dovranno astenersi dall'imporre ai mutuatari di massa e ai crowd-lender di detenere o richiedere una licenza bancaria, un'esenzione individuale nonché dall'applicare loro leggi bancarie, a meno che non siano istituti di credito già autorizzati.

Gli attuali fornitori di crowdfunding autorizzati dal diritto nazionale potranno continuare a offrire i loro servizi, secondo il loro regime nazionale, solo per un periodo transitorio di massimo un anno (10 novembre 2022). Ciò vale anche per le piattaforme che operano solo a livello nazionale, a meno che la Commissione non decida

entro il 10 maggio 2022, mediante un atto delegato e previa consultazione dell'ESMA sull'impatto del regolamento sui mercati nazionali del crowdfunding e sull'accesso ai finanziamenti, di prorogare il periodo transitorio di altri 12 mesi.

1.7.3 Quadro normativo italiano

Tra i paesi europei, l'Italia è stata il primo a introdurre normative specifiche per la regolamentazione del crowdfunding, in particolare l'oggetto principale sottoposto alla normativa è l'equity-based crowdfunding e in minima parte anche il social lending o crowdlending. Per gli altri modelli il legislatore rimanda alla regolamentazione esistente per tipologie di finanziamento paragonabili per natura ad essi.

In quest'ultimo caso, i maggiori provvedimenti che regolano le attività di crowdfunding sono il TUF (Testo unico sulla Finanza), il TUB (Testo Unico Bancario), la direttiva AIFMD (Alternative Investment Fund Managers), le direttive MiFID, il Codice Civile, il Codice della Privacy, le direttive contro il riciclaggio e il Payment Service Directive 1 e 2.

In questo paragrafo cerchiamo di ricostruire tutti gli eventi che dal 2012 in poi, attraverso varie normative italiane, hanno influenzato l'attività di crowdfunding e favorito maggiormente il suo utilizzo.

Le previsioni riguardanti il crowdfunding nelle normative seguenti sono state introdotte con l'obiettivo più generale di creare un framework di riferimento omogeneo che sia utile per le start-up e per sostenere gli sforzi per lo sviluppo delle nuove imprese innovative.

Per quanto riguarda il primo vero regolamento relativo all'equity crowdfunding si prende in considerazione quello emanato nel giugno 2013 dalla Consob, che fa riferimento ad una legge approvata nel 2012 per l'istituzione delle start-up innovative, che, secondo il regolamento, dovevano essere le uniche autorizzate alla raccolta di capitale di rischio tramite crowdfunding. Tra le regole stabilite vi sono quelle relative alle piattaforme e ai requisiti per essere autorizzate allo svolgimento dell'attività.

Parliamo del Decreto Crescita 2.0 (D.L. 179/2012), il cui scopo principale è stato quello di incentivare lo sviluppo di start-up innovative e la nascita del settore dei mini-bond. Il decreto ha modificato l'art. 30 del TUF, nella sezione delle offerte pubbliche, e ha introdotto particolari limitazioni in materia di equity crowdfunding che possono essere così descritte:

- La raccolta dei fondi può avvenire esclusivamente con l'utilizzo di portali Internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate, da soggetti che si occupano di servizi di investimento e che abbiano comunicato alla Consob l'intenzione di svolgere l'attività di gestione del portale e da soggetti autorizzati da una serie di requisiti stabiliti dalla Consob.
- Le campagne di crowdfunding possono essere lanciate da startup innovative e devono riguardare titoli partecipativi del capitale.
- Il limite massimo di raccolte è stabilito a 8 milioni, e tale soglia non può essere superata.

Dopo 3 anni, nel gennaio 2015, è entrato in vigore un altro decreto, il Decreto Crescita 3.0 (Decreto-legge n. 3 del 24.1.2015), che ha inserito tra le tipologie di società la PMI Innovativa, cioè la Piccola Media Impresa

Innovativa, e ha introdotto importanti novità per l'equity crowdfunding. In particolare, il decreto-legge ha introdotto cambiamenti per la raccolta di capitale tramite crowdfunding, concedendo questa tipologia di finanziamento a:

- Start up innovative, istituite dalla legge del 2012;
- PMI innovative, introdotte con lo stesso decreto;
- Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative;
- Società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

Le novità introdotte dal decreto riguardano dunque l'estensione dell'attività di raccolta di capitale online alle PMI innovative, ai veicoli di investimento specializzati, alle strutture di venture capital la cui attività principale è quella di investire in start-up e PMI innovative.

Prima di ciò, i fondi di investimento e i venture capitalist svolgevano la raccolta di capitale solo presso investitori professionali, mentre successivamente al decreto, l'accesso è potenzialmente aperto a tutti, portando ad una democratizzazione dell'accesso ai vantaggi e ai rischi dell'investimento in innovazione.

Nel 2017 ci sono state ulteriori modifiche normative relative la regolamentazione dell'equity crowdfunding, con il Decreto-legge 50/2017. In particolare, l'art 57 del decreto, relativo all'attrazione per gli investimenti, introduce l'estensione a tutte le PMI previste dalla legge, e non solo quelle innovative, di poter finanziare la propria attività attraverso la raccolta di risorse finanziarie e l'utilizzo di piattaforme online adibite a tale funzione.

Negli anni seguenti con il 'Regolamento Consob in materia di equity-crowdfunding', dell'ottobre 2019, è stata introdotta la possibilità di:

- Emettere mini-bond per tutte le PMI che ne fanno richiesta sulle piattaforme di equity crowdfunding;
- Operare nel territorio italiano tramite attività di crowdfunding ad emittenti provenienti da paesi diversi dall'Italia.

L'ultimo decreto e più recente, che ha nuovamente modificato l'utilizzo del crowdfunding, è stato il 'Decreto Rilancio' del 19 maggio 2020: per quanto riguarda le società volte all'innovazione, con il decreto, emergono una serie di agevolazioni per start-up e PMI innovative come detrazioni fiscali fino al 50% per chi investe in questo tipo di società avendo però il limite massimo di investimento di 100.000 euro e una durata dell'investimento non minore di 36 mesi. Queste misure hanno l'obiettivo di rafforzare il ramo dell'equity crowdfunding e di incentivarlo come supporto alle start-up e le piccole imprese che, in un particolare e difficile momento storico, possono così sopravvivere e continuare la crescita. I dati riportati da 'crowdfundingbuzz' dicono che l'incentivo dell'ultimo Decreto rilancio ha avuto i suoi primi effetti sull'equity crowdfunding: i fondi raccolti nel secondo trimestre del 2020 hanno raggiunto un apporto record superando i 24 milioni di euro, risetto al primo trimestre 2020 la cui raccolta si attesta sotto i 4 milioni di euro.

CAPITOLO 2: La sostenibilità e gli investimenti sostenibili

2.1 Nascita del concetto di sostenibilità

La definizione di sostenibilità e sviluppo sostenibile ha subito negli anni un'evoluzione che ha sempre più inglobato gli aspetti multidimensionali del concetto stesso, come l'aspetto economico, ambientale, etico, sociale e culturale. Il concetto di sviluppo sostenibile è spesso associato al concetto di sostenibilità e quindi entrambi i termini sono spesso usati come sinonimi, anche in ambito accademico e scientifico, come osservato nella letteratura.

Autori come Grober, Caradonna e Du Pisani hanno contribuito molto a far luce su un'ampia gamma di radici antiche del concetto di sostenibilità. In particolare, si fa riferimento a eventi molto lontani come nel XVII e XVIII secolo, quando gli esperti forestali, come Evelyn e Carlowitz, hanno introdotto il concetto di rendimento sostenibile in risposta alla diminuzione delle risorse forestali in tutta Europa. Rilevanti sono anche i primi economisti politici come Smith, Mill, Ricardo e Malthus che, all'ombra della rivoluzione industriale, misero in discussione i limiti della crescita sia economica che demografica e riconobbero i compromessi intrinseci tra la generazione di ricchezza e giustizia. Anche gli scienziati naturali e gli ecologi del XIX secolo e dell'inizio del XX secolo contribuirono a far precipitare lo scisma tra i conservazionisti antropocentrici da un lato, prescrivendo la conservazione delle risorse naturali per un consumo sostenibile, e i conservazionisti biocentrici, che chiedevano la conservazione della natura a causa del suo intrinseco valore.

Se dobbiamo considerare però la prima apparizione a livello istituzionale del concetto di sostenibilità, si fa riferimento al rapporto Brundtland che segna la nascita del concetto di sviluppo sostenibile.

Nel *rapporto Brundtland* del 1987, intitolato "Our common future", lo sviluppo sostenibile viene definito come "uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri." Questa definizione rappresenta la concezione classica ed è stata la prima ufficiale sullo sviluppo sostenibile da parte della 'World Commission on Environment and Development' (WCED 1987), in cui si parla di sostenibilità in un'ottica di equità intergenerazionale: per avere una crescita e uno sviluppo sostenibile è necessario che le generazioni del presente utilizzino le risorse naturali, che sono limitate, per la soddisfazione dei propri bisogni facendo sì che non sia pregiudicata la possibilità per le generazioni future di usare altrettanto le risorse per soddisfare i loro bisogni. Le caratteristiche di questa definizione includono il riconoscimento della sostenibilità come un problema globale, la consapevolezza che la crescita ha dei limiti e che è necessario ottenere la crescita senza distruggere l'ambiente che ci circonda; inoltre, emerge il concetto di equità sociale ponendo maggiormente l'attenzione sul progresso economico e sociale dei paesi meno sviluppati, ed emerge una nuova priorità per il pensiero a lungo termine sulle generazioni future, riconoscendo che l'economia di mercato tende a scontare pesantemente i valori futuri a favore di benefici a breve termine.

Il rapporto Brundtland è stato un primo passo per l'introduzione dell'idea di sostenibilità nell'ambito legislativo: a partire da questo rapporto è stato adottato il concetto di sviluppo sostenibile come paradigma

delle nuove visioni di sviluppo. La visione di sostenibilità limitata all'equità intergenerazionale è stata ampliata successivamente durante la prima *conferenza* delle Nazioni Unite *sull'Ambiente e lo Sviluppo* nel **1992** a **Rio de Janeiro**: in tale occasione, il concetto di sviluppo sostenibile già introdotto qualche anno prima dal rapporto Brundtland, è stato dichiarato come unica soluzione per migliorare la qualità della vita senza superare le capacità di carico dell'ecosistema; si parla di come lo sviluppo economico e sociale debba avvenire tenendo in considerazione la salvaguardia ambientale.

Durante la Conferenza del 1992 sono emersi cinque importanti documenti:

- La Dichiarazione di Rio sull'ambiente e lo sviluppo: vengono introdotti 27 principi volti a creare una 'nuova ed equa partnership globale', in cui si riesca a rispettare gli interessi di tutti e si garantisca la tutela dell'integrità del sistema globale dell'ambiente e dello sviluppo.
- L'Agenda 21: un programma di azione che ha come obiettivo il perseguimento dello sviluppo sostenibile e che descrive le caratteristiche di una politica di sostenibilità, cioè la necessità di cambiare i modelli attuali di consumo, integrare le questioni ambientali e di sviluppo nel processo decisionale.
- La Convenzione sulla biodiversità: strategie relative al controllo dell'evoluzione e del mantenimento dei sistemi alla base della vita della biosfera.
- I Principi sulle foreste: principi per una gestione sostenibile e per la conservazione delle foreste.
- La Convenzione sui cambiamenti climatici: si introducono obiettivi relativi alla concentrazione dei gas a effetto serra affinché sia preservata la produzione alimentare, sia rispettato l'ecosistema e ci sia uno sviluppo economico sostenibile.

Inizia così a diffondersi il concetto di multidimensionalità della sostenibilità, che appare ancora più chiaro come un triangolo: il triangolo della sostenibilità è formato dalla sostenibilità ambientale, intesa come tutela dell'ecosistema, dalla sostenibilità economica, intesa come crescita produttiva delle risorse e dalla sostenibilità sociale, intesa come lotta alla povertà, rispetto dei diritti umani e della salute ed equità nella distribuzione delle risorse.

La sostenibilità viene vista, dunque, come un'interrelazione tra la salvaguardia dell'ambiente, lo sviluppo economico e lo sviluppo sociale.

Dal Vertice del 1992 di Rio de Janeiro, il concetto di sostenibilità è diventato egemonico ed è stato incorporato nei trattati internazionali e nelle costituzioni e leggi nazionali di molti paesi del mondo, è stato utilizzato anche in questioni relative alle imprese, alla produzione agricola, all'industria e allo sviluppo urbano ed è diventato il fondamento concettuale di approcci teorici come la green economy e l'economia circolare.

Vi sono altri importanti step da considerare nel percorso verso l'affermazione dello sviluppo sostenibile come l'individuazione da parte delle Nazioni Unite nel 2000 dei '*Millennium Development Goals*' (*MDG*), cioè obiettivi che riguardano lo sradicamento delle condizioni di povertà estrema nel mondo, il raggiungimento dell'istruzione primaria universale, l'empowerment delle donne e l'uguaglianza di genere, la lotta all'HIV e alla malaria, il raggiungimento di una sostenibilità ambientale e l'incoraggiamento ad una partecipazione globale per lo sviluppo.

A dieci anni dal Vertice di Rio, nel 2002, le Nazioni Unite decisero di raccogliere un nuovo vertice mondiale a Johannesburg (chiamato appunto Rio+10), in cui si fece un punto sulla situazione relativo all'ambiente e lo sviluppo: la situazione sembrava addirittura peggiorata su tutti i fronti.

In questa occasione i leader mondiali hanno ribadito l'impegno assunto per promuovere i tre pilastri dello sviluppo sostenibile: la protezione dell'ambiente, lo sviluppo economico e lo sviluppo sociale, a livello locale, nazionale e mondiale.

Nel 2015, invece, si è avuta una vera e propria svolta nell'ambito della sostenibilità con l'introduzione da parte delle Nazioni Unite dei '*Sustainable Development Goals*' (SDG); quest'ultimi sono 17 obiettivi che riguardano e interessano tutte le dimensioni della sostenibilità con l'obiettivo di eliminare la povertà, eliminare le disuguaglianze nel mondo e incentivare lo sviluppo sociale ed economico, tenendo in considerazione aspetti fondamentali come i cambiamenti climatici e la tutela ambientale. Gli SDG saranno trattati in maniera più approfondita successivamente.

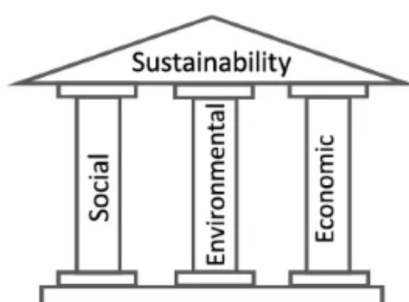
Nello stesso anno, ci fu un ulteriore evento che ribadì l'importanza dei temi sostenibili per il Pianeta, cioè *l'Accordo di Parigi*, dove i 197 paesi facenti parte della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, hanno firmato un'intesa con l'obiettivo di contenere l'aumento della temperatura media globale al di sotto della soglia dei 2 gradi e di limitarne l'incremento a un 1,5 gradi.

2.2 I tre pilastri della sostenibilità

La sostenibilità è uno strumento prezioso nel mondo di oggi, che fornisce linee guida per adattare le strategie globali e locali per i processi che sono dannosi per l'ambiente e la sopravvivenza umana. Quando si ascolta il termine sostenibilità, molte persone lo associano a cose come la protezione dell'ecosistema, l'uso di risorse rinnovabili e, in generale, comportarsi in modo rispettoso dell'ambiente. Tuttavia, mentre l'ambientalismo fa parte della sostenibilità, il concetto comprende anche lo sviluppo economico e l'equità sociale.

Partendo dalla nozione di sostenibilità che si è sviluppata negli anni nell'ambito di convenzioni globali, è interessante analizzare come l'uso del termine sia cambiato rispetto ai suoi primi utilizzi: inizialmente la sostenibilità è nata nell'ambito di studi ecologici con riferimento al potenziale di un ecosistema che sussista nel tempo senza cambiamenti, ma successivamente la tematica si è estesa a campi del sapere differenti, cioè ambientali, sociali, economici e culturali. Si può dire che la sostenibilità è formata da tre pilastri (**Fig.1**), che tutti insieme partecipano in modo interconnesso per ottenere la sostenibilità nel senso ampio.

Fig.1: I tre pilastri della sostenibilità



L'approccio teorico principale che viene usato nel delineare il concetto di sostenibilità a tre pilastri può essere ricondotto al concetto del 'Triple Bottom Line' o TBL (**Fig.2**), affrontato da Elkington nel 1994: questo termine sta a indicare le tre P, cioè Profit, People e Planet, che secondo Elkington, dovevano essere le considerazioni principali per un'organizzazione nella strategia aziendale.

Fig.2: Le 3 P della 'Triple Bottom Line'



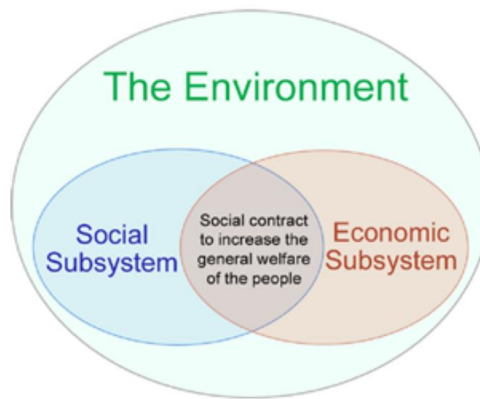
Fonte: <https://abofficesystems.com/chi-siamo/sostenibilita/>

Secondo questa visione a tre pilastri ogni società è caratterizzata dalla somma di tre dimensioni, che sono la dimensione ambientale, la dimensione sociale e quello economica: ogni dimensione viene considerata una vera e propria organizzazione in evoluzione e, una società, verrà considerata sostenibile solo se tutte le sue dimensioni riescono a mantenere la propria capacità di sopravvivere ed evolversi. Quando tutti e tre i pilastri sono forti, le persone vivono in un sistema in cui la vita di alta qualità è la norma. Hanno un ambiente pulito e sano, un livello soddisfacente di benessere economico e un robusto livello di realizzazione sociale.

Pensare profondamente in termini di tre pilastri della sostenibilità richiede un pensiero sistemico. Occorre immaginare il mondo come un insieme di sistemi interconnessi: il sistema più grande di tutti è la biosfera in cui viviamo. Essa contiene il sistema umano, che ha due sistemi principali, cioè sociale ed economico. Quando gruppi di persone, da una tribù a una nazione, accettano di formare un governo, formano un contratto sociale per aumentare il loro benessere generale. Questo contratto lega insieme i sistemi sociali ed economici del gruppo di individui. Le persone (il sottosistema sociale) stanno lavorando insieme sotto un governo centrale per massimizzare la produzione del loro sistema economico.

Vedere il sistema complessivo in questo modo rende chiaro che la sostenibilità ambientale deve avere la massima priorità, perché minore è la capacità di carico dell'ambiente, minore è il bene comune fornito dal sistema sociale e minore è la produzione che il sistema economico può produrre.

Fig.3: Sistemi interconnessi



Fonte: I tre pilastri della sostenibilità (thwink.org)

Il concetto fondamentale che risulta, dunque, dalla nozione di sostenibilità è quello di preservare l'ambiente e le risorse naturali, garantendo allo stesso tempo una crescita economica, senza mettere a rischio il pianeta e migliorando le condizioni di vita di tutti nell'ambito del sociale. L'interrelazione tra le dimensioni che rientrano nella visione di sostenibilità è molto chiara se si pensa che i valori compresi negli aspetti sociali e ambientali dello sviluppo sostenibile vanno ad influenzare inevitabilmente l'idea di sviluppo economico e viceversa: l'idea di sviluppo sostenibile riguarda l'esigenza di tutelare e salvaguardare le risorse dell'umanità, l'equidistribuzione della prosperità economica nel mondo e il raggiungimento di una migliore qualità della vita, uguale possibilità di accesso alle risorse, rispetto e conservazione dell'ambiente affinché non diventi dannoso per l'uomo e per le altre specie viventi.

Analizzare il concetto di sviluppo sostenibile vuol dire, quindi, valutare il suo significato ed evoluzione sul piano giuridico ed approfondire la natura multidimensionale del principio, che viene inteso come interrelazione tra sviluppo economico, protezione dell'ambiente e sviluppo sociale.

Ogni dimensione citata persegue un determinato obiettivo:

- La dimensione ecologica o ambientale mira a mantenere l'integrità dell'ecosistema, della biodiversità e la resilienza;
- La dimensione sociale mira a garantire una partecipazione attiva di tutti i cittadini, la mobilità e la coesione sociale, un'identità culturale e uno sviluppo istituzionale equo;
- La dimensione economica mira all'equità, alla crescita produttiva ed economica, e all'efficienza.

Bisogna avere una visione completa in quanto, privilegiare solo due dimensioni significa avere una visione non sostenibile e parziale dello sviluppo in un'ottica solo conservazionista, nel caso in cui si consideri solo lo sviluppo ambientale e lo sviluppo economico, oppure solo un'ottica ecologica, se ci si concentra solo sullo sviluppo ambientale e sociale, oppure socioeconomica (sviluppo economico e sociale).

A questo punto è utile comprendere chiaramente ogni dimensione della sostenibilità, analizzando più da vicino gli elementi che caratterizzano ogni ambito.

2.2.1 La sostenibilità ambientale

L'espressione *sostenibilità ambientale* si associa spesso al termine di 'ecosistema' inteso come "ambiente naturale la cui ecosostenibilità consiste nella capacità di mantenere inalterate le proprie caratteristiche nelle relazioni con lo spazio e il tempo". La sostenibilità ambientale o ecologica si muove all'interno di questioni ambientali importanti come la tutela della biodiversità, la salvaguardia degli equilibri ecosistemici e la possibilità di riprodurre le risorse utilizzate.

Andando indietro nel tempo, per capire come il concetto è stato affrontato, è interessante la visione espressa da Herman Daly, uno dei primi pionieri della sostenibilità ecologica, che esaminò il problema della sostenibilità ambientale dal punto di vista del mantenimento del capitale naturale. Nel 1990 propose tre punti chiave che, a suo parere avrebbe aiutato le problematiche relative al mantenimento dell'ambiente:

1. Per le risorse rinnovabili, il tasso di raccolta non deve superare il tasso di rigenerazione (rendimento sostenibile);
2. Per l'inquinamento, i tassi di produzione di rifiuti dai progetti non dovrebbero superare la capacità di assimilazione dell'ambiente (smaltimento sostenibile dei rifiuti);
3. Per le risorse non rinnovabili, l'esaurimento delle risorse non rinnovabili dovrebbe richiedere uno sviluppo comparabile di sostituti rinnovabili per tale risorsa.

Nella sua visione Daly definiva così la sostenibilità ambientale: "La sostenibilità ambientale consiste nel tasso di raccolta delle risorse rinnovabili, nella creazione di inquinamento ed esaurimento delle risorse non rinnovabili che possono essere continuati indefinitamente. Se non possono essere continuati indefinitamente, allora non sono sostenibili".

Il concetto si è evoluto nel tempo, e si può dire che si sta attuando un comportamento sostenibile a livello ambientale, se si ha un bilancio positivo tra i consumi della popolazione e le risorse a disposizione; nel caso contrario ciò che accadrebbe è di ritrovarsi in una situazione di abuso delle risorse disponibili e della capacità di riproducibilità dell'ecosistema, il quale non è più in grado di assorbire i rifiuti prodotti dal consumo. L'integrità dell'ambiente è alterata dalle azioni umane che inevitabilmente causano alterazioni degli equilibri naturali, portando a una diminuzione del capitale naturale. I processi economici dovrebbero basarsi, dunque, su obiettivi come l'uso razionale delle risorse naturali e la produzione di beni e servizi a impatto ambientale basso; affinché si possano rispettare questi obiettivi di sostenibilità, occorre che le risorse siano sempre in grado di riprodursi e in modo continuo, riducendo gli sprechi e aumentando la durevolezza dei beni.

Dopo aver chiarito cosa si intende per sostenibilità ambientale, è interessante elencare una serie di principi guida che sono utili per effettuare concretamente una transizione verso pratiche più sostenibili. Sono 15 principi guida che emergono a seguito di una review nella letteratura relativa alle pratiche di sostenibilità ambientale e possono essere così riassunti:

1. Non produrre nulla che richieda alle generazioni future di mantenere la vigilanza;
2. Progettare e fornire prodotti e servizi che contribuiscano a un'economia più sostenibile;

3. Sostenere l'occupazione locale;
4. Sostenere il commercio equo e solidale;
5. Rivedere gli attributi ambientali delle materie prime e fare della sostenibilità ambientale un requisito chiave nella selezione degli ingredienti per nuovi prodotti e servizi;
6. Selezionare le materie prime che mantengono la biodiversità delle risorse naturali (Conservazione della biodiversità);
7. Utilizzare fonti energetiche sostenibili e responsabili dal punto di vista ambientale e investire nel miglioramento dell'efficienza energetica;
8. Mantenere i tassi di raccolta degli input di risorse rinnovabili all'interno delle capacità rigenerative del sistema naturale che li genera (Capacità rigenerativa);
9. Mantenere i tassi di esaurimento degli input di risorse non rinnovabili al di sotto del tasso di sviluppo dei sostituti rinnovabili;
10. Progettazione per la riutilizzabilità e la riciclabilità (Riutilizzo e riciclo);
11. Progettare o riprogettare, processi produttivi e aziendali come sistemi a circuito chiuso, riducendo a zero emissioni e sprechi;
12. La scala, popolazione x consumo pro capite x tecnologia, del sottosistema economico umano dovrebbe essere limitata ad un livello che, se non ottimale, sia almeno all'interno della capacità di carico e quindi sostenibile (Vincoli delle risorse non rinnovabili e della produzione di rifiuti);
13. Mantenere le emissioni di rifiuti entro la capacità assimilativa di ricevere ecosistemi senza un degrado inaccettabile della sua futura capacità di assorbimento dei rifiuti o di altri importanti servizi ecologici;
14. Sviluppare criteri di trasporto che diano la priorità ai modi di trasporto a basso impatto;
15. Affrontare tutte le decisioni di sviluppo del prodotto e di gestione del prodotto con la piena considerazione degli impatti ambientali del prodotto durante tutto il suo ciclo di vita.

Per quanto riguarda la valutazione delle pratiche di sostenibilità ambientale esistono indicatori in grado di misurare e valutare i progressi ottenuti nell'ambito delle pratiche di sostenibilità ambientale. Uno dei primi indici è stato lanciato nel 2000 da una collaborazione tra la Yale e la Columbia University e il World Economic Forum, che ha portato alla formazione del 'l'Environmental Sustainability Index (ESI): questo indice rappresenta una metrica composita per valutare i progressi verso la sostenibilità ambientale confrontando le prestazioni di 146 paesi su cinque temi: sistemi ambientali, riduzione degli stress ambientali, riduzione della vulnerabilità agli stress ambientali, capacità della società e delle istituzioni di rispondere alle sfide ambientali e gestione globale. Il punteggio si basa sulla media aritmetica di 21 indicatori comprendenti 76 diverse variabili.

Dopo il rapporto ESI del 2005, questo indice si è evoluto nell'indice di prestazione ambientale (EPI).

L'attuale EPI 2016 è un quadro comparativo che classifica le prestazioni ambientali di 180 nazioni in base

alla protezione della salute umana e degli ecosistemi, che rappresenta alcuni obiettivi inclusi negli SDG e comprende più di 20 indicatori raggruppati in nove categorie: impatti sulla salute, qualità dell'aria, acqua e servizi igienico-sanitari, risorse idriche, agricoltura, foreste, pesca, biodiversità e habitat, clima ed energia.

2.2.2 La sostenibilità sociale

L'altra dimensione da analizzare è quella sociale, che può essere a sua volta divisa in *sostenibilità etico-sociale* e in *sostenibilità socioculturale*, e che sono tra loro interconnesse. Nel primo caso, etico-sociale, si intendono le questioni di equità sociale tra gli individui, tra gruppi e tra aggregati sociali più ampi; si può parlare di sostenibilità etico-sociale quando si ha un'equa distribuzione delle condizioni di benessere, nel senso di avere garantita la sicurezza, la salute e l'istruzione, e un equo e pari accesso ai servizi essenziali che permettono alla popolazione pari opportunità e capacità. La dimensione etico-sociale riprende, dunque, il concetto originale della sostenibilità che fa riferimento all'equità intragenerazionale, ovvero parità di accesso alle risorse per tutti, e all'equità intergenerazionale, che significa garantire alle generazioni future le stesse opportunità di sviluppo delle generazioni attuali e passate. Raggiungere la sostenibilità intesa in questo senso è molto difficile e presuppone che ci sia prima un processo di cambiamento culturale. Entra in gioco così la seconda visione della sostenibilità sociale, ovvero la sostenibilità socioculturale che si basa su nuovi valori post-materialisti che si concentrano sul rispetto dell'ambiente, sull'efficienza sociale e sostenibile e di solidarietà sociale: per far ciò occorre superare il cosiddetto 'razionalismo utilitaristico', che è finalizzato solo alla crescita materiale, al potere, al profitto e alla carriera. È evidente che la cultura gioca un ruolo importante nella transizione verso pratiche più sostenibili, e che occorre un cambiamento prima culturale per poi modificare le abitudini, le pratiche comuni per poter ottenere risultati sul campo di sostenibilità sociale e in generale.

La difficoltà del raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità sociale è chiara, e per questo negli anni si sono sviluppati indicatori per la misurazione e la valutazione di misure sociali con l'obiettivo di monitorare l'effettiva situazione dal punto di vista sociale e umano nei vari paesi. Esiste un indice abbastanza antico, che fu sviluppato nel 1990 dall'Ufficio per i rapporti sullo sviluppo umano del Programma di sviluppo delle Nazioni Unite: questo indice è noto come 'Indice di sviluppo umano (HDI)' e serve per riflettere tre aspetti, vale a dire una vita lunga e sana, l'accesso alla conoscenza e un tenore di vita dignitoso, sottolineando che la crescita economica non è l'unico fattore quando si valuta lo sviluppo dei paesi. L'HDI è calcolato come media geometrica di tre sottoindici normalizzati, l'indice della speranza di vita, l'indice di istruzione e l'indice nazionale lordo.

Dopo vari aggiustamenti negli anni, l'indice ha incorporato ulteriori elementi alla base della valutazione e così sono nati diversi indici correlati che ampliano le tematiche sociali di riferimento. Gli indici in questione sono:

- L'indice di sviluppo umano aggiustato per la disuguaglianza (IHDI), che incorpora un elemento di disuguaglianza in ogni sottoindice HDI.

- L'indice di sviluppo di genere (GDI), che include le disparità di genere, calcolate come rapporto tra HDI femminile e HDI maschile.
- Il Gender Inequality Index (GII), che raccoglie la perdita di potenziale sviluppo umano a causa delle disuguaglianze di genere nella salute, nell'empowerment e nel mercato del lavoro;
- L'indice di povertà multidimensionale (MPI), che invece riflette le carenze a livello familiare in termini di salute, istruzione e tenore di vita.

Alle tre dimensioni tradizionali di sostenibilità si può aggiungere la *dimensione istituzionale e politica*, dove l'obiettivo principale sarebbe quello di ridurre in conflitti per la gestione e il controllo delle risorse e quello di attuare politiche pubbliche per incentivare le iniziative di sviluppo sostenibile e aumentare la partecipazione dei cittadini nella condivisione delle scelte di sostenibilità. Con il termine di sostenibilità istituzionale quindi si intende la capacità di assicurare condizioni di stabilità, di democrazia, di partecipazione, di formazione, informazione e giustizia attraverso un sistema organizzativo-gestionale efficace.

2.2.3 La sostenibilità economica

Il tema della sostenibilità economica è legato alla problematica che la crescita economica è avvenuta principalmente a spese dell'ambiente dall'inizio della rivoluzione industriale. Mentre le economie, la popolazione e la domanda di risorse crescono continuamente, le dimensioni della Terra rimangono le stesse. Se l'umanità continua con questa tendenza, le risorse della Terra non saranno in grado di sostenere la sua popolazione. Entro l'anno 2100, si stima che la popolazione mondiale raggiungerà probabilmente gli undici miliardi. Con le risorse del mondo sempre più esaurite, è fondamentale utilizzare giudiziosamente queste risorse, con il giorno dell'overshoot della Terra che arriva prima ogni anno. La sostenibilità come strumento ci aiuta ad adattare le strategie in un mondo moderno per elevare le economie senza esaurire le risorse naturali. La *sostenibilità economica* può essere considerata valutando insieme tre forme di capitale: queste tre forme sono comprensive del capitale monetario ma anche di quello sociale-umano e naturale. La cosa più importante che viene messa in luce nella sostenibilità economica è quella di individuare i limiti della crescita economica e di considerarla e misurarla in base al suo impatto sull'ambiente e sulla società, attraverso un uso razionale ed efficiente delle risorse e diminuendo l'utilizzo di quelle non rinnovabili.

Una crescita economica sostenibile corrisponde alla capacità di poter generare reddito e lavoro, avere una crescita duratura degli indicatori economici, poter supportare nel tempo le popolazioni, e allo stesso tempo riuscire a valorizzare le specificità territoriali e allocarne efficacemente le risorse.

La sostenibilità economica è spesso vista nell'ottica dell'equità intergenerazionale: l'obiettivo è quello di ottenere equità distributiva delle risorse e livelli di crescita ottimali. Secondo la visione dell'equità intergenerazionale, come abbiamo visto, lo scopo è quello di non danneggiare le prospettive future attraverso i comportamenti e le decisioni attuali: poter garantire il mantenimento di un certo livello di vita alle popolazioni future è al centro del dibattito della sostenibilità economica.

Tuttavia, ciò implicherebbe che gli attuali sistemi economici dovrebbero essere gestiti in modo da mantenere e migliorare le attività di base, attivando un'opportuna politica di divisione delle risorse.

Nell'ambito delle tematiche di sostenibilità economica e di benessere economico, esistono degli indici che sono in grado di misurare il benessere economico come la 'Misura del benessere economico (MEW)', che si occupa di aggiustare il prodotto interno lordo aggiungendo i valori del tempo libero, del lavoro non retribuito e sottraendo il valore del danno ambientale dovuto alla produzione e al consumo industriale; questa metrica fu introdotta da Nordhaus e Tobin nel 1972 e a seguire furono introdotti diversi indici come l'Indice del benessere economico sostenibile (ISEW) di Daly e Cobb nel 1989, che ha incorporato nella valutazione i costi dell'esaurimento delle risorse naturali e dei danni ambientali e il Genuine Progress Indicator (GPI), concepito nel 1995, come una variante successiva dell'indice del benessere economico sostenibile. Entrambi gli indici utilizzano lo stesso quadro di reddito, vale a dire il PIL, e valutano anche altre detrazioni relative alla disuguaglianza, ai costi della criminalità, al danno ambientale e alla riduzione del tempo libero. Inoltre, in queste metriche vengono utilizzati anche beni di consumo durevoli, infrastrutture pubbliche, volontariato e lavori domestici.

Un altro indice importante è il Genuine Savings Index (GSI), che misura la variazione netta annua della ricchezza nazionale considerando le dimensioni umane, naturali ed economiche; i valori positivi indicano che le generazioni riceveranno ricchezza in futuro, altrimenti la sostenibilità non è garantita.

L'interpretazione della sostenibilità economica o della crescita economica sostenibile è stata nel tempo, dunque, confusa e differente, concentrandosi su aspetti diversi e con varie proposte a supporto. Alcuni autori sostengono che, nonostante lo sforzo di inquadrare cosa si intende per crescita economica sostenibile e quali pratiche mettere in atto per perseguirla, risulti impossibile che una crescita economica basata su incrementi di produzione possa essere in linea con l'obiettivo di preservare l'ambiente.

Nonostante, i pareri contraddittori che si trovano nella letteratura, l'obiettivo di ottenere uno sviluppo sostenibile con una crescita economica sostenibile è tra gli obiettivi che sono stati posti dall'Agenda 2030, e che verranno analizzati nel prossimo paragrafo per chiarire meglio quali sono i passi da seguire per raggiungere pratiche sostenibili da tutti i punti di vista.

2.3 La definizione di sostenibilità secondo i 'Sustainable Development Goals'

La definizione generica di sviluppo sostenibile presentata nel Rapporto Brundtland è stata elaborata in modo molto più dettagliato nell'Agenda 2030, realizzata dalle Nazioni Unite nel 2015, attraverso l'attuazione degli SDGs, che mirano a porre fine alla povertà e alla fame affrontando le preoccupazioni ambientali senza trascurare le sfide sociali legate al benessere, alla salute e educazione.

Nella ricerca di una definizione concreta del tema della sostenibilità, risulta interessante analizzare gli obiettivi SDGs dell'Agenda 2030 attraverso cui è possibile sviluppare una visione ideal-tipica della nozione di sostenibilità e sviluppo sostenibile; l'importanza di questo documento è dato dal fatto che per la prima volta si è ottenuta un'intesa mondiale tra paesi su cosa si intende per sostenibilità e quali sono gli step per

raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile. L'Agenda 2030, oltre ai 17 Obiettivi o 'Sustainable development Goals', si compone anche di 169 'target' o traguardi.

La prima caratteristica che si evidenzia dal documento è proprio l'interdipendenza tra i 17 obiettivi, i quali sono suddivisi in dimensioni diverse, cioè ambientale, sociale ed economica, e che sono interconnessi in quanto non ci sono misure e iniziative che corrispondono ad una sola delle tre dimensioni.

Inoltre, secondo l'agenda 2030, alle tre dimensioni si aggiungono cinque ambiti fondamentali a cui fare riferimento che sono si basano sulle cinque P:

- Persone, con l'obiettivo di eliminare la fame e la povertà in tutte le forme e garantire dignità e uguaglianza;
- Prosperità, ovvero garantire vite prospere e piene in armonia con la natura;
- Pace, attraverso la promozione di società che siano pacifiche, giuste e inclusive;
- Partnership, per consentire l'implementazione degli obiettivi SDGs tramite partnership consolidate;
- Pianeta, perché occorre proteggere le risorse naturali e il clima del pianeta per le generazioni future.

I 17 obiettivi possono essere così descritti:

1. Sconfiggere la povertà	Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo.
2. Sconfiggere la fame	Raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione, promuovere un'agricoltura sostenibile.
3. Salute e benessere	Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età.
4. Istruzione di qualità	Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento permanente per tutti.
5. Parità di genere	Raggiungere l'uguaglianza di genere e l'empowerment (maggiore forza, autostima e consapevolezza) di tutte le donne e le ragazze.
6. Acqua pulita e igiene	Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico sanitarie.
7. Energia pulita e accessibile	Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni.
8. Lavoro dignitoso e crescita economica	Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti.
9. Imprese, innovazione e infrastrutture	Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile.
10. Ridurre le disuguaglianze	Ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni.
11. Città e comunità sostenibili	Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili.
12. Consumo e produzione responsabili	Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo.
13. Lotta contro il cambiamento climatico	Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico.
14. Vita sott'acqua	Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile.

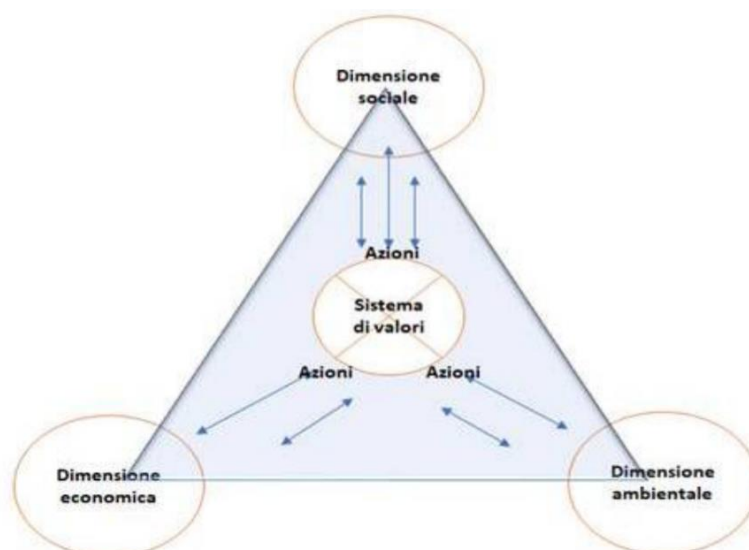
15. Vita sulla terra	Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre, gestire sostenibilmente le foreste, contrastare la desertificazione, arrestare e far retrocedere il degrado del terreno, e fermare la perdita di diversità biologica.
16. Pace, giustizia e istituzioni forti	Promuovere società pacifiche e più inclusive per uno sviluppo sostenibile; offrire l'accesso alla giustizia per tutti e creare organismi efficienti, responsabili e inclusivi a tutti i livelli.
17. Partnership per gli obiettivi	Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.

Fig.4: I 17 obiettivi SDGs dell'agenda 2030



Gli SDGs possono essere rappresentati attraverso un triangolo (**Fig.5**) dove ogni vertice è composto dalle tre dimensioni dello sviluppo sostenibile (economica, sociale ed ambientale) e ciascun lato è simbolo della interconnessione e della convergenza tra due delle dimensioni; nel nucleo del triangolo c'è la dimensione trasversale, o quarta dimensione, che rappresenta la convergenza di tutte e tre le dimensioni e gli obiettivi trasversali.

Fig.5: Le dimensioni della sostenibilità secondo l'Agenda 2030



I 17 obiettivi sono distribuiti tra le tre dimensioni nel seguente modo: la dimensione **economica** è distribuita su tre aree:

- Obiettivo sulle infrastrutture, industrializzazione e innovazione;
- Obiettivo relativo alla produzione e al consumo sostenibile, che converge verso la dimensione ambientale;
- Obiettivo della crescita, dell'occupazione e dell'uguaglianza, che converge maggiormente verso la dimensione sociale;

Gli obiettivi **sociali** sono invece divisi nelle seguenti tre aree:

- Salute, parità di genere, educazione e fame;
- Accesso ad acqua ed energia, che convergono verso la dimensione ambientale ma anche economica.
- Eliminazione della povertà, che coinvolge anche la dimensione sociale ed economica.

L'ultima dimensione è quella **ambientale**, che è divisa in sole due aree:

- Obiettivi del cambiamento climatico, salvaguardia degli oceani e dell'ecosistema;
- Obiettivo delle città sostenibili.

Come già detto esiste un'ulteriore dimensione, quella degli obiettivi trasversali, che comprende argomenti come la pace, la giustizia e le istituzioni, e che risultano convergenti a tutte e tre le dimensioni.

Alcuni autori, ritengono che a tutto ciò bisogna aggiungere una quarta dimensione, quella della cultura: con l'introduzione degli SDGs da parte delle Nazioni Unite, l'obiettivo è quello di creare una cultura della "sostenibilità", che non necessariamente consiste nell'avere come riferimento un modo universale di sviluppo sostenibile, ma più una molteplicità di modi culturali di tradurre in pratica la cultura condivisa della sostenibilità. Questo vuol dire che lo sviluppo sostenibile è determinato culturalmente in quanto molte di queste idee, così come le loro configurazioni, possono variare a seconda del contesto socioeconomico e storico in cui sono generate. Si potrà avere un passaggio culturale verso lo sviluppo sostenibile solo attraverso un adeguamento e un adattamento del concetto alle specificità culturali.

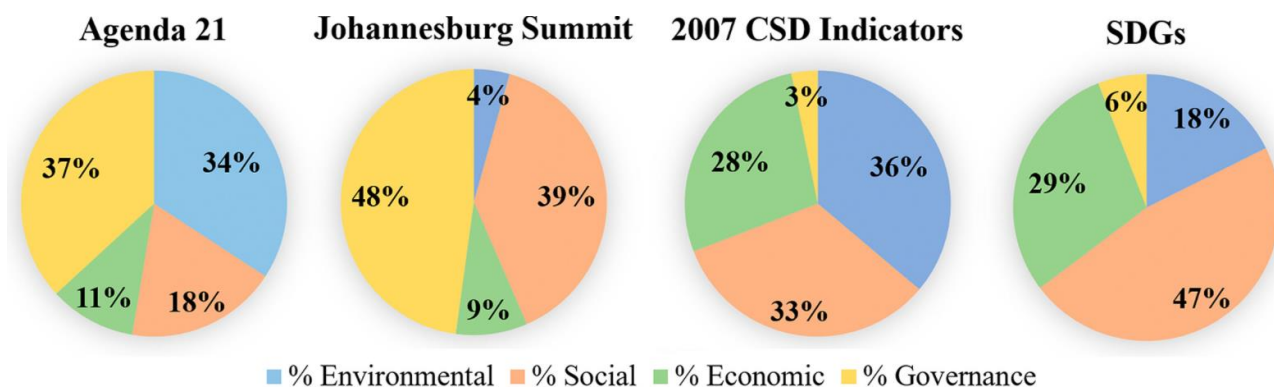
Nonostante il testo degli SDGs rappresenti una svolta a livello globale su quelli che sono gli obiettivi condivisi per uno sviluppo sostenibile, non si può dire che siano di facile applicabilità e misurazione. Come abbiamo visto, lo sviluppo sostenibile è un concetto molto ampio e che può portare a malintesi a causa delle sue molteplici e varie definizioni. Esiste, però, un consenso generale sulla sua complessità, incertezza e carattere multidimensionale, che richiede un'analisi approfondita di diverse grandezze (tempo, spazio, funzione), molteplici attori (economici, sociali) e diverse interrelazioni sistemiche. Essendoci obiettivi diversi è possibile che ci siano conflitti tra gli stessi e risulta frammentario anche applicarli attraverso un piano concreto delle politiche pubbliche.

In questo contesto si sono comunque sviluppati degli indicatori di sostenibilità, che sono emersi per soddisfare l'esigenza di misurare i progressi dello sviluppo sostenibile e facilitare i processi decisionali tenendo conto delle sue tre dimensioni. Nel 2016 sono stati introdotti 241 indicatori da parte dell'Inter Agency Expert Group,

utili per monitorare e valutare i progressi degli obiettivi. Oltre a questi indicatori nel 2015 è stato ideato, da Bertelsmann Stiftung e dal Sustainable Development Solutions Network, l'indice SDG che riassume al suo interno i diversi aspetti compresi nei 17 obiettivi, come un sistema composito per confrontare le prestazioni dei paesi attraverso gli SDG. Per quanto riguarda la disponibilità dei dati, sono stati selezionati alcuni indicatori per rappresentare ciascun SDG su una scala da 0 a 100. Quindi, l'indice SDG di un paese è la media aritmetica di tutti i suoi punteggi SDG. Mentre il primo rapporto dell'indice lanciato nel 2016 ha coinvolto 77 indicatori che coprono 149 paesi, l'edizione 2017 è stata estesa per includere 99 indicatori e 157 nazioni membri delle Nazioni Unite.

È chiaro come il concetto di sviluppo sostenibile si sia ampliato, adattato ed evoluto negli anni attraverso gli eventi che sono stati pionieri delle iniziative sostenibili nel mondo, fino all'Agenda 2030, che rappresenta ancora oggi il framework di riferimento per le pratiche sostenibili. Ripercorrendo la visione e la rilevanza delle tematiche sostenibili e dei vari aspetti considerati nelle varie tappe che hanno affrontato il tema, è interessante analizzare come sia cambiata l'attenzione per le singole dimensioni della sostenibilità. La **fig.6**, mostra come sono cambiate le percentuali di attenzione dedicata a ciascun aspetto, ovvero ambiente, ambito sociale, ambito economico e governance. Questo dato riflette l'evoluzione dell'attenzione a ciascuna dimensione sostenibile attraverso le diverse azioni internazionali intraprese negli ultimi decenni.

Fig.6: Distribuzione degli elementi dell'iniziativa globale in ciascuna dimensione della sostenibilità



La predominanza delle preoccupazioni ambientali è diminuita dal 34% nell'Agenda 21 pionieristica al 18% negli SDG. Nel complesso, i primi hanno sottolineato la rilevanza degli aspetti ambientali e di governance, che hanno coinvolto un terzo dei loro elementi complessivi, mentre i secondi evidenziano la predominanza degli aspetti sociali (47%). Di conseguenza, l'importanza delle preoccupazioni ambientali è diminuita in relazione ai fattori sociali ed economici.

2.4 Il green Deal Europeo verso un pianeta sostenibile

L'importanza della sostenibilità per le istituzioni sovranazionali, come abbiamo già visto, costituisce la base per divulgare effettivamente la necessità e la consapevolezza di tutti per il raggiungimento di quegli obiettivi che vengono dichiarati dalle stesse organizzazioni. Negli ultimi stiamo vivendo un'accelerazione molto forte

sui temi di sostenibilità in tutto il mondo, e sembra che a livello globale tutti i paesi vogliono dimostrare e perseguire concretamente gli obiettivi per un'economia e un mondo realmente sostenibile.

Nel 2019, la Commissione Europea ha adottato il cosiddetto '*Green Deal Europeo*', che consiste in un pacchetto di proposte per il raggiungimento di obiettivi come la **riduzione di emissioni** nette di gas a effetto serra del **55%** entro il **2030**, ed un continente ad **impatto climatico zero** entro il **2050**.

Le nuove misure indicate nel Green Deal, oltre a contenere indicazioni per garantire la riduzione di emissioni, si occupano anche del tema della rilocalizzazione delle emissioni di carbonio, di incentivare l'uso di energie rinnovabili, di assicurare maggiore impegno per l'efficienza energetica e della creazione di sistemi di mobilità sostenibili che possano allinearsi con l'obiettivo della riduzione delle emissioni. Inoltre, con le misure considerate si vuole anche affrontare il tema della povertà energetica e della riduzione della dipendenza energetica dall'esterno, e più in generale di creare posti di lavoro, favorire la crescita e ottenere condizioni migliori per la salute e il benessere di tutti.

Il punto chiave di queste misure rimane l'impegno per il clima e, attraverso queste misure, si mira ad ottenere una vera transizione e trasformazione energetica, che non può avvenire se non si raggiunge prima una trasformazione sociale e dei comportamenti.

La Commissione Europea ha istituito un Fondo sociale per il clima, attraverso il quale è possibile ottenere finanziamenti per i cittadini che si occupano di attività legate all'efficienza energetica, a sistemi di mobilità sostenibile e tutto ciò che rientra e contribuisce a raggiungere l'obiettivo finale.

Per raggiungere l'obiettivo finale preposto da questo accordo, ci sono diversi elementi da considerare.

Il punto di partenza è sicuramente quello di dirigersi verso una mobilità più verde, con mezzi di trasporto puliti e meno inquinanti, con prezzi limitati per ridurre le emissioni di CO₂ di automobili e furgoni; in particolare i target da raggiungere sono la riduzione del 55% entro il 2030 delle emissioni di automobili e del 50% dei furgoni entro lo stesso anno, per poi puntare alle zero emissioni al 2035 per le automobili. Per far ciò è fondamentale la crescita dell'utilizzo di veicoli a emissioni zero o bassa emissione. Il piano comprende anche misure nel trasporto aereo, come fissare il prezzo del carbonio e l'obbligo di uso di miscele di carburanti sostenibili per i voli UE, e nel trasporto marittimo.

Nel piano è previsto l'aumento dell'efficienza energetica degli edifici e della ristrutturazione di edifici e abitazione al fine di consentire risparmi energetici e contribuire alla lotta contro la povertà energetica. Si pone anche l'obiettivo del 40 % nell'utilizzo di energie rinnovabili entro il 2030, dato che il 75% delle emissioni in Europa arrivano dalla produzione e dal consumo di energia.

Nell'ambito della protezione del pianeta si pone l'obiettivo di ripristinare foreste, suoli per aumentare l'assorbimento di CO₂ e creare dei pozzi naturali di assorbimento del carbonio, e di avere tre miliardi di alberi entro il 2030, aumentando la quota verde in tutto il continente con una nuova strategia forestale UE per rendere l'ambiente più resiliente ai cambiamenti climatici.

Le misure adottate sono molte ma l'obiettivo finale è uno, ovvero quello della **transizione verso la neutralità climatica socialmente equilibrata ed equa entro il 2050**.

Tutto ciò mostra come sia inevitabile e necessario che i comportamenti di tutti e delle aziende siano fondamentali e che necessitano di cambiamenti se effettivamente si vuole raggiungere un obiettivo così importante per il pianeta quanto difficile da ottenere.

La sostenibilità è un tema che oramai guida ogni cosa e che non può che essere al centro delle strategie dei governi e delle aziende e che sempre più nel futuro cambierà le esigenze e i paradigmi utilizzati anche nel mondo dell'operatività aziendale, degli investimenti e della finanza in generale.

Possiamo considerarci solo all'inizio della trasformazione verso un mondo ed un'economia più sostenibile, ma il primo passo è sicuramente quello dell'informazione e della comprensione reale da parte di tutti e anche degli investitori dell'importanza del tema della sostenibilità.

2.5 La sostenibilità aziendale

2.5.1 'Corporate Social Responsibility'

Sostenibilità è un termine molto ampio che coinvolge tutti gli attori di una società, come aziende, individui, governi, ONG, ecc. Pertanto, include anche la responsabilità sociale d'impresa (RSI), nella misura in cui le aziende stanno incorporando sempre più aspetti come la gestione della qualità, la gestione ambientale, la reputazione del marchio, la fidelizzazione dei clienti, l'etica aziendale e la conservazione dei talenti, relativi allo sviluppo sostenibile.

Per le imprese, infatti, è ormai diventato un obbligo l'impegnarsi in attività socialmente responsabili, attività sostenibili ed etiche, affinché possano fornire il massimo valore all'organizzazione e sostenere la crescita della loro attività. Il contesto moderno imprenditoriale incoraggia sempre più l'applicazione del concetto di responsabilità sociale d'impresa, o Corporate Social Responsibility (CSR), che stimola l'azienda ad operare in modo trasparente, proteggere l'ambiente e concentrarsi sul benessere pubblico.

La CSR è entrata a far parte dell'agenda Europea nel 2000, a seguito del Consiglio Europeo di Lisbona, dove venne considerata uno tra gli strumenti strategici per rendere una società maggiormente competitiva e coesa, oltre ad ottenere un modello sociale di impresa europeo.

Nella letteratura accademica troviamo svariate definizioni di CSR, a partire dalla definizione di maggiore rilievo che è quella citata da Carroll (2008): "La responsabilità sociale d'impresa si riferisce agli impegni delle imprese commerciali per cercare quelle strategie, per stabilirsi su quelle decisioni, o per perseguire quelle linee di attività che rispecchiano i valori e le aspettative della società".

Altre definizioni interessanti del concetto di CSR da parte di autori di rilievo, che ci aiutano a comprendere meglio l'argomento, sono riportate nella tabella sottostante (**Fig.6**).

Fig.6: Definizioni di CSR nella letteratura

McWilliams et al. (2006)	<i>Una situazione in cui un'azienda va oltre i requisiti che le vengono imposti e include nelle sue attività</i>
--------------------------	--

	<i>azioni che creano un bene sociale che va oltre gli interessi dell'azienda.</i>
Kotler and Lee (2007)	<i>L'impegno di un'azienda ad aumentare il benessere della società attraverso pratiche commerciali indipendenti e utilizzando le risorse aziendali.</i>
Ismail (2009)	<i>Il concetto che le organizzazioni aziendali tengono conto dell'interesse pubblico assumendosi la responsabilità dell'impatto delle loro attività su clienti, fornitori, dipendenti, azionisti, comunità e altri stakeholder, nonché sul loro ambiente.</i>
Hediger (2010)	<i>Programmi in cui le imprese non solo cercano di aumentare i profitti, ma contribuiscono anche al benessere delle parti interessate.</i>
Fontana (2013)	<i>Un impegno costante da parte delle imprese a comportarsi in modo adeguato, equo e responsabile e a contribuire allo sviluppo economico migliorando la vita dei lavoratori e delle loro famiglie, nonché della comunità e della società locali nel loro insieme.</i>

Esistono molte definizioni di CSR, tuttavia, l'idea principale è che le imprese socialmente responsabili tengano conto di tutte le loro attività, concilino i loro interessi con gli interessi degli azionisti, dei dipendenti, dei consumatori, dell'ambiente, della loro comunità e di altre parti interessate, oltre ad assumersi la responsabilità del loro impatto sull'ambiente.

La Responsabilità Sociale d'impresa è un'opportunità per mettere in pratica lo sviluppo sostenibile.

Inoltre, il business socialmente responsabile è prima di tutto un business intelligente che, oltre a garantire la continuità dell'azienda nel lungo periodo, garantisce anche benefici rapidi e tangibili.

La CSR è diventata parte fondamentale della strategia aziendale di successo ed una necessità inevitabile che, secondo alcuni autori, è in grado di rafforzare il vantaggio competitivo, migliorare la reputazione, ridurre il turnover dei dipendenti, garantire la cordialità di clienti e investitori e ottenere benefici economici. (Chen, Liu e Qin, 2019).

La 'Corporate social responsibility' può essere interpretata secondo una visione multidimensionale e in riferimento a vari quadri teorici, dove i più utilizzati sono:

- La **teoria degli stakeholder**, che consiste nei legami che l'azienda ha con i vari gruppi di interesse;
- La **teoria della legittimità**, definita come una percezione in cui un'impresa opera nella società attraverso un contratto sociale e le sue azioni sono desiderabili, adatte al sistema formato da norme, valori, credenze e definizioni;

- La **teoria istituzionale**, che esamina le forme organizzative e spiega le ragioni per avere caratteristiche o forme omogenee nelle organizzazioni che operano in un quadro di norme, valori e/o comportamenti economici appropriati
- La **teoria del segnale**, che rappresenta un quadro adeguato per studiare come e perché gli investitori apprezzano la politica di responsabilità sociale d'impresa.

Quest'ultima teoria del segnale è molto importante: infatti, le aziende ritengono che divulgare informazioni sulla RSI sia un aspetto chiave e strategico, che indica migliori prestazioni aziendali da parte delle organizzazioni e proietta una maggiore immagine e fiducia agli investitori e, a sua volta, porta a una riduzione dell'asimmetria delle informazioni tra l'azienda e i suoi stakeholder. In questo modo, la teoria della segnalazione, spiega che le imprese che diffondono informazioni sulla RSI inviano segnali positivi e fiducia agli investitori. Pertanto, la divulgazione delle informazioni sulla RSI è considerata un segno positivo di qualità legato alla comunicazione di segnali di intenti per indicare azioni future e garantire una maggiore efficienza delle imprese. Genera miglioramenti nella performance finanziaria e garantisce segnali onesti ai diversi stakeholder, garantisce una maggiore fiducia nel processo decisionale da parte degli investitori, migliora l'impressione dell'azienda e accentua positivamente la sua reputazione e la performance finanziaria a breve e lungo termine. Di conseguenza, aumenta il valore di mercato.

2.5.2 Comunicare la sostenibilità: Il bilancio di sostenibilità

L'importanza della responsabilità sociale d'impresa, come abbiamo visto, è la chiave delle strategie aziendali di successo future e soprattutto assume particolare rilievo per gli stakeholder di un'impresa.

La teoria del segnale suggerisce l'importanza strategica della divulgazione da parte delle imprese della 'RSI' e, per questo motivo, è utile per le imprese comunicare sempre le informazioni relative ai loro comportamenti socialmente responsabili attraverso una rendicontazione sociale, oltre che una rendicontazione economica e finanziaria. Oggi giorno le imprese redigono veri e propri bilanci di sostenibilità, in cui le informazioni che si rilevano sono anche **'non finanziarie'** e riguardano l'attività dell'impresa in maniera più completa, segnalando l'impatto economico, ambientale e sociale dell'azienda.

Il concetto di bilancio di sostenibilità è stato introdotto per la prima volta dalla Commissione Europea nel 2001, attraverso il Libro Verde, in cui questa tipologia di bilancio viene definito come *"l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate"*.

Attraverso la redazione del bilancio di sostenibilità, un'azienda dimostra l'aderenza ai principi di CSR, mostra trasparenza e consapevolezza nelle tematiche sociali e sostenibili, contribuendo a creare un'immagine aziendale affidabile, oltre a poter accedere a mutui e finanziamenti per gli investimenti.

Se negli anni passati il bilancio di sostenibilità veniva redatto solo su base volontaria, dal 2016 con D. Lgs. n.254/2016 le cose sono cambiate in quanto è stata accolta la direttiva europea n. 95 del 2014 che ha introdotto l'**obbligo** di redazione del **report di sostenibilità** per alcune società che hanno le seguenti caratteristiche:

- Enti di interesse pubblico, banche e assicurazioni che superano le seguenti soglie dimensionali:
 - Numero di dipendenti superiore a 500
 - Totale attivo dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro
 - Totale dei ricavi netti delle vendite e prestazioni di 40 milioni di euro
- Imprese di grandi dimensioni aventi la qualifica di enti di interesse pubblico e che superano i limiti dimensionali previsti appena descritti.

Le imprese che rispecchiano i seguenti requisiti sono tenute, dunque, alla divulgazione delle informazioni non finanziarie richieste dalla direttiva, la quale opera secondo il principio del ‘comply or explain’, ovvero le imprese possono divulgare le politiche attive negli ambiti richiesti o, nel caso in cui non lo facciano, spiegare le ragioni per cui hanno deciso di non rendere pubbliche tali informazioni.

Redigere il bilancio di sostenibilità significa divulgare una serie di informazioni che abbiamo definito come ‘**informazioni non finanziarie**’ e che possono essere riassunte attraverso le seguenti tematiche:

- **L’aspetto ambientale**, specificando l’utilizzo e l’impiego di risorse energetiche e idriche nello svolgimento delle attività aziendali, e se sono prodotte o meno da fonti rinnovabili. Inoltre, si specifica la tipologia e le quantità di emissioni inquinanti prodotte dall’impresa;
- I **temi sociali**, e in particolare l’impatto che le attività attuali e future svolte dall’impresa hanno sull’ambiente, sulla salute e sulla sicurezza;
- I **dipendenti dell’azienda**: si descrivono le attività che l’impresa attua per garantire sempre parità di genere e favorire il dialogo interno;
- Il **rispetto dei diritti umani** e tutto ciò che viene messo in atto affinché non siano violati;
- **Lotta alla corruzione**.

La trasparenza delle informazioni non finanziarie procura molti vantaggi per l’impresa, tra cui il **contrasto del greenwashing**, ovvero una strategia di comunicazione che ha l’obiettivo di valorizzare la reputazione ambientale dell’azienda e il conseguimento di una posizione incentrata sulla sostenibilità ambientale per ottenere i benefici da esso derivanti in termini di immagine e di fatturato, senza che ci sia una reale attività che porti effettivamente ad un miglioramento dei processi produttivi utilizzati o dei prodotti verso uno sviluppo sostenibile.

Inoltre, divulgare questa tipologia di informazioni rende le **imprese sempre più apprezzate dagli investitori** in quanto, molte volte, le stesse informazioni rappresentano la base per le scelte di investimento, oltre ovviamente alle informazioni finanziarie. Un altro beneficio che si ottiene dalla divulgazione è sicuramente quello di sensibilizzare maggiormente e creare consapevolezza all’interno dell’azienda riguardo queste tematiche; si parla di ‘Stakeholder engagement’, cioè di coinvolgere maggiormente tutti i portatori di interesse, compresi gli investitori, per poter identificare le esigenze e le aspettative di quest’ultimi e integrarli nelle strategie aziendali.

L’importanza del reporting è ampiamente accettata, ma le metodologie di misurazione e reporting sono ancora abbastanza lontane dall’essere standardizzate. Tuttavia, gli sforzi volti a raggiungere uno standard globale

unico per la rendicontazione hanno portato alla definizione di un numero limitato di standard leader che, oggi, sono senza dubbio i più adottati da imprese e investitori. Questi includono:

- **Global Reporting Initiative** (GRI)
- **CDP** (ex Carbon Disclosure Project), che raccoglie informazioni standardizzate dalle aziende sui cambiamenti climatici e sull'utilizzo di risorse naturali come l'acqua e le soft commodities.
- **Integrated Reporting**, il quale aiuta le aziende a produrre un report conciso e incentrato sugli investitori che esamina le prestazioni e le prospettive di un emittente attraverso la lente di sei "capitali" (finanziari, manifatturieri, umani, naturali, intellettuali, sociali e relazionali).
- **Climate Disclosure Standards Board** (CDSB), che aiuta le aziende a spiegare in che modo le questioni ambientali influenzano le loro prestazioni e mostrano come stanno affrontando i rischi e le opportunità associati agli investitori in relazioni annuali o integrate.
- **Sustainability Accounting Standards Board** (SASB), che emette principi contabili di sostenibilità che aiutano le società pubbliche a divulgare informazioni rilevanti e utili alle decisioni agli investitori nei loro depositi obbligatori, in base al loro settore, in linea con l'idea che, ai sensi della normativa vigente.
- **UN Global Compact** (UNGC), che richiede alle aziende di impegnarsi a rispettare una serie di dieci principi universali in materia di diritti umani, lavoro, ambiente e anticorruzione.

Per quanto riguarda le linee guida del '**Global Reporting Initiative**' o **GRI**, rappresentano il framework maggiormente adottato e di riferimento dalle imprese; infatti, il 75% delle imprese più grandi al mondo utilizza le linee guida GRI per i loro report di sostenibilità.

Il GRI ha sviluppato dei parametri standard proprio con l'obiettivo di aiutare le imprese di tutto il mondo nei contenuti e nelle modalità di rendicontazione, affinché possano divulgare l'impatto che hanno le loro attività sulla sostenibilità ambientale, sociale ed economica. I GRI Standard sono dei parametri di rendicontazione della sostenibilità che hanno lo scopo di creare più trasparenza sui rischi e allo stesso tempo mettere luce sulle opportunità che derivano dall'attività; ciò migliora la comparabilità globale e consente alle organizzazioni di essere trasparenti e responsabili. Esiste anche un database, il GRI Sustainability Disclosure database, che può essere consultato da tutti e in cui vengono raccolti tutti i report di sostenibilità redatti dalle imprese.

I contenuti primari che devono essere presenti nella rendicontazione di sostenibilità, secondo anche le linee guida GRI, sono:

- La **lettera agli stakeholders**;
- La **nota metodologica**, in cui si rende nota la modalità di redazione del report, l'analisi di materialità e il processo di coinvolgimento;
- Le **caratteristiche principali dell'organizzazione** nei termini della mission, dell'organizzazione interna, dei valori e della tipologia di offerta sul territorio;
- La **governance e la strategia**, in particolare esplicitando la **strategia di sostenibilità** messa in atto, oltre alla struttura di governo adottata;

- La **rendicontazione degli aspetti di materialità**, divisa in base agli stakeholder o per ambito (ambientale, sociale o economico).

È evidente che il ruolo della rendicontazione su tematiche non solo finanziarie ha già preso un ruolo fondamentale nel mondo dell'accounting e che, negli anni a venire, otterrà sempre maggiore attenzione.

A dimostrare la direzione verso la strada della rendicontazione sociale, sono le stesse società di revisione più importanti, ovvero le 'Big Four, le quali stanno rispondendo in parte all'aumento dei budget dei clienti per lo sviluppo di piani a zero emissioni nette e altre iniziative di sostenibilità.

Tracciare metriche non finanziarie come l'impronta di carbonio delle aziende, e non semplicemente i loro risultati finanziari, dà loro la possibilità di generare più entrate da commissioni e migliorare i margini di profitto. Il problema che sorge nelle tematiche di rendicontazione non finanziaria è se effettivamente le aziende che la redigono rispettino e siano in linea con gli obiettivi e le politiche che dicono di aver adottato nelle tematiche sostenibili: potrebbero infatti essere presentate dichiarazioni false su quanto le aziende inquinano realmente, oppure potrebbero far sembrare migliori le loro prestazioni utilizzando metodi di contabilizzazione del loro inquinamento differenti. La soluzione a questo problema è quella di standardizzare le modalità con cui le aziende comunicano e riportano i dati ESG, oltre all'introduzione di una figura di controllo che si occupi di garantire il rispetto delle aziende. Si ritiene, dunque, che si avrà una maggiore standardizzazione delle metriche ESG per la rendicontazione di informazioni non finanziarie legate alla sostenibilità, fino alla nascita di nuovi ruoli nel mondo contabile che si occuperanno di analizzare queste metriche e che, magari, affiancheranno la classica figura del revisore contabile.

2.5.3 I 'Global Reporting Initiative Standards'

Nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità risulta interessante analizzare il contenuto degli standard introdotti dal GRI, in quanto danno un'idea più precisa delle tematiche sostenibili di cui deve curarsi un'azienda, degli aspetti su cui concentrarsi e perché rendono consapevoli sia le stesse aziende che gli stakeholder dell'importanza dell'impatto delle loro attività.

I GRI Standards sono progettati per essere utilizzati da qualsiasi organizzazione, grande o piccola, privata o pubblica, indipendentemente dal settore, dall'ubicazione e dall'esperienza di reporting. Inoltre, hanno un ruolo importante per il futuro del 'sustainability reporting', in quanto permettono di avere dei parametri comuni di valutazione, misurazione e performance per tutte le imprese nell'ambito della rendicontazione di sostenibilità: creano un linguaggio comune per le organizzazioni per riferire sui loro impatti in modo coerente e credibile e ciò migliora la comparabilità globale e la qualità di queste informazioni consentendo una maggiore trasparenza e responsabilità delle organizzazioni. La loro applicazione è una 'best practice' e ha un ruolo molto importante anche per il raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda 2030.

Il contenuto delle linee guida del GRI è strutturato in un sistema modulare e interconnesso di standard, in modo da garantire flessibilità nell'adozione degli standard nei diversi contesti settoriali e per poterli aggiornare senza dover cambiare l'intero sistema delle linee guida.

I GRI Standard si dividono in **tre standard universali** (*GRI 101*, *GRI 102* e *GRI 103*) e **tre serie di standard specifici** che riguardano le tre dimensioni fondamentali della sostenibilità (*GRI 200*, *GRI 300* e *GRI 400*), (Fig.7). La struttura dei vari standard è simile, ed è composta da i “Reporting requirements”, le “Recommendations” e i “Guidance”.

Fig. 7: Global reporting Initiative Standars

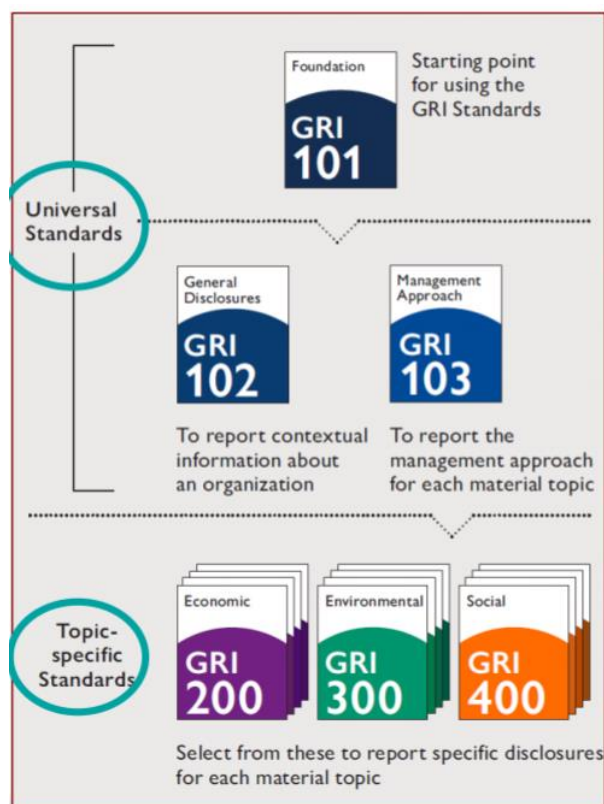


Fig.8: Standards Universali e Topic-specific Standards

<i>Standard universali</i>	<u>GRI 200: Standard per l'ambito economico</u>	<u>GRI 300: Standard per l'ambito ambientale</u>	<u>GRI 400: Standard per l'ambito sociale</u>
GRI 101 - Principi di rendicontazione	GRI 201 - Performance economiche	GRI 301 - Materiali	GRI 401 - Occupazione
GRI 102 - Informativa generale	GRI 202 - Presenza sul mercato	GRI 302 - Energia	GRI 402 - Relazioni tra lavoratori e management
GRI 103 - Modalità di gestione	GRI 203 - Impatti economici indiretti	GRI 303 - Acqua e scarichi idrici	GRI 403 - Salute e sicurezza sul lavoro
	GRI 204 - Pratiche di approvvigionamento	GRI 304 - Biodiversità	GRI 404 - Formazione e istruzione
	GRI 205 - Anticorruzione	GRI 305 - Emissioni	GRI 405 - Diversità e pari opportunità
	GRI 206 - Comportamento anticoncorrenziale	GRI 306 - Scarichi idrici e rifiuti	GRI 406 - Non discriminazione
	GRI 207 - Imposte	GRI 307 - Compliance ambientale	GRI 407 - Libertà di associazione e contrattazione collettiva
		GRI 308 - Valutazione ambientale dei fornitori	GRI 408 - Lavoro minorile
			GRI 409 - Lavoro forzato o obbligatorio

			GRI 410 – Pratiche per la sicurezza
			GRI 411 - Diritti dei popoli indigeni
			GRI 412 - Valutazione del rispetto dei diritti umani
			GRI 413 - Comunità locali
			GRI 414 - Valutazione sociale dei fornitori
			GRI 415 - Politica pubblica
			GRI 416 - Salute e sicurezza dei clienti
			GRI 417 - Marketing ed etichettatura
			GRI 418 - Privacy dei clienti
			GRI 419 - Compliance socioeconomica

L'utilizzo dei GRI Standards è il punto di partenza per tutte le organizzazioni per la rendicontazione di sostenibilità.

Il **GRI 101 (Foundation)** introduce il sistema degli standards e spiega come deve essere utilizzato e regolato il set di parametri: in particolare introduce 10 principi fondamentali attraverso cui redigere il rapporto; seguendo i principi e le linee guide del GRI 101 si riesce a individuare gli aspetti specifici che hanno un impatto più significativo sugli 'stakeholder', per poi applicare gli standard specifici o 'ad hoc'.

Il secondo standard universale è il **GRI 102 (General Disclosures)**, il quale serve a comunicare divulgazioni che forniscono dettagli sull'organizzazione e le sue pratiche di rendicontazione, attività, governance, politiche e pratiche di condotta aziendale responsabile e coinvolgimento degli stakeholders.

Il terzo e ultimo standard universale è il **GRI 103 (Management Approach)**, che serve a rendicontare sulla gestione degli aspetti della propria attività che hanno un impatto importante sugli stakeholder: le aziende devono trattare all'interno dei propri report i temi, o "topics", che influenzano considerevolmente le decisioni degli stakeholder oppure che riflettono gli impatti significativi dell'azienda su economia, ambiente e società. Una volta definiti i temi materiali, le aziende dovranno selezionare gli standard corrispondenti e gli indicatori proposti per ciascun topic secondo l'opzione scelta, facendo riferimento ai **GRI 200, 300 e 400**.

Negli standard GRI, l'impatto si riferisce all'effetto che un'organizzazione ha o potrebbe avere sull'economia, ambiente o persone, anche sui diritti umani, a seguito delle sue attività o relazioni commerciali: questi impatti possono essere effettivi o potenziali, negativi o positivi, a breve o lungo termine, previsti o non intenzionali e reversibili o irreversibili. Inoltre, indicano il contributo dell'organizzazione, negativo o positivo, allo sviluppo sostenibile.

2.6 Gli investimenti sostenibili

2.6.1 La nascita degli investimenti socialmente responsabili

Negli ultimi anni è cresciuta sempre più la consapevolezza da parte degli investitori dei problemi relativi al cambiamento climatico, al surriscaldamento globale, ai movimenti per la parità dei diritti, per le condizioni dei lavoratori e molte altre cause ambientali e sociali che hanno inevitabilmente influenzato l'ottica degli investitori, i quali al giorno d'oggi pongono molta attenzione ai fattori ambientali, sociali e di governance che caratterizzano le aziende in cui intendono investire.

Gli investitori sono alla ricerca non solo di buoni rendimenti sui loro investimenti, ma potrebbero essere sinceramente interessati ad avere un impatto positivo nella loro società e nell'ambiente naturale; potrebbero essere preoccupati per la giustizia sociale, i diritti umani, le questioni di corruzione e la diversità nei consigli di amministrazione delle società.

Per questo nell'ultimo decennio si è molto diffuso il concetto di 'Investimenti Socialmente Responsabili': questi investimenti sono rivolti ad aziende che hanno un impatto positivo sull'ambiente, come ad esempio imprese che si impegnano per la riduzione delle emissioni o che investono in energie sostenibili e pulite.

Il gruppo di lavoro del Forum per la finanza sostenibile fornisce la seguente definizione:

‘L’Investimento Sostenibile e Responsabile, abbreviato con l’acronimo SRI dall’inglese ‘Sustainable and Responsible Investment’ – mira a creare valore per l’investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l’analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo.’

L'introduzione di investimenti di questo tipo negli anni attuali sta avendo la sua crescita e diffusione, ma è interessante ricostruire come nel passato gli investimenti legati alle tematiche di sostenibilità nel suo senso più ampio abbiamo conquistato attenzione da parte dei cittadini in primis, dei governi, delle organizzazioni, delle aziende e soprattutto degli investitori. L'investimento socialmente responsabile non è un concetto nuovo: le radici della nozione possono essere fatte risalire a vari movimenti religiosi: gli "investitori etici" originali erano gli organismi di investimento della Chiesa, ed in particolare, i primi investitori a stabilire parametri etici sugli 'SRI' sono stati gli investitori ecclesiastici del Regno Unito, degli Stati Uniti e dell'Australia; queste chiese hanno avuto un ruolo principale nello sviluppo di prodotti di investimento "etici".

Negli anni successivi, una serie di eventi politici e sociali ha posto sempre più l'attenzione su diverse questioni come negli anni '60, quando il clima politico favorì un maggiore interesse da parte degli investitori sociali sulle questioni di uguaglianza tra le donne e dei gruppi minoritari. In particolare, negli anni '60, alcuni investitori si sono rifiutati di sostenere le aziende coinvolte nel regime di apartheid sudafricano: per la prima volta nella storia, gli indicatori non finanziari hanno avuto un ruolo nel processo di selezione dei titoli.

Da allora, l'investimento responsabile si è diffuso ed è diventato sempre più popolare nella comunità degli investitori. Altri eventi storici che, successivamente, hanno contribuito alla diffusione di questa visione da parte degli investitori possono essere considerati le questioni nate negli anni '70 come il movimento di guerra anti-Vietnam, come l'agenda sui diritti civili degli individui, le questioni relative ai diritti di uguaglianza delle

donne che hanno portato una maggiore attenzione e sensibilità dell'opinione pubblica relativamente ai temi di giustizia sociale. Questi movimenti e gruppi di pressione si erano ampliati per includere altri argomenti, tra cui la responsabilità sociale e la responsabilità delle imprese, i rapporti di lavoro e la protezione ambientale. Successivamente, tra la metà e la fine degli anni '90, molti investitori anche hanno iniziato a considerare la loro responsabilità ambientale in seguito agli incidenti di Bhopal, Chernobyl ed Exxon Valdez. Può sembrare che le questioni relative all'ambito sociale, alla protezione dell'ambiente e al cambiamento climatico stessero diventando questioni importanti per molti investitori responsabili.

Oggi il concetto di investimento responsabile è ampiamente riconosciuto come l'inclusione di fattori ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali, il che significa che le società vengono valutate dagli investitori utilizzando criteri ESG per valutare la qualità dell'investimento e determinare i rischi associati. **L'acronimo ESG** sta per Environment, Social and Governance e identifica quelli che sono i tre pilastri alla base dell'investimento sostenibile e di cui parleremo.

2.6.2 I Criteri ESG

L'acronimo ESG, sempre più diffuso nell'ambito della finanza, degli investimenti e della sostenibilità in generale, indica i *tre fattori* o tre dimensioni chiave di cui abbiamo già parlato nel concetto stesso di sostenibilità: **Environment, Social and Governance**. In particolare, si tratta di veri e propri **criteri di misurazione** che consistono in una serie di standard operativi a cui devono far riferimento le attività delle imprese per ottenere il raggiungimento di specifici risultati in ambito ambientale, a livello sociale e di governance. Sono criteri 'nuovi' utilizzati effettivamente dagli investitori nelle loro valutazioni d'investimento. Questi criteri si dividono sulla base dei tre fattori presi in considerazione, cioè si hanno criteri ambientali, criteri sociali e criteri di governance:

- Nel primo caso si considerano i **criteri ambientali**, i quali valutano i comportamenti dell'azienda nei confronti dell'ambiente, in particolare si valuta il loro atteggiamento in riferimento alle questioni legate all'esaurimento delle risorse, o al cambiamento climatico, o all'inquinamento e ai rifiuti.
- Nel caso dei **criteri sociali**, si fa riferimento al trattamento dell'azienda nei confronti delle persone, dei lavoratori, delle comunità locali e di tutti gli attori con cui l'azienda si relaziona e con cui lavora; in particolare si valuta l'impatto sociale che comporta il comportamento aziendale sugli attori citati in merito, ad esempio, alle questioni di salute e sicurezza.
- L'ultimo aspetto riguarda invece la **governance** e si occupa di valutare effettivamente se la gestione aziendale faccia riferimento a principi etici e buone pratiche come, ad esempio, la trasparenza delle decisioni che prende l'azienda, le politiche di retribuzione, il rispetto dei diritti degli azionisti e delle minoranze, la struttura di governance e altri argomenti come la corruzione, ad esempio.

Le aziende e gli investimenti vengono quindi valutati attraverso un vero e proprio **rating ESG**, che rappresenta un giudizio sintetico che certifica la solidità di un'emittente, di un titolo o di un fondo relativamente agli aspetti ambientali, sociali e di governance. Il rating ESG si aggiunge in modo complementare al concetto di rating

tradizionale per aumentare le informazioni disponibili al fine della valutazione e della scelta. Le valutazioni ESG sono effettuate sulla base di dati pubblici, che sono comunicati dalle stesse società oppure da report realizzati da organizzazioni non governative; la valutazione finale è il risultato di una valutazione divisa per ‘caselle’, che spesso rispecchiano gli argomenti affrontati dagli SDGs dell’Agenda 2030.

I rating di sostenibilità vengono elaborati da società come Morningstar, Sustainalytics, Refinitiv e altre, ma il problema principale attuale è che le valutazioni delle diverse agenzie di rating possono differire anche di molto e risultare dunque poco sovrapponibili; ad oggi non esiste una metodologia unica e regolamentata che possa garantire una valutazione ESG riconosciuta da tutte le agenzie di rating.

Questa problematica è stata evidenziata da un’analisi del Mit Sloan School of Management, in cui, dopo aver analizzato le valutazioni date da cinque diverse agenzie che si occupano di valutare i rating Esg, il risultato è che sono correlate solo al 61%, rispetto ad esempio alla correlazione tra rating sul credito, come i rating creditizi di Moody’s e S&P che risultano correlati al 99%.

Gli investitori considerano sempre di più i criteri ESG sia nelle analisi delle aziende sia nelle decisioni d’investimento e la ragione alla base di questa scelta è relativa alla teoria che, nella maggioranza dei casi, sembra che le imprese con rating ESG più alto, allo stesso tempo hanno anche migliori performance e riescono a gestire in modo migliori rischi e situazione avverse.

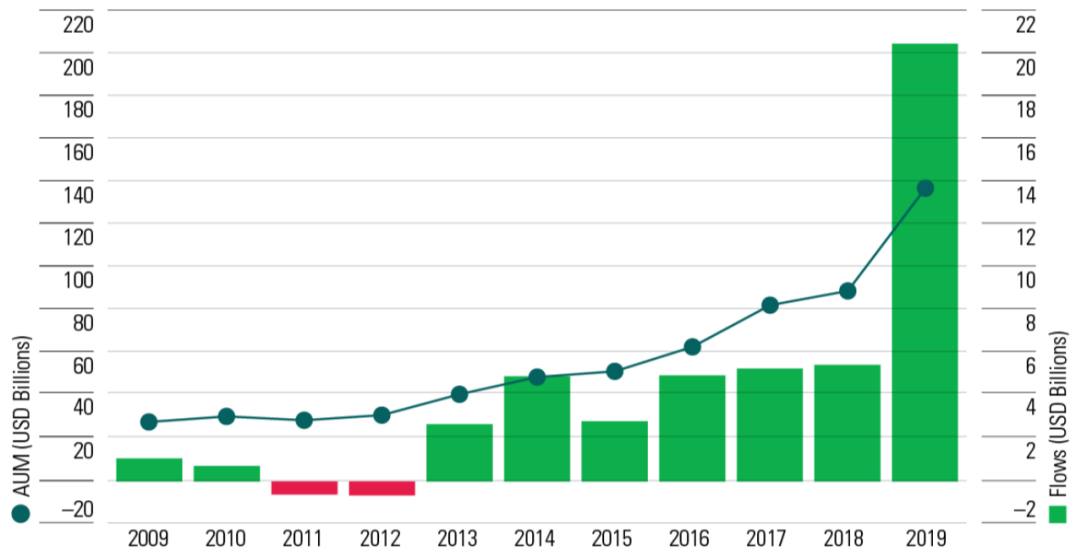
L’utilizzo di criteri ESG dà infatti diversi altri benefici come:

- La **Riduzione di diversi rischi del portafoglio** d’investimento e di rafforzare la resilienza stessa del portafoglio;
- **Minore probabilità** di dover affrontare **rischi legati alle emergenze ambientali**, e garantire maggiore rispetto delle normative;
- Maggiore **impegno nell’innovazione** e nella ricerca scientifica per poter migliorare la capacità produttiva, la sicurezza del personale e i rapporti con partner e clienti;

Nel complesso ciò significa migliorare anche i modelli di business.

Dai dati analizzati da ‘Morningstar’, è evidente come l’interesse per gli investimenti ESG ha subito un’impennata dal 2019: i fondi comuni di investimento hanno registrato un afflusso di 20 miliardi di dollari nel 2019 (**Fig.9**), e nei primi mesi del 2020 in piena pandemia COVID-19, sono aumentati ancora di più. Gli investitori continuano a credere fermamente in questa tipologia di investimenti in quanto ritengono che gli investimenti ESG garantiscono ancora rendimenti superiori adeguati al rischio.

Fig.9 : Flusso annuale dei fondi sostenibili

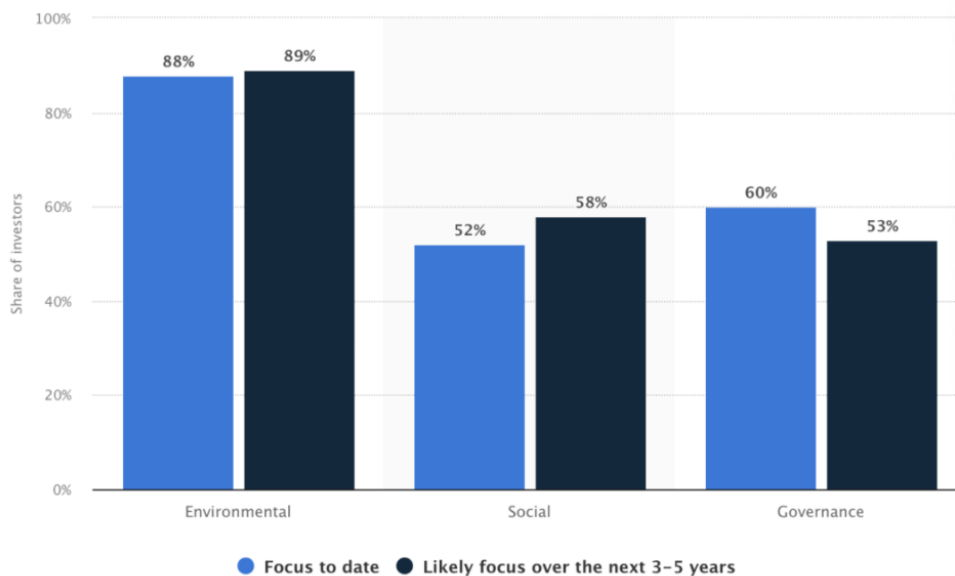


Fonte: <https://perma.cc/SGV3-T9LD>

Per quanto riguarda l'introduzione del termine ESG nell'ambito della finanza sostenibile, si ebbe per la prima volta nel rapporto 'Who Cares Wins' del 2005, che fu redatto in occasione di un'iniziativa del Global Compact delle Nazioni Unite in collaborazione con l'International Finance Corporation (IFC) e il governo svizzero, dove si riunirono oltre 50 amministratori delegati di importanti istituzioni finanziarie che hanno lavorato insieme con l'obiettivo di capire come le questioni di sostenibilità potessero essere integrate nei mercati dei capitali; da questo rapporto fu coniato l'acronimo ESG che, insieme ad un altro report (Freshfield Report) nello stesso anno, ha dimostrato come le tematiche ESG abbiano una rilevanza finanziaria e debbano quindi essere incluse nel processo di valutazione. Questi due rapporti sono stati la base per il lancio dei Principles for Responsible Investments (PRI) alla Borsa di New York nel 2006 e per l'introduzione dell'utilizzo degli investimenti sostenibili nel mondo della finanza. Questo nuovo approccio agli investimenti non è stato immediatamente abbracciato dalla comunità: gli investitori istituzionali credevano che il loro dovere primario fosse quello di massimizzare i valori degli azionisti, qualunque cosa accada. Ma col tempo, si è evidenziata una crescente evidenza riguardo il fatto che le tematiche ESG hanno effettive implicazioni finanziarie e tutte le principali barriere sono state finalmente abbattute.

Una ricerca di BlackRock realizzata nel 2020, intitolata 'Sustainability goes Mainstream', ha analizzato quali tra i tre fattori ESG assume maggiore rilievo nelle scelte di investimento e di considerazione dei temi sostenibili degli investitori. Sono stati intervistati 427 investitori di 27 paesi ed il risultato dice che la dimensione prevalente è quella ambientale con l'88%, contro il 52% delle tematiche Social e il 60% del fattore Governance (**Fig.10**). La stessa ricerca mostra anche le stime per i prossimi 5 anni, con piccole variazioni ma confermando più o meno il trend attuale.

Fig.10: Preferenza dei tre fattori ESG degli investitori nel 2020



Fonte: Statista: 'Dalla ricerca Sustainability goes mainstream; 2020 Sustainable investing survey di blackRock'

2.6.3 Finanza sostenibile e green bond

Per quanto riguarda programmi che incentivano gli investimenti sostenibili e in generale la finanza sostenibile, a livello Europeo, sono state portate avanti recentemente iniziative di questo genere. Infatti, nel marzo 2018, è stato pubblicato il '**Piano d'Azione per la finanza sostenibile**', in cui la Commissione Europea ha delineato le strategie e linee guida da adottare affinché si possa sviluppare un sistema finanziario che promuova uno sviluppo sostenibile su tutti gli ambiti, che sia in linea e che contribuisca con gli obiettivi dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e con l'Accordo di Parigi sul cambiamento climatico.

Si possono considerare tre obiettivi principali che vengono perseguiti da questo piano d'azione e che sono quello di indirizzare gli investimenti finanziari verso un'economia più sostenibile, rendere nel lungo periodo più trasparenti gli investimenti e considerare nelle pratiche della gestione dei rischi la sostenibilità. Gli elementi che introduce il piano d'azione per la finanza sostenibile sono:

- Il Miglioramento della qualità della rendicontazione non finanziaria o extra-finanziaria delle imprese, aggiungendo rispetto alle informazioni richieste dal 2017, nuove informazioni non finanziarie relative al clima, come quelle raccomandate dal 'Climate-related Financial Disclosure' del Financial Stability Board.;
- L'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di lungo termine dei consigli di amministrazione aziendali;
- L'Integrazione della sostenibilità nei giudizi di rating, come nelle analisi di mercato; a tal proposito è stato pubblicato dall'ESMA il 'Disclosure Requirements Applicable to Credit Ratings', con lo

scopo di fornire linee guida per la divulgazione di informazioni sui fattori ESG nel caso in cui rappresentino elementi base per il rating creditizio di un'impresa o per le agenzie di rating;

- L'inclusione di rischi ambientali, sociali e di governance nella valutazione dei requisiti prudenziali degli istituti di credito e la possibilità di ridurre i requisiti patrimoniali minimi relativi agli investimenti sostenibili;
- Modifica delle direttive MIFID II e IDD, nonché delle linee guida ESMA (sulla valutazione e adeguatezza dei prodotti finanziari) nel segno della sostenibilità;
- Garantire maggiore trasparenza nella costruzione di benchmark di sostenibilità;
- Introduzione di una tassonomia UE per la finanza sostenibile attraverso l'introduzione di un sistema comune che possa essere utilizzato per classificare i prodotti e servizi considerati sostenibili;
- L'incentivo per più investimenti in infrastrutture sostenibili.
- Creazione di marchi UE con il fine di introdurre prodotti finanziari verdi, che consentano agli investitori di individuare più facilmente gli investimenti che rispettano i criteri ESG. A tal proposito la Commissione Europea ha sviluppato la definizione di uno standard che ha l'obiettivo di individuare le caratteristiche comuni affinché un titolo si possa considerare un 'green bond'.

L'uso dei proventi da parte dei green bond è specificamente finalizzato al finanziamento di progetti ambientali o di cambiamento climatico, il che li rende perfettamente allineati con gli SDGs dell'Agenda 2030.

Per quanto riguarda i '**green bond**', essi sono definiti come strumenti finanziari 'nuovi', la cui emissione riguarda progetti ad impatto positivo sull'ambiente o che rispettino determinate caratteristiche di sostenibilità ambientale. Alcuni esempi che delineano maggiormente gli ambiti dei progetti finanziati tramite green bond sono le iniziative per la prevenzione ed il controllo dell'inquinamento, l'efficienza energetica e la produzione di energia pulita o da fonti rinnovabili, lo sviluppo di infrastrutture per una mobilità più pulita e meno inquinante, l'edilizia eco-compatibile, l'utilizzo di terreni sostenibili, la gestione dell'acqua e dei rifiuti e altre categorie di iniziative simili. Sono strumenti regolamentati e soggetti alla stessa regolamentazione del mercato dei capitali, e possono essere considerati uno strumento prezioso per gli emittenti che vogliono amplificare la strategia di sostenibilità, prevedere i rischi in modo più appropriato e comunicare valori agli investitori.

All'inizio i Green Bond venivano emessi esclusivamente da istituzioni finanziarie come la Banca Mondiale o la Banca Europea, mentre negli ultimi anni, sono state autorizzate anche le imprese all'emissione di questa tipologia di obbligazioni che offrono nuove possibilità per gli investitori alla ricerca di opportunità che incorporino considerazioni ambientali, sociali e di sostenibilità. I progetti finanziari con chiari benefici ambientali sono in aumento in tutto il mondo; per quanto riguarda i green bond, ci sono due fattori principali che ne hanno determinato e che ne determineranno negli anni a venire una grande crescita: per prima cosa

l'ingresso e la diffusione di questi nuovi strumenti finanziari nelle imprese dei paesi emergenti e, inoltre, la sempre maggiore attenzione da parte delle istituzioni sovranazionali alle tematiche di sostenibilità ambientale. Rappresentano una situazione vantaggiosa sia per l'emittente di obbligazioni che per l'investitore, in quanto entrambe le parti possono contribuire a un futuro sostenibile mostrandosi come attori responsabili.

Il contesto in cui vengono costituite i green bond si sta rapidamente evolvendo insieme a nuove metriche: i Green Bond Principles (GBP) e Social Bond Principles (SBP) dell'ICMA (International Capital Market Association), così come le Sustainability Bond Guidelines (SBG), sono diventati il quadro di riferimento leader a livello globale per l'emissione di obbligazioni verdi, sociali e di sostenibilità.

Da quando il primo green bond è stato emesso nel 2007, con un'emissione con rating AAA da parte della Banca europea per gli investimenti, con lo scopo di raccogliere fondi per progetti legati al clima, il mercato dei green bond ha assistito a una crescita esponenziale. Nel 2008 ammontavano a soli 500 milioni di dollari, mentre, nel 2013 lo stato del Massachusetts ha completato una vendita di obbligazioni da 100 milioni di dollari per contribuire a finanziare progetti ambientali che ha così aperto il mercato dei green bond a nuove possibilità. Successivamente, una società immobiliare svedese, Vasakronan, ha emesso il primo green bond aziendale, un esempio che è stato seguito da molti altri in seguito.

L'emissione è quasi raddoppiata tra il 2015 e il 2016, raggiungendo quasi il 68% nel 2017, con un'emissione totale di 160 miliardi di dollari, stabilendo un altro record.

Un esempio notevole in Europa è venuto dalla Francia, dove nel 2017 il Tesoro ha emesso il primo green bond sovrano, consentendo al paese di prendere in prestito sette miliardi per finanziare la transizione energetica. Si tratta dell'emissione su più larga scala con la data di scadenza più lunga mai vista sul mercato dei giovani green bond, oltre ad essere la più grande emissione inaugurale della sua storia.

2.6.4 Strategie di investimento sostenibile

Nell'ambito degli investimenti sostenibili e responsabili, la 'Global Sustainable Investment Alliance' (GSIA), che è un'alleanza di organizzazioni di investimento sostenibile a livello globale, nel report realizzato nel 2012 ha sviluppato degli standard di classificazione globale relativi alle *strategie di investimento sostenibile* che comprendono sette approcci principali. Per identificare gli investimenti migliori ci sono, dunque, diverse strategie che consentono di selezionarli sulla base di diversi criteri e approcci così definiti:

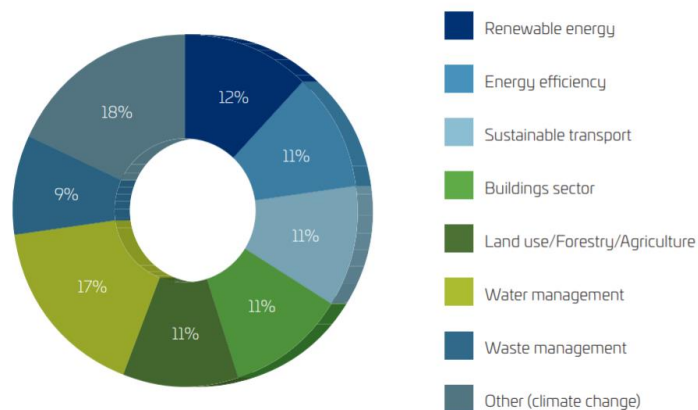
1. **ESG Integration:** l'approccio comporta l'inclusione sistematica ed esplicita da parte dei gestori degli investimenti di fattori ambientali, sociali e di governance nell'analisi finanziaria.
2. **Corporate engagement and shareholder action:** significa coinvolgere gli azionisti attraverso l'impegno diretto e il dialogo costruttivo tra investitori ed emittenti riguardo questioni di sostenibilità e diritto di voto, affinché possano presentare le loro proposte e influenzare positivamente il comportamento aziendale con le proprie idee e valori, e aumentare la trasparenza.

3. **Norms-based screening:** questa strategia prevede uno screening degli investimenti che verranno selezionati solo nel caso in cui rispettino standard minimi di commercio o pratiche sulla base di norme internazionali come quelle emanate dalle Nazioni Unite, dall'OCSE o dalla ONG.
4. **Negative (exclusionary) screening:** l'approccio prevede l'esclusione da un fondo o da un portafoglio di investimenti di emittenti come alcune società, determinati settori, o paesi sulla base di attività che sono considerate non investibili in quanto legate a tematiche causa dei problemi sociali e ambientali. Vi sono dei criteri di esclusione, in base a norme o valori, che si possono riferire a categorie di prodotti, come armi o tabacco, a pratiche aziendali, nel caso ad esempio di violazione di diritti umani, test su animali, corruzione ecc., o controversie.

Il Forum degli Stati Uniti per gli investimenti sostenibili e responsabili (SIF) ha elencato 12 fattori nella sua analisi dei criteri di screening per i fondi comuni di investimento dei suoi membri, tra cui alcol, tabacco, gioco d'azzardo, armi di difesa, test sugli animali, ambiente, diritti umani, rapporti di lavoro, occupazione, uguaglianza, investimenti della comunità e voto per delega.

5. **Best-in-class o Positive Screening:** è la strategia di investire in settori, aziende o progetti selezionati per prestazioni ESG positive rispetto ad altri presenti nel settore e che presentano un rating superiore ad una soglia predefinita. Richiede un processo di valutazione approfondito, noto anche come screening sociale, che cerca generalmente di identificare le aziende meglio gestite. Tale approccio è più difficile in quanto comporta l'adeguamento del peso degli investimenti in base al loro grado di responsabilità e responsabilità delle imprese.
6. **Sustainability themed/thematic investing:** l'approccio prevede di investire in temi o asset che contribuiscono specificamente a soluzioni sostenibili, ambientali e sociale, come per esempio l'agricoltura sostenibile, equità di genere, diversità, edifici green ecc. Osservare le dinamiche nei temi, ci consente di misurare l'appetito degli investitori per una particolare area di sostenibilità. Nelle revisioni passate non predominava alcun gruppo di temi, ma negli ultimi due anni gli investitori hanno spostato la loro attenzione principalmente a favore dei cambiamenti climatici e dei fondi a tema idrico (**Fig.11.**).

Fig.11: Percentuale dei temi di investimento sostenibili nel 2018



Fonte: EUROPEAN SRI STUDY 2018 (EUROSIF)

7. **Impact investing e community investing:** l'impact investing è una strategia di investimento che mira a generare specifici effetti benefici sociali o ambientali oltre ai guadagni finanziari. Gli investimenti a impatto possono assumere la forma di numerose classi di attività e possono portare a molti risultati specifici. Lo scopo dell'impact investing è utilizzare denaro e capitale di investimento per ottenere risultati sociali positivi che siano misurabili e per questo richiede la misurazione e la rendicontazione di questi impatti, per dimostrare la reale intenzione dell'investitore.

La 'Community investing', invece, si ha quando il capitale è specificatamente destinato a individui o comunità non servite oppure quando i finanziamenti sono forniti a imprese con chiari scopi sociali o ambientali.

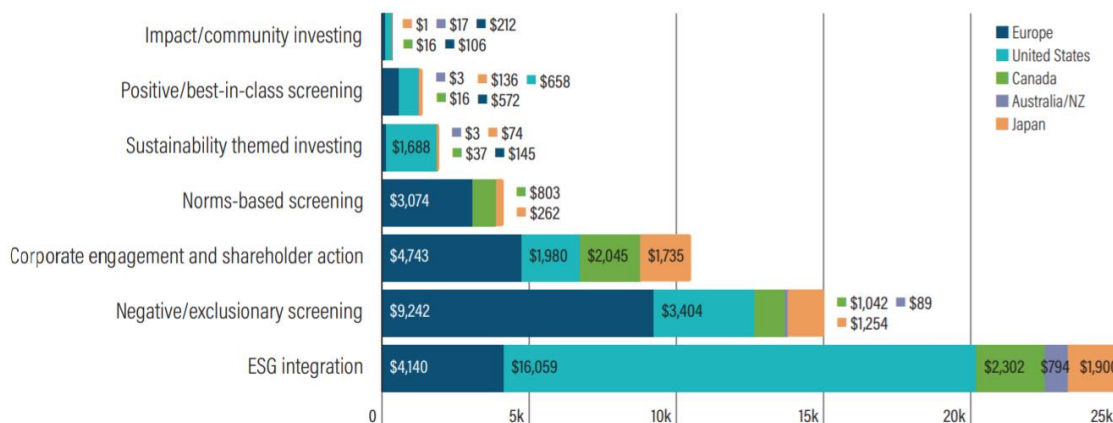
Il Global Sustainable Investment Review 2020, realizzato dalla GSIA, mostra dei risultati molto buoni rispetto alla crescita del mercato degli investimenti sostenibili; in particolare i risultati del report 2020 mostra che durante l'anno gli investimenti globali sostenibili hanno raggiunto il 35,5 trilioni di dollari (**Fig.12**) in cinque mercati principali, con un aumento del 15% negli ultimi due anni e che la strategia di investimento sostenibile più comune è l'ESG Integration, seguita da Negative Screening, Corporate engagement and shareholder action, Norms-based screening e Sustainability thematic investing (**Fig.13**).

Fig.12: Istantanea degli investimenti globali sostenibili, 2016-2018-2020

REGION	2016	2018	2020
Europe*	12,040	14,075	12,017
United States	8,723	11,995	17,081
Canada	1,086	1,699	2,423
Australasia*	516	734	906
Japan	474	2,180	2,874
Total (USD billions)	22,839	30,683	35,301

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020

Fig.13: Asset di investimento sostenibili per strategia e regione 2020



Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020

Per quanto riguarda la diffusione nei vari paesi degli investimenti sostenibili risulta una crescita nella maggior parte dei paesi, con il Canada che ha registrato un grandissimo aumento in termini assoluti con una crescita del 48% negli ultimi due anni, seguito dagli Stati Uniti con una crescita del 42%, Giappone del 34% e Australia del 25% (**Fig.14**). L'Europa invece mostra un trend diverso, registrando un calo del 13% degli investimenti sostenibili negli ultimi due anni, che è dovuto ad un periodo di transizioni e cambiamenti relativi alla metodologia di misurazione dei criteri e di definizioni a seguito del Piano d'azione Europeo per le finanze sostenibili.

Fig.14: Crescita degli investimenti sostenibili per regione in valuta locale 2014-2020

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe* (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia* (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2020

2.7 Indici SRI

Esistono diversi indici, detti indici SRI (Sustainable and Responsible Investment), che hanno lo scopo di analizzare imprese provenienti da settori diversi e che valutano, attraverso criteri di screening specifici, il comportamento socialmente responsabile e rispettoso dell'ambiente delle aziende. In base al risultato degli screening si decide se includere o eventualmente escludere l'azienda dall'analisi dell'indice. Gli indici di sostenibilità in borsa sono formati, di solito, da titoli selezionati sulla base di valutazioni di aziende emittenti secondo i criteri ESG (Environment, Society e Governance). Gli indici SRI fungono, dunque, da funzione di "sigillo di approvazione" per le aziende responsabili che vogliono dimostrare le loro credenziali di investimento ad impatto positivo ai loro stakeholder. In generale, questi indici SRI sono considerati come benchmark di investimento: questi indici hanno generato una serie di prodotti, tra cui fondi comuni di investimento indicizzati, fondi negoziati in Borsa (ETF) e prodotti strutturati. Un'ampia gamma di fondi comuni di investimento SRI valuta regolarmente le società target e gestisce i loro portafogli di investimento.

Uno dei più antichi indici SRI considerato per i rating di sostenibilità è il **Dow Jones Sustainability Index (DJSI)**, che fu lanciato nel 1999 come primo benchmark globale di sostenibilità e che si occupa di valutare le aziende più performanti utilizzando criteri economici, ambientali e sociali: comprende aziende provenienti da 61 settori economici diversi e seleziona le migliori in termini di sostenibilità. I Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) sono considerati una famiglia di benchmark best-in class per quegli investitori che ritengono fondamentale l'utilizzo di pratiche sostenibili al fine di creare valore per gli azionisti a lungo termine. L'indice

DJSI viene revisionato ogni anno, nel mese di settembre, e ogni quattro mesi per assicurarsi che la sua composizione rappresenti il 20% delle compagnie leader nella sostenibilità. Le società presenti negli indici Dow Jones sono analizzate dal Gruppo Sustainable Asset Management (SAM), una società svizzera di asset management e, inoltre, opera tramite una partnership tra S&P Dow Jones Indices e RobecoSAM.

La serie di indici DJSI è formata da indici globali, regionali e nazionali che si dividono nel seguente modo:

- DJSI World
- DJSI Nord America
- DJSI Europa
- DJSI Asia Pacifico
- DJSI Mercati Emergenti
- DJSI Corea
- DJSI Australia
- DJSI Cile
- DJSI MILA Pacific Alliance

Un altro indice popolare è l'indice sociale **Domini 400 di KLD** di FTSE Russell, noto anche come **KLD400**, che collabora con il Financial Times su una serie di questioni. L'indice KLD400 si occupa di monitorare le prestazioni delle aziende in base a una serie di criteri ESG ed elimina le società che sono coinvolte in settori non ammissibili.

Allo stesso modo, il Financial Times collabora con una società di ricerca ESG per costruire la sua serie **FTSE4 Good Index**. Quest'indice valuta sempre la performance delle aziende che sono globalmente riconosciute per gli alti standard di responsabilità sociale. Il FTSEGood Index è ottimo per la creazione di prodotti di investimento responsabile grazie alla gestione trasparente e criteri approvati dal marchio FTSE.

Ci sono anche indici di investimento più piccoli come:

- Il **FTSE Ecpi Italia**, che rappresenta il primo indice etico di Borsa Italiana, e come gli altri indici della finanza sostenibile è formato dalle azioni emesse da imprese che rispecchiano i requisiti e le caratteristiche distintive in ambito ESG.
- Il **Catholic Values Index**, che utilizza le linee guida statunitensi per gli investimenti socialmente responsabili della Conferenza episcopale cattolica (si parla di un approccio di 'Positive screening') per esaminare le aziende ammissibili come le società che presentano generose politiche salariali e di benefit o quelle che creano tecnologie vantaggiose per l'ambiente.
- Il **Calvert Social Index**, del Gruppo Calvert, che esamina 1.000 delle più grandi aziende statunitensi in base al loro audit sociale diviso in quattro criteri: i prodotti dell'azienda, il loro impatto sull'ambiente, le relazioni di lavoro e le relazioni con la comunità, come il trattamento delle popolazioni indigene, le operazioni delle filiali estere, la fornitura del credito locale ecc. Le società

responsabili sono quindi presenti nell'indice quando e se soddisfano i criteri di Calvert; questo indice mantiene inoltre un sistema di ponderazione del settore economico obiettivo.

CAPITOLO 3: L'importanza della sostenibilità nei progetti di crowdfunding per gli investitori

3.1 Obiettivo dell'analisi

Come abbiamo visto nel secondo capitolo, il tema della sostenibilità è ormai diventato un elemento fondamentale nelle strategie aziendali, nelle politiche dei governi e delle istituzioni sovranazionali, nelle scelte di investimento e nel mercato finanziario.

Gli obiettivi che sono stati posti prima dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite con i 17 SDGs, poi con l'accordo di Parigi sul clima e dopo ancora con il Green Deal Europeo e il Piano d'azione per la finanza sostenibile rappresentano oggi l'inizio di una trasformazione economica e sociale che sembra ormai necessaria. La realizzazione di tutto ciò che i governi si sono prefissati, è sicuramente difficile da perseguire soprattutto nei tempi brevi prestabiliti; ciò che è chiaro, è che occorre la partecipazione di tutti e soprattutto bisogna assicurarsi che la sensibilizzazione sulle tematiche sostenibili abbia raggiunto un buon risultato nelle aziende ma anche tra i cittadini.

In un momento storico, così propenso a dare una svolta radicale per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità, si è descritto come l'attenzione verso le tematiche sostenibili sia ormai diventato fondamentale per le imprese, le quali possono essere considerate il motore per il cambiamento verso pratiche più sostenibili. Le imprese devono dimostrare il loro impegno nel perseguire gli obiettivi sostenibili comunicando il tutto agli investitori: nel capitolo precedente si è infatti parlato dell'importanza di comunicare la sostenibilità, attraverso il bilancio di sostenibilità, sia per sensibilizzare ancor di più tutti gli stakeholders, ma soprattutto per apparire più appetibili agli investitori, i quali guardano sempre con maggiore attenzione gli aspetti extra-finanziari per valutare se investire o meno. Le statistiche mostrano già come ci sia stata una crescita esponenziale dell'interesse degli investitori nei confronti degli investimenti sostenibili, ed in particolare delle strategie di investimento sostenibili nelle loro valutazioni. Tutto ciò rende evidente quanto ormai gli investitori istituzionali e professionali siano orientati e attratti dal concetto di investimento responsabile e sostenibile.

Quello che è interessante capire è se, spostandoci verso tipologie di investimento differenti, come nel caso di investimenti in progetti di crowdfunding, in cui troviamo investitori e finanziatori di diverso tipo e, molto spesso investitori non professionali, l'interesse di voler finanziare e supportare iniziative sostenibili sia effettivamente alto e rilevante.

Per questo motivo, nella seguente ricerca ci si concentrerà sulla *rilevanza delle tematiche sostenibili* nelle iniziative imprenditoriali e su *come siano apprezzate o meno dai finanziatori e investitori*.

Lo scopo primario della ricerca effettuata è proprio quello di indagare più a fondo sul reale interesse da parte degli investitori sui progetti che, in qualche modo, sono legati al tema della sostenibilità.

In particolare, l'analisi si concentra su progetti che sono portati avanti tramite piattaforme di crowdfunding, che, come abbiamo visto nel primo capitolo, sta diventando e ha i presupposti per essere negli anni futuri uno

strumento di raccolta di capitale e di finanziamenti molto gettonato e vantaggioso. Infatti, le modalità di raccolta di denaro attraverso crowdfunding sembrano essere più accessibili per le piccole imprese, come le start up, e gli imprenditori che invece fanno fatica a ricevere finanziamenti da istituti di credito tradizionali. Questi progetti sono portati avanti da aziende, da organizzazioni e imprenditori.

Si vuole capire, inoltre, quanto gli imprenditori, o le piccole imprese, che ricorrono all'utilizzo del crowdfunding, ritengono importante portare avanti iniziative e progetti che siano in qualche modo orientati alla sostenibilità, perché ritengono che sia una strategia di successo e che possa attrarre una quantità di finanziatori maggiore.

L'idea che portiamo avanti è, dunque, che l'orientamento alla sostenibilità dei progetti sia un fattore di maggiore attrazione da parte degli investitori e che influenzi positivamente il successo dei progetti.

Il risultato dell'analisi ci dirà sia quanto sono rilevanti le tematiche sostenibili nei progetti del campione e quanto un progetto che riguarda tematiche sostenibili ha più probabilità di essere finanziato e di avere successo rispetto ad un progetto che non persegue obiettivi sostenibili. Si prenderà in considerazione il concetto di sostenibilità nella sua visione delle tre dimensioni.

Grazie a questa analisi, sarà più facile comprendere effettivamente la propensione degli investitori a finanziare progetti con tematiche legate alla sostenibilità e metterà in evidenza anche quali sono gli aspetti e gli ambiti della sostenibilità di maggiore interesse da parte dei finanziatori.

3.2 Ipotesi

Come già anticipato nel paragrafo precedente, l'obiettivo della ricerca è quello di concentrarci sul reale interesse da parte degli investitori sulle tematiche sostenibili quando decidono se finanziare o meno un progetto. Per questo, per verificare ciò, è stata sviluppata un'ipotesi principale, e tre sotto ipotesi.

L'ipotesi principale sarà H1 ed è la seguente:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

Per verificare questa ipotesi, la metodologia utilizzata è stata quella di raccogliere un campione di progetti da una delle piattaforme di maggiore successo di crowdfunding, che è Kickstarter, e selezionare i progetti che presentano un orientamento sostenibile. Come variabile per dimostrare l'interesse degli investitori nei confronti dei progetti sostenibili, è stato utilizzato lo stato di successo dei progetti. Successivamente è stata condotta un'analisi di regressione per valutare statisticamente l'impatto della sostenibilità sul successo dei progetti.

La scelta di utilizzare progetti lanciati su una piattaforma di crowdfunding dipende dalla visione di questo nuovo strumento di raccolta di capitale, come un mezzo particolarmente vantaggioso per quegli imprenditori o start-up, che solitamente portano avanti iniziative innovative anche dal punto di vista sostenibile, e che si rivolgono al crowdfunding in quanto hanno difficoltà nel reperire finanziamenti dai finanziatori tradizionali. La scelta del modello reward-based deriva dal fatto che, in questa tipologia di meccanismo, i finanziatori sono

anche gli utenti finali e, dunque, sono molto attenti alle caratteristiche dei prodotti e servizi che supportano, privilegiando iniziative che apportano benefici a loro, in primis, ma in generale al benessere comune e della società.

In questa analisi, oltre all'ipotesi principale H1, si è deciso di voler verificare altre 3 ipotesi, che riguardano le dimensioni più specifiche della sostenibilità, cioè la dimensione ambientale, sociale ed economica, per capire quale tra queste è di maggiore interesse per gli investitori. L'analisi effettuata consiste, come nell'ipotesi H1, nel verificare se ciascuna delle dimensioni considerate possa impattare positivamente sul successo di un progetto.

Le 3 sotto ipotesi possono essere così esplicitate:

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

La metodologia utilizzata per verificare queste ipotesi è stata esattamente la stessa della prima ipotesi H1, cioè procedendo prima con un'analisi qualitativa dei progetti per poterli categorizzare in una delle tre dimensioni (ambientale, sociale ed economica), e successivamente un'analisi quantitativa tramite regressione per verificare statisticamente le ipotesi.

3.3 Metodologia di raccolta dati

La piattaforma utilizzata per la raccolta dei dati è stata **Kickstarter**. Il meccanismo che utilizza questa piattaforma è il **reward-based**, ciò significa che la ricompensa per il finanziatore è un rendimento non monetario che può essere un prodotto, un servizio o un riconoscimento, sulla base dell'importo finanziato dal sostenitore. Il modello reward-based, prevede che l'utente finale sia più interessato alle caratteristiche del prodotto o servizio, in quanto alla fine otterrà il prodotto stesso o una ricompensa legata comunque al progetto che ha deciso di sostenere. I sostenitori basano fortemente i loro contributi su una logica di consumo, in cui l'intento di acquisire il prodotto supera la domanda di altri premi, oltre a sostenere progetti che hanno cause vicine alla loro ideologia o per sentirsi parte di una community. Inoltre, Kickstarter è basato sul modello 'all-or-nothing', in cui solo i progetti che riescono a raccogliere la somma prestabilita dal creatore del progetto avranno successo, mentre gli altri non verranno realizzati e i soldi raccolti verranno restituiti. Allo stesso modo, Kickstarter riscuote la sua commissione del 5% solo se viene raggiunto l'obiettivo di finanziamento.

Kickstarter è stato lanciato nel 2009, con la missione dichiarata di voler dare vita a progetti creativi; sulla piattaforma non è possibile lanciare progetti il cui scopo esclusivo è la beneficenza, ad esempio, ma occorre che venga presentato un prodotto o servizio creativo. Per creatività, ci si riferisce allo sviluppo di prodotti o

processi che sono sia nuovi che utili; un prodotto o servizio si può giudicare utile quando ha un valore sociale. I progetti più creativi saranno in più stretto allineamento con la missione di Kickstarter e con le aspettative dei potenziali finanziatori. L'evidenza suggerisce che l'adozione di un orientamento alla sostenibilità può stimolare la creatività. Per questo si è deciso di utilizzare Kickstarter per la raccolta dei progetti.

Il campione raccolto si compone di **1274 progetti** e fa riferimento a tutti i progetti lanciati tramite la piattaforma Kickstarter da imprenditori, individui, organizzazioni o piccole imprese nel primo semestre del 2019, includendo tutti i paesi del mondo e tutte le categorie presenti senza nessuna restrizione. I progetti raccolti sono disponibili direttamente dal sito della piattaforma, dal quale sono state prese le informazioni di maggiore rilievo su ciascun progetto per poter costruire un vero database di progetti di crowdfunding pronto per essere analizzato e per dare una risposta alla domanda di ricerca proposta. E' stato raccolto un campione di progetti generali, che non rientrasse in un nessuna categoria specifica, proprio per poter studiare l'effettiva incidenza delle tematiche sostenibili rispetto ad un 'pool' generico e incondizionato che non contenga 'bias'.

La scelta dell'**anno 2019**, come anno di raccolta dei progetti, è motivata dai seguenti fattori:

- A priori si è deciso di escludere l'anno 2020 come anno di lancio dei progetti sulla piattaforma ai fini della raccolta, in quanto, a causa dello shock economico causato dalla pandemia, avrebbe potuto rappresentare una distorsione del campione, ed in particolare sul reale interesse da parte dei finanziatori nei confronti dei progetti imprenditoriali di questo genere. Questa eventuale distorsione sarebbe potuta dipendere sia dall'incertezza generale diffusa nei mercati economici e finanziari a seguito del lockdown, sia dalla minore disponibilità ad investire e finanziare in un momento di crisi; il mondo è stato stravolto dall'emergenza sanitaria e, nonostante gli obiettivi sostenibili siano rimasti e rimangono un punto fermo durante il periodo pandemico, riteniamo che possano esserci delle influenze che avrebbe reso il campione di dati raccolti non assolutamente incondizionato da fattori esogeni.
- Per quanto riguarda il 2021, nonostante sia di nuovo un anno condizionato dalle mutate condizioni economiche post pandemia, non è stato preso in considerazione per altre motivazioni: essendo un anno ancora in corso e, avendo iniziato precedentemente la raccolta di dati, non sarebbe stato possibile raccogliere un campione sufficientemente ampio con progetti conclusi che potesse rappresentare effettivamente il campione di progetti per la nostra ricerca.

Il campione è formato dai progetti lanciati nei primi sei mesi del 2019, da gennaio a giugno, con l'obiettivo di ottenere un campione sufficientemente ampio per portare avanti la ricerca, ma non eccessivamente grande in modo da permettere un'analisi qualitativa e dettagliata di ciascun progetto. Infatti, per ogni progetto è stata analizzata dettagliatamente la descrizione, attraverso il quale è stato possibile desumere o meno se si trattasse di iniziative ad orientamento sostenibile o meno, e di quale dimensione della sostenibilità facesse parte.

Come già detto, i progetti di Kickstarter, sulla base della tematica affrontata, fanno parte di differenti categorie. Nel campione raccolto le categorie presenti possono essere riassunte così:

‘Technology, Wearables, Web, 3D Techonology, Apps, Sound, Gadgets, Camera Techonology Equipment, DIY Techonology Electronics, Fabrication Techonology Tools, Flight, Hardware, Software, Makerspaces, Robots, Space Techonology Exploration’.

Per quanto riguarda i dati raccolti su ciascun progetto nel database, vi sono sia informazioni qualitative, come la descrizione del progetto che è fondamentale per la ricerca, che quantitative come la somma raccolta per poter calcolare il tasso di successo, ad esempio. Nel dettaglio, il database è stato costruito e strutturato prendendo dal sito di Kickstarter le seguenti informazioni su ciascuno dei 1274 progetti:

- *Nome del progetto (Name);*
- *Breve introduzione del progetto (Blurb);*
- *Categoria (Category), che abbiamo già descritto;*
- *Paese e città del creatore del progetto (Country e city);*
- *Il link diretto per visualizzare il progetto sul sito (Urls);*
- *L’obiettivo di finanziamento richiesto dal creatore (Goal);*
- *Il numero di finanziatori raggiunto (Backers);*
- *La somma raccolta (Pledged);*
- *L’investimento medio dei finanziatori (Pledge/Backer);*
- *La data di lancio del progetto, la durata e la scadenza (Launched at, duration, deadline);*
- *Lo stato di successo o fallimento (State);*
- *La descrizione dettagliata del progetto (Description);*
- *La lunghezza della descrizione in termini di numero di caratteri.*

Le informazioni che maggiormente sono servite per rispondere alla domanda di ricerca, sono la **descrizione del progetto**, attraverso il quale è stato stabilito se il progetto avesse un orientamento alla sostenibilità, la **somma raccolta** rispetto all’**obiettivo di finanziamento**, e lo **stato di successo** o tasso di successo.

Dopo aver costruito il database, e dopo aver analizzato le informazioni di maggiore rilievo appena descritte, si è ottenuto un secondo ‘pool’ di progetti, in particolare **182 progetti** che sono stati selezionati sulla base del loro orientamento a tematiche sostenibili. In questo modo si è ottenuto un secondo mini-database, che è stato utilizzato per rispondere ad ulteriori sotto quesiti, riguardo la rilevanza delle dimensioni della sostenibilità, e altre variabili che possono influenzare la rilevanza e il successo dei progetti con tematiche sostenibili.

3.4 Analisi delle variabili

3.4.1 Variabili indipendenti

Nelle analisi che saranno portate avanti, possiamo considerare una variabile indipendente principale, che è la **sostenibilità** nei progetti di crowdfunding presenti nel campione, e altre tre sotto variabili indipendenti che corrispondono alle tre dimensioni della sostenibilità: **Environmental Sustainability**, **Social Sustainability** e **Economic Sustainability**. Queste quattro variabili indipendenti servono per verificare le 4 ipotesi considerate. L'obiettivo è quello di capire se le variabili indipendenti abbiano un impatto positivo sulla variabile dipendente che è rappresentata dallo stato di successo dei progetti.

Il criterio utilizzato per ottenere i dati sulle variabili indipendenti è stato quello di analizzare dettagliatamente la descrizione di ciascun progetto del campione raccolto e di selezionare i progetti che presentano prodotti effettivamente sostenibili, in quanto ad esempio creati con materiali a basso impatto ambientale, o prodotti che aiutano a perseguire scopi ambientali o sociali; sono stati selezionati anche i progetti il cui scopo non è quello di sviluppare prodotti ma si parla di servizi e iniziative con fini sociali, culturali e ambientali. La metodologia utilizzata per poter classificare come sostenibile un progetto è stata inizialmente quella di trovare alcune parole chiave come '*sustainability, environmental, social, green, emission, pollution, climate, humanity, women, human rights, poverty, clean energy, community...*' e altri termini che reindirizzano al concetto di sostenibilità all'interno della descrizione, per poi analizzarla più dettagliatamente per capire se effettivamente la tematica sostenibile fosse rilevante.

Dopo questa analisi di tipo qualitativo, nello step successivo è stato assegnato il valore '1' a tutti quei progetti che sono stati considerati a orientamento sostenibile, mentre è stato assegnato il valore '0' agli altri progetti che non presentano tematiche sostenibili. Si sono così ottenuti i valori della prima variabile indipendente 'Sustainability', che risulta essere un variabile dicotomica o binaria, cioè il cui valore può essere solo 0 o 1. Per costruire i valori delle altre tre variabili indipendenti, il lavoro è stato quello di analizzare nuovamente i soli progetti che hanno avuto come valore '1' nella variabile indipendente '**Sustainability**', il che significa che presentano un orientamento alla sostenibilità, e suddividerli sulla base della categoria di appartenenza, cioè sostenibilità ambientale, sociale o economica. In particolare, le tematiche sostenibili, divise per categoria, che sono emerse dall'analisi dei progetti possono essere così riassunte:

- Per la **sostenibilità ambientale**, i temi riscontrati nei progetti sostenibili sono stati: prodotti realizzati con materiali sostenibili, prodotti 'eco-friendly', mobilità sostenibile a zero emissioni, energia pulita e rinnovabile, risparmio energetico, efficientamento energetico, zero sprechi di acqua, energia o carta, zero emissioni inquinanti, riduzione dell'utilizzo di plastica, riduzioni di utilizzo di prodotti inquinanti, cibo e coltura sostenibile, conservazione della biodiversità, utilizzo di materiali riciclati.
- Per la **sostenibilità sociale**, invece, i temi affrontati da alcuni dei progetti sono stati: iniziative contro le disuguaglianze (di genere, culturali, di educazione), iniziative a favore dell'inclusione dei più fragili (come i disabili e gli autistici), iniziative di carità e beneficenza, possibilità di educazione e diritto allo studio per tutti, zero discriminazioni, sostegno alle donne (anche dal punto di vista imprenditoriale), iniziative per garantire maggiore sicurezza, iniziative per le comunità.

- Per la *sostenibilità economica*, le iniziative presenti nei progetti sono state poco rilevanti in termini di numerosità, in quanto è più difficile trovare concetti di sostenibilità economica all'interno di progetti di questo genere. Le tematiche comunque emerse sono state, ad esempio, iniziative per supportare il lancio di start-up, idee per incrementare l'occupazione o per migliorare le condizioni di lavoro, e più in generale iniziative a supporto dei lavoratori e liberi professionisti.

In base alla tipologia di sostenibilità verso cui si indirizzano i progetti, è stato assegnato, per esempio, il valore '1' per la variabile indipendente '**Environmental Sustainability**' e '0' alle altre due variabili indipendenti se si tratta di sostenibilità ambientale; al contrario se si tratta di progetti con sostenibilità sociale è stato assegnato '1' alla variabile '**Social Sustainability**' e '0' alle altre due variabili. Ci sono casi in cui la finalità di un progetto possa essere riferito a più dimensioni della sostenibilità, ad esempio si possa considerare sia sostenibilità sociale che economica o sia ambientale che sociale. In questi casi è stato assegnato il valore '1' ad entrambe le variabili in questione. Come anche la prima variabile indipendente analizzata, anche le altre 3 sono variabili di tipo dicotomiche, e per questo motivo, il modello che verrà utilizzato per la regressione sarà il modello 'Logit' e non la classica regressione lineare.

Alla fine, nel database si è ottenuta una colonna per ciascuna variabile indipendente, in cui si trovano solo valori come '1' e '0'.

3.4.2 Variabile dipendente: stato di successo del progetto

La variabile dipendente che verrà usata nel modello di regressione è lo *stato di successo* dei progetti.

Come già analizzato, nel caso di modelli 'all-or-nothing' di crowdfunding, il successo del progetto si ha solo quando il denaro raccolto raggiunge l'obiettivo di finanziamento prestabilito dal creatore; qualora l'obiettivo o il 'goal' non dovesse essere raggiunto, il progetto non viene finanziato, i soldi vengono restituiti ai finanziatori e si dice che il progetto è fallito. Lo stato di successo di un progetto può essere, quindi, '*successful*' o '*failed*' sulla base del raggiungimento dell'obiettivo finanziario. Se il progetto è 'successful' la variabile assume valore '1', mentre se il progetto è 'failed' la variabile assume valore '0'. Anche in questo caso, come per le variabili indipendenti, si tratta di variabili dicotomiche che possono avere solo due intervalli, zero o uno. Alla fine, si avrà nel database una colonna denominata 'stato di successo' in cui si alterneranno '0' e '1' come valori di riferimento per la variabile.

Lo stato di successo dei progetti è stato scelto come variabile dipendente, in quanto può essere uno strumento attraverso il quale dimostrare il reale interesse degli investitori verso un progetto. Se il progetto raggiunge l'obiettivo di finanziamento, e dunque ha successo, può significare che gli investitori hanno avuto un particolare interesse nei confronti di quel progetto. Differentemente, per i progetti che non hanno raccolto sufficientemente denaro e sono falliti, si presuppone che non abbiano riscosso particolarmente l'attenzione dei finanziatori. Il successo o meno dei progetti viene utilizzato, quindi, come misura dell'interesse degli investitori. Se i dati dimostrano che i progetti ad orientamento sostenibile hanno una percentuale di successo

alta rispetto, alla media del tasso di successo dei progetti di crowdfunding, si potrebbe dedurre che gli investitori hanno un interesse maggiore nei confronti di progetti che perseguono le tematiche sostenibili.

3.5 Analisi del campione

3.5.1 Metodologie di analisi

I dati del campione sono stati analizzati in diversi modi attraverso analisi statistiche, per verificare le ipotesi descritte. Le metodologie utilizzate sono state 4 e sono le seguenti:

1. **Statistica descrittiva**: la prima analisi effettuata con il database è una statistica descrittiva, cioè una statistica riassuntiva che descrive quantitativamente e riassume le caratteristiche della raccolta di informazioni che ci sono nel campione. L'analisi ci fornisce informazioni generali che riguardano il tasso di successo medio dei progetti, la somma mediamente raccolta, l'obiettivo medio che i creatori dei progetti si prefiggono di raccogliere, il numero medio dei sostenitori e la durata media della campagna. Inoltre, ci sono informazioni specifiche sulle variabili indipendenti che ci permettono di valutare la rilevanza dei progetti sostenibili sul totale dei progetti.
2. **"T test"**: sul campione di progetti verrà effettuato il cosiddetto "T Test", con l'obiettivo di verificare se effettivamente il tasso di successo dei progetti sostenibili sia differente (e nella nostra ipotesi che sia maggiore) rispetto ai progetti che non hanno un orientamento sostenibile. Per la tipologia di dati verrà utilizzato il "Two sample T Test", cioè un t-test a due campioni per testare la differenza tra le medie di due gruppi. Lo scopo del test è quello di rifiutare l'ipotesi nulla H_0 (secondo cui la differenza tra le medie dei due gruppi è uguale a zero), per poter dimostrare che la media del tasso di successo nei progetti a orientamento sostenibile è maggiore.
3. **Matrice di correlazione**: questa analisi serve a verificare se esiste una correlazione positiva tra le variabili che sono state considerate, cioè tra la sostenibilità, in senso più ampio e singolarmente nelle sue tre dimensioni, e lo stato di successo dei progetti.
4. **Regressione Logit**: con questa analisi si può verificare effettivamente quanto le variabili indipendenti considerate impattano sulla variabile dipendente, che è lo stato di successo. Il modello ci dirà il reale impatto che la sostenibilità ha sulla possibilità che i progetti abbiano successo nel crowdfunding. Grazie a questa analisi avremo la verifica completa delle ipotesi considerate. Il modello di regressione utilizzato non è il classico modello lineare, ma il modello 'logit', in quanto le variabili sono dicotomiche. Nel paragrafo successivo si approfondirà il modello utilizzato.

3.5.2 La regressione Logit

L'analisi della regressione è una tecnica usata per analizzare una serie di dati che consistono in una variabile dipendente e una o più variabili indipendenti. L'obiettivo è quello di stimare un'eventuale relazione funzionale esistente tra la variabile dipendente e le variabili indipendenti. Nel caso di questa ricerca, come abbiamo visto, la variabile dipendente corrisponde con lo stato di successo dei progetti, mentre ci sono quattro variabili

indipendenti che sono la ‘Sustainability’, ‘Environmental Sustainability’, ‘Social Sustainability’ e ‘Economic Sustainability’.

Per capire effettivamente se le variabili indipendenti, per esempio la sostenibilità, possano avere un’influenza reale sul tasso di successo dei progetti di crowdfunding, è stata utilizzata una tipologia di regressione chiamata **modello logit**, che è utile quando il valore della variabile non è continua e quindi è impossibile utilizzare il classico modello di regressione lineare.

Come tutte le analisi di regressione, la regressione logistica è un'analisi predittiva. La regressione logistica viene utilizzata per descrivere i dati e spiegare la relazione tra una variabile binaria dipendente e una o più variabili indipendenti nominali, ordinali, di intervallo o di rapporto.

La regressione logistica è l'analisi di regressione appropriata da condurre quando la variabile dipendente è dicotomica, cioè binaria. Vi è una diversa scala di misura della probabilità rispetto alla regressione lineare e la distribuzione, quando Y è dicotomica, sarà una distribuzione binomiale. Nel modello logit le probabilità logaritmiche del risultato sono modellate come una combinazione lineare delle variabili predittive.

Matematicamente, un modello logistico binario ha una variabile dipendente con due possibili valori, come pass/fail che è rappresentato da una variabile indicatore, dove i due valori sono etichettati "0" e "1". Nel modello logistico, il log-odds, cioè il logaritmo delle quote, per il valore etichettato "1" è una combinazione lineare di una o più variabili indipendenti "predittori"; le variabili indipendenti possono essere ciascuna una variabile binaria (due classi, codificate da una variabile indicatore) o una variabile continua (qualsiasi valore reale). Come già analizzato, infatti, lo stato di successo dei progetti di crowdfunding può essere solo ‘successo’ o ‘fallimento’ e, nel primo caso si associa il valore 1, mentre nel caso di fallimento calore 0.

L’obiettivo del modello logit di regressione è di calcolare la probabilità che questa variabile acquisisca valore 1, cioè calcola la probabilità con cui un’osservazione può generare 1 o l’altro valore della variabile dipendente.

$$\mathbb{E}[Y | X = x] = 1 Pr(Y = 1 | X = x) + 0 Pr(Y = 0 | X = x) = Pr(Y = 1 | X = x)$$

Le probabilità nel caso del modello logit sono limitate all’intervallo $C = (0,1)$, e ciò chiarisce il motivo per cui non sarebbe possibile utilizzare un modello lineare, che invece ha come intervallo l’insieme dei numeri reali. La funzione di regressione logistica è data dalla seguente formula:

$$\begin{aligned} \text{logit}(\pi(x)) &= \beta_0 + \sum_i^q \beta_i x_i = \mathbf{X}\boldsymbol{\beta} \\ \text{logit}(\pi(x)) &= \ln \left[\frac{\pi(x)}{1 - \pi(x)} \right] \end{aligned}$$

Nella regressione dei minimi quadrati ordinari (OLS), le statistiche misurano la quantità di varianza spiegata dal modello di regressione. Il valore degli intervalli di R^2 (0,1), con un valore maggiore che indica una

maggior varianza è spiegato dal modello (un valore più alto è meglio). Per la regressione OLS, è definita come segue.

$$R^2 = 1 - \frac{\sum (y_i - \hat{y}_i)^2}{\sum (y_i - \bar{y})^2}$$

Dove:

- y_i è l'etichetta i -esima (0 o 1);
- \hat{y}_i è l' i -esimo valore previsto;
- \bar{y} è la media di y ;

I tre modi principali per interpretare R^2 sono i seguenti:

- variabile spiegata: quanta variabilità è spiegata dal modello
- bontà di adattamento: quanto bene il modello si adatta ai dati
- correlazione: le correlazioni tra le previsioni e i valori reali

Si può dire che il valore R^2 rappresenta il legame tra la variabilità dei dati e il modello statistico utilizzato.

Maggiore è il suo valore è migliore è l'attendibilità del modello nell'analisi effettuata.

Nel modello, oltre alle variabili indipendenti e la variabile dipendente, sono inserite le cosiddette 'variabili di controllo', che servono per verificare che l'effetto delle variabili iniziali non venga vanificato dall'inserimento di queste ulteriori variabili. Lo scopo finale delle variabili di controllo è quello di contribuire ed influenzare positivamente l'indice di bontà di adattamento del modello.

Alla fine dell'analisi di regressione potremmo verificare le ipotesi effettuate, e valutare quanto effettivamente la sostenibilità impatta la probabilità di successo dei progetti.

3.5.3 Statistica descrittiva del campione

Iniziando con un'analisi generica sulle caratteristiche dei dati raccolti, possiamo dire che nel campione sono presenti 1274 progetti di crowdfunding, di cui solo il **35,16%** dei progetti ha avuto **successo** e viene, dunque, finanziato. Il '**Pledged**' rappresenta la somma di denaro raccolta complessivamente durante la campagna, che risulta essere in media di **43.555,46 euro**, raggiungendo il massimo di 7.0281.74 euro.

Ciò che risulta interessante è che il '**Goal**', cioè l'obiettivo di finanziamento dei progetti, ha un valore medio di **44.058,31 euro**, quasi uguale al valore del 'Pledged', il che significa che, nonostante solo il 35% dei progetti raggiunge l'obiettivo, i progetti che vengono finanziati spesso superano di molto il goal, raccogliendo una somma più alta rispetto a quella richiesta dal creatore di progetto; calcolando la percentuale di denaro raccolto rispetto al goal si ha, infatti, una percentuale media del 247%. Le altre informazioni dei progetti riguardano il numero di **sostenitori** che finanziano i progetti, con una media di **206 sostenitori**, e la durata delle campagne: le campagne possono durare dai 2 ai 61 giorni, con una media di **36** giorni.

Fig.1: Descriptive statistic

Variabili	N° progetti	Media	Dev. Stand	Min	Max
Stato di successo	1274	0,351648	0,4776724	0	1
Pledged	1274	43.555,46	29.6341,8	0	7.0281.74
N° di backers	1274	206,5408	722,393	1	10.335
Goal	1274	44.058,31	30.3520,1	0,88611	9.258.575
Duration	1274	36,7551	12,9137	2	61
Variabili indipendenti					
Sustainability	1274	0,1428571	0,3500645	0	1
Environmental	1274	0,0808477	0,2727082	0	1
Social	1274	0,0729984	0,2602361	0	1
Economic	1274	0,0062794	0,0790247	0	1
Female owner	1274	0,155416	0,3624431	0	1

Dopo aver fatto un quadro generico delle caratteristiche dei progetti del database, è interessante ai fini della ricerca analizzare i dati specifici delle variabili indipendenti.

La percentuale di **progetti sostenibili** presenti nel database è del **14,28%**, ciò vuol dire che 182 progetti su 1274 riguardano tematiche sostenibili. Questa percentuale rappresenta la rilevanza dei progetti sostenibili nel campione e si può dire che rappresentano una quota significativa.

Gli altri dati ci dicono anche che nel campione, **l'8,08%** dei progetti riguarda la **sostenibilità ambientale**, mentre il **7,29%** riguarda la **sostenibilità sociale** e solo lo **0,6%** tratta tematiche sostenibili dal punto di vista **economico**.

Ciò che risulta evidente dall'analisi è che il numero di progetti lanciati da donne, è solo del 15%, percentuale non molto alta considerando l'importanza dei temi di parità di genere nell'imprenditoria.

Analizzando nel dettaglio il secondo database formato esclusivamente dai progetti a orientamento sostenibile (**Fig.2**), ciò che emerge è che su 182 progetti 95 hanno avuto successo, che corrisponde al **52,20%** di tutti i progetti sostenibili; rispetto alla percentuale media di successo del campione (35,16%), è evidente come la percentuale di progetti finanziati sia maggiore. Questo sta ad indicare che potrebbe esserci effettivamente un'influenza positiva del tema della sostenibilità sul tasso di successo dei progetti.

Fig.2: Le dimensioni della sostenibilità nel database

Progetti sostenibili con successo	Tasso di successo progetti sostenibili	Progetti Environmental con successo	Tasso di successo progetti Environmental	Progetti Social con successo	Tasso di successo progetti Social
95	52,20%	103	57,28%	93	51,61%

Per quanto riguarda la rilevanza delle tematiche ambientali, sociali ed economiche, l'analisi dei dati ci dice che 103 progetti sono relativi alla sostenibilità ambientale e che il tasso di successo di questi progetti è del 57,28%, mentre i progetti relativi alla sostenibilità sociale sono 93 e hanno un tasso di successo del 51,61%. Alcuni dei progetti sono stati classificati sia a tema di sostenibilità ambientale che sociale e quindi rientrano in entrambe le categorie appena descritte. Per quanto riguarda la sostenibilità economica, non è stata inserita nell'analisi descrittiva poiché è poco rilevante nel campione.

3.5.4 “T Test two sample”

Un t-test è un tipo di statistica inferenziale utilizzata per determinare se esiste una differenza significativa tra le medie di due gruppi, che possono essere correlati in determinate caratteristiche.

Matematicamente, il t-test prende un campione da ciascuno dei due insiemi e stabilisce l'affermazione del problema assumendo un'ipotesi nulla che le due medie siano uguali. Sulla base delle formule applicabili, alcuni valori vengono calcolati e confrontati con i valori standard e l'ipotesi nulla assunta viene accettata o respinta di conseguenza. Se l'ipotesi nulla si qualifica per essere respinta, indica che le letture dei dati sono forti e probabilmente non sono dovute al caso.

Il calcolo di un t-test richiede tre valori di dati chiave che includono la differenza tra i valori medi di ciascun set di dati (chiamata differenza media), la deviazione standard di ciascun gruppo e il numero di valori di dati di ciascun gruppo. Il t-test produce due valori come output: t-value e gradi di libertà. Il valore t è un rapporto tra la differenza tra la media dei due set di campioni e la variazione esistente all'interno dei set di campioni, che viene poi confrontato con un valore ottenuto da una tabella di valori critici (chiamata tabella di distribuzione T). Questo confronto aiuta a determinare l'effetto del caso da solo sulla differenza e se la differenza è al di fuori di quell'intervallo di possibilità. Il t-test si chiede se la differenza tra i gruppi rappresenti una vera differenza nello studio o se sia forse una differenza casuale senza senso. Valori più alti del valore t, chiamato anche t-score, indicano che esiste una grande differenza tra i due set di campioni. Più piccolo è il valore t, maggiore è la somiglianza esistente tra i due set di campioni.

- Un grande t-score indica che i gruppi sono diversi.
- Un piccolo t-score indica che i gruppi sono simili.

I gradi di libertà, invece, si riferiscono ai valori in uno studio che ha la libertà di variare e sono essenziali per valutare l'importanza e la validità dell'ipotesi nulla. Il calcolo di questi valori dipende in genere dal numero di record di dati disponibili nel set di campioni.

Esistono diversi tipi di t test, ma nel nostro caso, avendo due gruppi da confrontare che sono i progetti con tematiche sostenibili e i progetti che non presentano tematiche sostenibili, verrà usato il “t test two sample”. Normalmente, il two sample t test, viene usato come strumento statistico per verificare un test di ipotesi nel quale l'ipotesi nulla è l'uguaglianza delle medie di due popolazioni. Viene eseguito un test t di Student per due campioni appaiati per accertare se l'ipotesi nulla (le medie di due popolazioni sono uguali) può essere

accettata o rifiutata. Attraverso questo test è possibile testare anche qualsiasi differenza ‘k’ ipotizzata tra due medie. Si tratta di un test statistico parametrico utilizzato con variabili continue quali intervalli e rapporti. Esso è un test parametrico in quanto consente di confrontare due distribuzioni con due parametri di queste, che sono le medie.

Per procedere al test, come prima cosa si sceglie il livello di significatività α , e successivamente vengono formulate le ipotesi. L’ipotesi H_0 , che corrisponde all’ipotesi nulla, suppone che ci sia uguaglianza tra le medie di due campioni.

$$H_0: \mu_x = \mu_y \text{ oppure } \mu_x - \mu_y = 0$$

Lo scopo principale è quello di riuscire a confutare l’ipotesi nulla, con un livello di confidenza che sia a favore dell’ipotesi alternativa, cioè l’ipotesi H_1 . In un test di questo tipo possono esserci tre tipi di ipotesi alternative:

- $\mu_x \neq \mu_y$: Si utilizza questa ipotesi alternativa quando si pensa che la due medie possano essere differenti. Quando il test presenta tale ipotesi alternativa, allora è definito two tailed
- $\mu_x > \mu_y$ o $\mu_x < \mu_y$ sono le altre due ipotesi possibili. In questo caso il test viene definito one tailed in quanto si considera che la media di un campione possa deviare significativamente diversa dalla media del secondo campion in una particolare direzione. In questo caso, a pari livello di significatività alfa, un one tail t test è molto più efficace nel determinare differenze tra le medie dei due campioni e a favorire l’ipotesi alternativa.

Il t test two sample è stato effettuato sul campione di progetti e, nella tabella sottostante (**Fig.3**), ci sono i risultati.

Fig.3: Risultati “t test two sample”

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf.	Interval]
0	1.092	0,3232601	0,0141604	0,4679354	0,2954754	0,3510447
1	182	0,521978	0,0371288	0,5008947	0,4487171	0,5952389
Combined	1.274	0,3516484	0,0133828	0,4776724	0,3253937	0,377903
Diff		-0,1987179	0,0378515		-0,2729763	-0,1244596

```

diff = mean(0) - mean(1)
Ho: diff = 0
Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.0000

t = -5.2499
degrees of freedom = 1272
Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.0000

Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 1.0000

```

Il t-test, come anticipato, ha l’obiettivo di dimostrare se la variabile dipendente, cioè lo stato di successo dei progetti, presenta una media differente tra i progetti sostenibili e quelli non sostenibili.

Il livello di significatività α scelto è dello 0,05.

L’ipotesi nulla H_0 è che la differenza tra la media del successo nei progetti sostenibili e la media dei progetti sostenibili sia zero, mentre l’ipotesi alternativa H_1 è che la differenza tra le medie sia diversa da zero (maggiore o minore).

Gli elementi che compongono il test sono:

- La colonna '**Group**', che rappresenta le due categorie di variabili indipendenti: il valore '0' rappresenta i progetti che non sono orientati verso tematiche sostenibili, mentre il valore '1' rappresenta il gruppo di progetti sostenibili;
- Le '**Obs**' o le osservazioni, cioè il numero di progetti per ciascun gruppo;
- La media (**Mean**), che rappresenta la media della variabile dipendente per ogni livello della variabile indipendente;
- L'errore standard (Std Err), cioè l'errore della media per ogni livello della variabile indipendente;
- La deviazione standard della variabile dipendente per ciascuno dei livelli della variabile indipendente (Std Dev);
- L'intervallo di confidenza [95% Conf. Interval], che rappresenta i limiti di confidenza inferiore e superiore delle medie;
- La **t-statistica**, cioè è il rapporto tra la media della differenza e l'errore standard della differenza, che ha un valore di **-5.2499**.
- I gradi di libertà (**degrees of freedom**) per le osservazioni accoppiate, cioè il numero di osservazioni meno 2; usiamo un grado di libertà per stimare la media di ciascun gruppo, e poiché ci sono due gruppi, sottraiamo due gradi di libertà. I gradi di libertà sono **1272**.

A questo punto per interpretare i risultati ottenuti, occorre sapere che, se il valore p a due code (**Pr (| T | > |t|)**) è inferiore al livello α specificato, allora la media è statisticamente significativa e diversa da zero. Il valore p è calcolato usando la distribuzione t e rappresenta la probabilità di osservare un valore assoluto maggiore di t sotto l'ipotesi nulla.

Nel nostro caso il valore p a due code è inferiore a 0,05 e ciò dimostra che la differenza della media del successo tra i progetti sostenibili e i progetti non sostenibili è diversa da zero e l'ipotesi nulla H_0 può essere rifiutata. Abbiamo così dimostrato che il tasso di successo medio dei progetti è diverso nei progetti sostenibili.

In particolare, è emerso che il tasso di successo medio dei progetti sostenibili è maggiore del tasso di successo medio dei progetti che non presentano tematiche sostenibili. Questo test permette di avvalorare la nostra tesi, dimostrando il maggiore successo che possono avere i progetti con tematiche sostenibili. Infatti, il tasso medio di successo dei progetti sostenibili è del 52,19%, mentre per i progetti che non trattano la sostenibilità il successo si ha solo per il 32,32% dei progetti, a dimostrazione che le tematiche sostenibili sono un elemento che aumenta la possibilità di successo.

3.5.5 Matrice di correlazione delle variabili

La matrice di correlazione è uno strumento utile a capire se due o più variabili sono influenzate. Viene utilizzata per capire se esiste una correlazione positiva tra le variabili di nostro interesse, cioè la sostenibilità e il tasso di successo dei progetti. Anche se ci conferma la presenza di una correlazione tra due variabili, non è però utile a comprendere la direzione dell'influenza, cioè chi influenza chi.

Dall'analisi emerge il coefficiente di correlazione, o indice di correlazione di Pearson, che è dato dal rapporto tra la covarianza delle due variabili e il prodotto delle loro deviazioni standard. L'indice viene usato per quantificare la forza della relazione lineare tra due variabili e ha un valore compreso tra -1 e 1. Quando l'indice è vicino allo zero significa che la relazione tra le variabili è debole, mentre quando è uguale a 1 indica una perfetta correlazione positiva tra le due variabili e quando è uguale a -1, si parla di perfetta correlazione negativa.

Dalla matrice analizzata emerge che esiste una correlazione positiva tra '*Sustainability*' e '*Stato di successo*', in quanto il valore del coefficiente di correlazione è diverso da zero e positivo (**0.146**). Ciò significa che le due variabili sono tra loro influenzate, ma non si può dire se sia la sostenibilità ad impattare positivamente sullo stato di successo dei progetti o viceversa.

Il coefficiente di correlazione in questione è accettabile ed è considerato statisticamente significativo, in quanto il p-value risulta inferiore allo 0,1% (***) $p < 0.001$, indicando una bassa probabilità di errore.

Il p-value è importante per comprendere il livello di significatività dell'esperimento: questo valore sta a indicare la probabilità che le differenze osservate siano dovute al caso. Può assumere un valore tra lo 0, che indica nessuna probabilità che la differenza osservata possa essere ascritta al caso, e 1 che al contrario indica la certezza che la differenza osservata sia casuale. Solitamente la soglia che si considera, affinché un esperimento possa definirsi statisticamente significativo, è un p-value uguale a 0,05 (5% di probabilità).

Anche i coefficienti di correlazione tra stato di successo e le due dimensioni della sostenibilità 'Environmental' e 'Social' hanno un valore positivo che dimostra l'esistenza di una correlazione positiva e statisticamente significativa.

	Stato di successo	Pledged	N° di backers	Goal	Duration	Sustainability	Environmental	Social	Economic	Female
Stato di successo	1									
Pledged	0.193***	1								
N° di backers	0.360***	0.470***	1							
Goal	-0.0607*	0.0463	-0.0112	1						
Duration	-0.140***	0.0111	0.00870	0.0765**	1					
Sustainability	0.146***	-0.0024	0.0158	-0.0187	0.00444	1				
Environmental	0.137***	0.0210	0.0515	-0.0088	0.0154	0.726***	1			
Social	0.0967***	-0.0293	-0.0406	-0.0196	-0.0106	0.687***	0.0717*	1		
Economic	0.0455	-0.0096	-0.0126	-0.0066	-0.0339	0.195***	-0.0236	0.283***	1	
Female	0.0244	0.0204	0.00594	-0.0169	0.0140	0.0849**	0.0158	0.113***	0.0208	1

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Per comprendere effettivamente se è la variabile ‘Sustainability’ ad influenzare positivamente lo stato di successo dei progetti e per verificare quanto è consistente l’impatto, verrà effettuata un’analisi di regressione.

3.6 Risultati della regressione

Come abbiamo già detto, l’obiettivo dell’analisi di regressione è quello di poter verificare effettivamente quanto la sostenibilità in generale, e nelle sue dimensioni specifiche, impatta positivamente sulla probabilità di successo dei progetti.

Per far ciò abbiamo sottoposto a verifica con il modello di regressione logit le quattro ipotesi considerate:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

Attraverso l’analisi dei coefficienti di regressione per ciascuna variabile indipendente, possiamo controllare se le ipotesi siano verificate o meno. Il coefficiente di regressione indica la variazione delle quote di log del risultato per un aumento di un’unità nella variabile predittiva.

Stato di successo	H1 Coeff.	Std. Err.	H2 Coeff.	Std. Err.	H3 Coeff.	Std. Err.	H4 Coeff.	Std. Err.
Sustainability	0.809**	0.287						
Goal	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000
N° di backers	0.028***	0.002	0.028***	0.002	0.028***	0.002	0.028***	0.002
Duration	-0.023*	0.009	-0.022*	0.009	-0.023*	0.009	-0.020*	0.009
Category	Dummies included							
Environmental S.			0.627+	0.366				
Social S.					1.493***	0.359		
Economic S.							0.255	2.096
Constant	-0.603	0.574	-0.627	0.572	-0.555	0.570	-0.632	0.567
Pseudo R2	0.5757		0.572		0.5812		0,5701	
N° di obs.	1.200		1.200		1.200		1.200	

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

Concentrandoci sulle prime tre ipotesi (H1, H2 e H3) e guardando i coefficienti di regressione ottenuti, possiamo dare la seguente interpretazione:

- per ogni variazione di un'unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità, la probabilità di successo del progetto aumenta **di 0.809****;
- per ogni variazione di un'unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità ambientale la probabilità di successo del progetto aumenta dello **0.627+**;
- per ogni variazione di un'unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità sociale la probabilità di successo del progetto aumenta di **1.493*****, che è un valore molto buono.

I tre coefficienti di regressione analizzati indicano che tutte e tre le variabili indipendenti hanno un impatto positivo sullo stato di successo dei progetti. Ciò significa che la presenza delle tematiche sostenibili nei progetti aumenta realmente la possibilità che il progetto abbia successo: maggiore è la presenza di tematiche sostenibili nei progetti, maggiore è la possibilità che i progetti abbiano successo.

Inoltre, i coefficienti presentano dei valori statisticamente significativi in quanto il p-value è inferiore allo 0.05 (livello di significatività) per i progetti di sostenibilità in generale ed in particolare per quelli orientati alla sostenibilità sociale; il coefficiente di regressione della sostenibilità ambientale presenta un p-value inferiore al 10%, margine di errore che per il management è comunque accettato come statisticamente significativo.

Guardando l'indice di bontà di adattamento R², si nota che assume dei valori ottimi, indicando che il modello costruito sui nostri dati è soddisfacentemente accettabile. Come già visto, il suo valore va da 0 a 1 e, più è alto, più significa che il modello si adatta bene all'analisi.

Ci sono 3 diversi valori di R², che corrispondono alle 3 ipotesi che abbiamo verificato tramite il modello:

- 0,5752, per la prima ipotesi relativa all'impatto della sostenibilità in generale sullo stato di successo dei progetti;
- 0,572, per la seconda ipotesi verificata relativa all'impatto della sostenibilità ambientale;
- 0,5812, per la terza ipotesi verificata relativa all'impatto della sostenibilità sociale.

Il valore di R² risulta in tutti e tre i casi sufficientemente positivo per poter affermare che c'è un'ottima bontà di adattamento del modello nelle ipotesi considerate.

Per quanto riguarda, invece, la quarta ipotesi H₄, cioè per i progetti che trattano argomenti vicini alla sostenibilità economica, il coefficiente ottenuto dall'analisi di regressione non è statisticamente significativo e non può essere considerato accettabile. L'ipotesi H₄ viene, quindi, rifiutata e non si può dire che la tematica della sostenibilità economica abbia un impatto positivo sullo stato di successo dei progetti. Ciò dipende dal fatto che i progetti con sostenibilità economica riscontrati nel campione sono pochissimi poiché il concetto di sostenibilità economica è di difficile applicabilità e interpretazione nella tipologia di progetti analizzati.

Alla luce dei risultati ottenuti, abbiamo che le prime tre ipotesi (H₁, H₂ e H₃) sono state verificate con valori soddisfacenti, mentre la quarta ipotesi (H₄), è stata rifiutata.

Si può concludere dicendo che in generale la sostenibilità impatta positivamente lo stato di successo dei progetti di crowdfunding, ed in particolare questo impatto è maggiore quando le tematiche si concentrano sulla

sostenibilità sociale e ambientale, mentre non risulta ugualmente evidente l'impatto dei progetti a sostenibilità economica sul successo.

3.6.1 Analisi delle variabili di controllo

Per ogni ipotesi, nel modello sono state inserite quattro variabili di controllo che, come già spiegato, servono per rendere ancora più affidabile il modello ed influenzare positivamente l'indice di bontà di adattamento. Le quattro variabili considerate sono:

- Il 'Goal', cioè l'obiettivo di finanziamento dei progetti;
- Il numero dei sostenitori dei progetti;
- La durata della campagna per raccogliere fondi;
- Le categorie di prodotti presenti all'interno del campione;

Analizzando i risultati ottenuti dalle variabili di controllo possiamo dire che:

- Per quanto riguarda l'obiettivo di finanziamento (Goal), in tutte le ipotesi presenta un coefficiente di regressione vicino allo zero ma con segno negativo (-0.000***), dimostrando che non può essere considerata una variabile che impatta positivamente sullo stato di successo dei progetti, ma al contrario potrebbe avere un impatto negativo. Ciò significa che, all'aumentare dell'obiettivo prestabilito, potrebbe diminuire la probabilità di successo del progetto.
- Il coefficiente di regressione della variabile 'numero di sostenitori', invece, presenta un valore positivo e statisticamente significativo (0.028***); ciò indica che questa variabile contribuisce in parte ad aumentare la probabilità di successo dei progetti. Maggiore sarà il numero di sostenitori, maggiore sarà la probabilità che il progetto avrà successo.
- La durata della campagna di crowdfunding è una variabile che impatta negativamente il successo del progetto: il valore del coefficiente (-0.023*), essendo negativo, ci dice che all'aumentare della durata in termini di giorni, il progetto tende ad avere meno successo.
- L'ultima variabile riguarda le categorie, che presentano coefficienti diversi, ma ai fini della nostra analisi risultano poco rilevanti.

3.7 Discussione

Le analisi statistiche effettuate sul nostro campione hanno confermato l'ipotesi che effettivamente le tematiche sostenibili rappresentano un fattore di influenza positivo sul successo dei progetti di crowdfunding. Di conseguenza, si può dire che la sostenibilità rappresenta un elemento di attrazione per gli investitori e che viene considerato nella valutazione stessa del finanziamento di un progetto.

Alla luce dei risultati ottenuti, è interessante fare alcune riflessioni sulla rilevanza delle tematiche sostenibili nel crowdfunding e sull'impatto che tali tematiche hanno sugli investitori e sui progetti.

Abbiamo visto che il 14,29% dei progetti del campione presenta una tematica sostenibile. Questa percentuale ci indica quanto gli imprenditori ritengano importante avviare progetti con tematiche sostenibili e quanto

ritengano che possa essere un fattore di maggiore attrazione da parte degli investitori. La percentuale ottenuta rappresenta una quota rilevante (182 progetti su 1274) a dimostrazione che, come già visto nel secondo capitolo, le tematiche sostenibili siano ormai considerate un punto strategico da integrare nella propria strategia di successo, che si tratti di un'azienda, di una start-up o di un imprenditore.

Inoltre, si ritiene che gli imprenditori sociali siano maggiormente propensi ad utilizzare piattaforme di crowdfunding nella raccolta di finanziamenti: infatti, quando lanciano le loro iniziative orientate alla sostenibilità, spesso non riescono a comunicare con successo con i finanziari tradizionali, che considerano i rendimenti attesi, la sicurezza dell'investimento e la liquidità contabile come criteri di investimento più importanti. Spesso gli imprenditori sostenibili sono considerati come investimenti meno attraenti rispetto alle classiche iniziative imprenditoriali, soprattutto nella fase di finanziamento iniziale. Per questo il crowdfunding può essere considerato uno strumento di fondamentale importanza per gli imprenditori che vogliono lanciare le proprie iniziative sostenibili.

Il motivo che ci ha portato a reputare la sostenibilità un elemento di maggiore attrazione per gli investitori nei progetti di crowdfunding risiede nelle motivazioni che spingono gli investitori a sostenere le iniziative sulle piattaforme. Come emerso dal t test, il tasso medio di successo dei progetti che presentano tematiche sostenibili risulta maggiore rispetto al tasso di successo medio dei restanti progetti. In particolare, per i progetti sostenibili il 52,19 % ha successo rispetto al 32,32 % di successo dei progetti che non presenta tematica.

I finanziatori, nel crowdfunding, come abbiamo visto nel primo capitolo, sono spinti da motivazioni più etiche e morali: essendo interessanti più all'aspetto di valori condivisi e di ideologia, rispetto al rendimento finanziario, sicuramente risultano più attenti ad aspetti come la sostenibilità e tutto ciò che è in linea con la propria cultura e che potrebbe avere un effetto benefico per loro stessi e per la comunità. I fattori sociali e psicologici pesano di più del ritorno finanziario nella valutazione del finanziamento: si tratta di investitori che la maggior parte delle volte non finanziano un progetto per avere un rendimento finanziario, ma poiché vogliono supportare un'idea che condividono e ritengono meritevole di sostegno. Il potenziale del crowdfunding nel contesto della sostenibilità risiede nel fatto che gli investitori nel crowdfunding, non fanno attenzione particolarmente ai piani aziendali dal punto di vista finanziario, ma guardano alle idee e ai valori fondamentali dell'impresa che vogliono sostenere. I sostenitori di progetti di crowdfunding ponderano le loro scelte sulla base di norme morali o etiche e in quest'ottica, è più chiaro comprendere il perché i finanziatori di questo genere, rispetto agli investitori interessati solo ai rendimenti finanziari, possano supportare maggiormente progetti che presentano tematiche sostenibili.

Per quanto riguarda le tematiche sostenibili, ciò che emerge è che la dimensione ambientale e la dimensione sociale hanno maggiore importanza e rilievo. In particolare, tramite l'analisi di regressione, è emerso che le tematiche di sostenibilità sociale sono quelle che maggiormente impattano in modo positivo sul successo dei progetti. Ciò indica che i finanziatori sono maggiormente propensi a finanziare progetti con un orientamento sociale. Questo risultato sembra essere in linea con l'idea che, nel modello di crowdfunding reward-based, le

motivazioni dei finanziatori che supportano i progetti sono principalmente legate a fattori sociali e psicologici: il volersi sentire parte della comunità, il voler perseguire obiettivi sociali e di benessere per la società, sono motivazioni che spingono i finanziatori del reward-based a sostenere le iniziative.

Dal punto di vista teorico, questi risultati sono in linea con ciò che caratterizza i temi degli investimenti sostenibili e l'utilizzo di piattaforme di crowdfunding, come mezzo di finanziamento per gli imprenditori sociali.

Innanzitutto, negli ultimi anni sembra esserci una grande spinta da parte delle istituzioni a valutare gli aspetti di sostenibilità. A partire dall'Agenda 2030, l'accordo sul clima, il green deal e il piano per le finanze sostenibili, sono tutti obiettivi e incentivi verso una transizione ecologica, sociale ed economica. Gli obiettivi sulla neutralità climatica entro il 2050, la decarbonizzazione dei trasporti, le questioni dei paesi a basso reddito e dello sviluppo economico sono i temi principali affrontati dalle istituzioni e dai governi; sono stati stanziati diversi fondi per perseguire gli obiettivi prefissati sulle tematiche sostenibili. Tutto ciò porta ad un'elevata sensibilizzazione delle imprese e degli investitori, che sono consapevoli dell'importanza dei temi sostenibili e che li considerano sempre con maggiore attenzione nelle valutazioni dei loro investimenti. Anche nei mercati finanziari, gli investimenti sostenibili sono sempre più diffusi, come abbiamo visto: la nascita di green bond, lo sviluppo di strategie di investimento sostenibili, l'utilizzo di criteri ESG sono tutti esempi che dimostrano effettivamente la direzione che seguono gli investitori e che probabilmente sarà ancora più rilevante nel futuro. Gli investitori tengono conto sempre di più dei criteri ESG sia nelle analisi delle aziende sia nelle decisioni d'investimento e la ragione alla base di questa scelta è relativa alla teoria che, nella maggioranza dei casi, sembra che le imprese con rating ESG più alto, allo stesso tempo hanno anche migliori performance e riescono a gestire in modo migliori rischi e situazione avverse.

Essere in linea con i criteri ESG garantisce a chi li usa anche altri benefici come la riduzione di diversi rischi del portafoglio, la minore probabilità di dover affrontare rischi legati alle emergenze ambientali, maggiore garanzia e rispetto delle normative e maggiore impegno nell'innovazione, per poter migliorare la capacità produttiva, la sicurezza del personale e i rapporti con partner e clienti. Le statistiche (come quella realizzata da Morningstar), ci confermano il trend di crescita dell'interesse verso la sostenibilità per gli investitori, se si pensa che nel 2019, l'afflusso di capitale verso i fondi sostenibili hanno raggiunto i 20 miliardi, rispetto ad una media di 5 miliardi degli anni precedenti. Tutto ciò spiega chiaramente il perché il tema della sostenibilità è ormai dominante anche nelle scelte di investimento, ed è un elemento che influenza positivamente ed attrae gli investitori quando presente in un progetto.

Come visto nel primo capitolo, l'utilizzo del crowdfunding può essere considerato uno strumento a supporto dei piccoli imprenditori sociali che si rivolgono alle piattaforme per lanciare i loro progetti e ottenere finanziamenti, che altrimenti avrebbero difficoltà a reperire. Ciò che emerge è che il crowdfunding ha tutte le caratteristiche per poter rappresentare ancor di più il mezzo attraverso il quale gli imprenditori possono portare avanti le loro idee e i loro progetti verso pratiche più sostenibili. Negli ultimi anni si è verificata una forte

diffusione di questo nuovo mezzo di finanziamento alternativo, in quanto sfrutta la potenzialità di internet per poter diffondersi velocemente ed essere un mezzo efficace nella raccolta di capitale. La tipologia di investitori che sostiene le iniziative di crowdfunding è fortemente motivata a sostenere cause sociali, etiche e ambientali, in quanto gli investitori sono molto attenti alle caratteristiche dei progetti oltre all'eventuale rendimento finanziario. In generale, i mercati online di finanziamenti alternativi sono in continua espansione e le prospettive future sono buone. Oltre alle classiche forme di crowdfunding (donation, reward-based, equity e lending), il fenomeno si sta espandendo verso settori e mercati diversi, come il civic crowdfunding, il corporate crowdfunding e l'energy crowdfunding. Tutti le tipologie emergenti appena citate sono esattamente nate per perseguire scopi di sostenibilità, a supporto dell'idea che il crowdfunding ha del potenziale nel supportare iniziative sostenibili. Analizzando più nel dettaglio le forme emergenti di crowdfunding, le prime due citate si concentrano su tematiche di sostenibilità sociale: abbiamo visto che il 'Civic Crowdfunding viene utilizzato dalle comunità locali per proporre e finanziare progetti che hanno l'obiettivo di migliorare il territorio o di fornire servizi alla comunità. Viene definito civico in quanto coinvolge i cittadini, raggruppati per formare comunità locali, che contribuiscono alla rigenerazione di un territorio con il loro impegno, tempo, idee e risorse finanziarie. Simili scopi sono perseguiti dal 'Corporate crowdfunding', il cui obiettivo è quello di portare valore alla comunità, cofinanziando i progetti insieme al pubblico della piattaforma e portando il crowdfunding ad avere un impatto sociale, ed essere utilizzato come strumento per realizzare progetti a beneficio del territorio e delle comunità.

Un altro modello che abbraccia invece le tematiche di sostenibilità ambientale è l'Energy Crowdfunding, che è una forma di finanziamento dal basso nel settore della 'green energy' e del rinnovabile con lo scopo di realizzare progetti sostenibili e di transizione energetica. I principali attori, che hanno un ruolo chiave in questo modello, sono proprio i cittadini, la cui partecipazione diretta come utenti e allo stesso tempo consumatori e investitori è sempre più usuale nel campo della transizione energetica. La crescita esponenziale degli ultimi anni di questa tipologia di crowdfunding dimostra che il settore del green energy sarà uno dei più gettonati da parte degli investitori.

Fino ad oggi, il limite più grande che ha avuto il crowdfunding, è stato quello di una regolamentazione frammentata e confusa, che ha impedito alle start-up e alle piccole imprese di poterne usufruire al 100%. Il 2021 è l'anno in cui dovrebbe entrare in vigore la nuova normativa europea sul crowdfunding, che porterebbe maggiore regolamentazione, garanzie e possibilità di utilizzo a livello transnazionale. Finora il potenziale di questo mezzo di finanziamento dal basso non è stato ancora sfruttato a pieno, ma ad oggi ci sono tutti i presupposti affinché venga sempre più utilizzato dalle start-up e dagli imprenditori e soprattutto, affinché possa essere di supporto alle iniziative sostenibili come la 'green energy' e tutte le iniziative di sostenibilità sociale ed economica.

Conclusione

Il lavoro svolto ha affrontato tematiche, come la sostenibilità, che attualmente è al centro del dibattito di governi, aziende e investitori e il fenomeno del crowdfunding. In particolare, la ricerca ha affrontato il tema della sostenibilità nei progetti di crowdfunding e di quanto gli investitori siano attratti dalle tematiche sostenibili in quest'ambito.

Ciò che è emerso da una prima analisi effettuata per inquadrare il fenomeno del crowdfunding, è che, nonostante sia considerato uno dei nuovi metodi online di finanziamento alternativo, ha le caratteristiche per essere negli anni a venire uno strumento fondamentale per coprire le fasi di finanziamento iniziale per imprenditori e start-up, inclusi imprenditori e innovatori sociali. Questo ruolo di supporto per l'avvio di attività e progetti, e inoltre la potenzialità che ha grazie all'utilizzo di internet, fa sì che questo metodo di finanziamento possa espandersi rapidamente, come sta già avvenendo, e stravolgere le attuali forme di finanziamento, rivoluzionando i paradigmi dei mercati creditizi e finanziari.

Nella tesi sono state ripercorse, inoltre, tutte le tappe che hanno portato a quello che si intende ad oggi per sostenibilità, nella sua visione a tre pilastri e negli obiettivi SDGs, che sono al centro dell'attenzione di tutti. La sostenibilità ambientale, la sostenibilità sociale ed economica sono i tre aspetti che vengono perseguiti da governi, aziende e che rappresentano un elemento determinante nella valutazione degli investimenti per gli investitori. Si è parlato di come gli investimenti sostenibili si siano diffusi e siano rilevanti nelle tematiche di finanza sostenibile, che negli ultimi anni è sempre più incentivata.

L'analisi si è concentrata su quanto le tematiche della sostenibilità siano effettivamente un elemento rilevante per gli investitori nella scelta del finanziamento, in particolare quando si tratta di finanziare progetti di crowdfunding. Per verificare queste ipotesi, il lavoro svolto è stato di quello di analizzare un campione di progetti di crowdfunding per individuare i progetti sostenibili nel campione e poi, attraverso analisi statistiche, determinare se effettivamente la presenza di tematiche sostenibili aumentasse la probabilità di successo di un progetto.

Il risultato dell'analisi ci ha confermato che l'elemento sostenibilità è un fattore che aumenta la probabilità di successo di un progetto e che, dunque, gli investitori sono più propensi a sostenere finanziariamente iniziative sostenibili. Le ipotesi sviluppate sono state quattro:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

Le prime tre ipotesi sono state verificate con ottimi risultati dalle analisi statistiche, mentre l'ultima ipotesi è stata rifiutata.

Ci si può ritenere soddisfatti ugualmente dei risultati ed in particolare, questi risultati sono stati utili per riflettere sul ruolo della sostenibilità e del crowdfunding anche in ottica futura.

Abbiamo visto, infatti, che il crowdfunding può avere un ruolo nella tanto perseguita transizione verso la sostenibilità, intesa come transizione ecologica, sociale ed economica. Le motivazioni di questo ruolo nei confronti della sostenibilità, come abbiamo analizzato dalle varie teorie, è dovuto a tre motivi principali: il primo è che gli imprenditori sociali, cioè coloro che portano avanti iniziative sostenibili, si rivolgono alle piattaforme di crowdfunding per accedere a finanziamenti che hanno difficoltà ad ottenere da finanziieri tradizionali; il secondo è che gli investitori che si trovano sulle piattaforme del crowdfunding sono spinti da motivazioni sociali e psicologiche e ponderano le loro scelte di finanziamento sulla base di norme morali o etiche, ritenendole più importanti del rendimento finanziario stesso, essendo più propensi a sostenere iniziative sostenibili e sociali. Infine, il terzo motivo è che, secondo la teoria del processo di transizione sociotecnica (Geels e Schot, 2007), proprio gli imprenditori e gli innovatori sociali sono coloro che riuscirebbero per primi a portare un cambiamento radicale nella società tramite le innovazioni di nicchia; sono coloro che per primi riescono a far nascere nuove idee e prototipi che sono la base per una trasformazione reale della società e quindi una hanno maggiore disponibilità a sostenere le innovazioni emergenti nell'ambito della sostenibilità.

Le prospettive future sul crowdfunding come mezzo di supporto per le iniziative sostenibili sono dunque molto positive se si considera, come già discusso, l'emergere di forme di crowdfunding come il civic, il corporate o l'energy crowdfunding che nascono con lo scopo di perseguire determinati scopi sociali e ambientali.

Per quanto riguarda gli investitori, è evidente che in questi ultimi anni sia nata una forte consapevolezza sull'importanza delle tematiche sostenibili, e i primi risultati dimostrano che l'interesse da parte degli stessi nel preferire il finanziamento di imprese, attività o progetti che perseguano obiettivi sostenibili è sufficientemente alto. Le previsioni confermano che ci sarà sempre più una crescita del tema sostenibile nei mercati finanziari, nelle imprese e per gli investitori.

Limiti della ricerca e ricerca futura

L'analisi effettuata presenta alcuni limiti che andremo ad analizzare.

Dal punto di vista del criterio utilizzato per dimostrare le ipotesi, un limite può essere dato dalla variabile dipendente, cioè lo stato di successo dei progetti. Abbiamo ipotizzato che il successo di un progetto sostenibile possa essere interpretato come un elemento che dimostri l'interesse degli investitori nei confronti dei progetti di crowdfunding. Il problema sta nel fatto che vi sono diversi altri fattori che incidono sul successo di un progetto, come ad esempio la lunghezza e il dettaglio della descrizione, il modo in cui viene sponsorizzato, la durata della campagna, il luogo da cui proviene il progetto, e tanti altri fattori che inevitabilmente potrebbero influenzarne il successo. Ciò comporta che non potremmo fidarci completamente

del successo del progetto come strumento per dimostrare il reale interesse da parte degli investitori sulle tematiche sostenibili. Anche volendo utilizzare una variabile dipendente differente, come può essere l'importo della somma raccolta, ci troveremo di nuovo di fronte alla problematica degli ulteriori fattori che incidono su quanto un progetto riesce a raccogliere.

Per quanto riguarda il database, un limite è sicuramente dato dal fatto che i progetti selezionati sono relativi ad un solo anno, che è il 2019 e ciò non permette di considerare in un lasso di tempo più ampio il fenomeno, e di analizzare come sia cambiato nel tempo.

Un altro limite riguarda l'analisi qualitativa della descrizione dei progetti svolta per valutare la presenza delle tematiche sostenibili: il problema sorge dal momento che, come analizzato nel secondo capitolo, le tematiche sostenibili sono molto varie, divise tra differenti ambiti e a volte confuse. Per questo motivo, interpretare se l'obiettivo e l'intento di un progetto abbiamo realmente una direzione sostenibile non è sempre così facile, viste le varie sfaccettature possibili. Ovviamente, nell'analisi si è cercato di attenersi il più possibile al concetto basato sulla visione a tre pilastri e prendendo gli SDGs come riferimento. In ogni caso, non essendoci metriche finanziarie o economiche precise per definire le tematiche sostenibili, questo rappresenta un gap da considerare nell'analisi.

La scelta della piattaforma da utilizzare per la raccolta dati è ricaduta su Kickstarter, che è una delle pioniere e leader nel settore del crowdfunding. Il modello di Kickstarter è reward-based, ciò significa che i finanziatori in cambio non avranno un rendimento monetario ma una ricompensa basata su premi.

Certamente, considerare solo un modello di crowdfunding rappresenta un limite alla ricerca. Per questo per la ricerca futura sarebbe interessante prendere come riferimento piattaforme di crowdfunding che utilizzano modelli differenti, come donation, equity e lending, per poter confrontare come il tema della sostenibilità incida diversamente in base al meccanismo usato e alla ricompensa data agli investitori. In questo modo potrebbe emergere il reale interesse per le tematiche sostenibili in base ai diversi tipi di ricompensa che ricevono gli investitori.

Inoltre, come già detto, sarebbe interessante confrontare se la presenza di tematiche sostenibili nei progetti è aumentata nel tempo, confrontando progetti di anni differenti, per valutare l'eventuale crescita e interesse dell'argomento sia da parte degli imprenditori che degli investitori.

Considerando l'emergere di nuove forme di crowdfunding che nascono con scopi prettamente sociali, come il civic crowdfunding o il corporate crowdfunding, o con scopi ambientali come la 'green energy' nel caso di piattaforma di energy crowdfunding, sarebbe interessante analizzare anche quanto queste piattaforme specifiche su questi temi abbiano successo rispetto alle normali piattaforme di crowdfunding e quanto gli investitori siano attratti di più da queste piattaforme 'sostenibili'.

Bibliografia

- Abbas, M. (2016). «Réflexions sur le Objectifs de Développement Durable des Nations Unies», Cycle facultaire de la faculté de Science politique et droit, Montréal: Université de Québec à Montréal, 8 avril
- Amir Amel-Zadeh & George Serafeim (2018) Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal*, 74:3, 87-103.
- Barauskaite, G, Streimikiene, D. Corporate social responsibility and financial performance of companies: The puzzle of concepts, definitions and assessment methods. *Corp Soc Responsib Environ Manag.* 2021; 28: 278– 287. <https://doi.org/10.1002/csr.2048>
- Belleflamme, P., T. Lambert, and A. Schwienbacher. 2013. “Individual Crowdfunding Practices.” *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance*: 313–333.
- Ben-Eli, Michael U. “Sustainability: Definition and Five Core Principles, a Systems Perspective.” *Sustainability science*. 13.5 (2018): 1337–1343.
- Boyd, J.H.; Graham, S.L. The Profitability and Risk Effects of Allowing Bank Holding; Quarterly Review- Federal Reserve Bank of Minneapolis, Federal Reserve Bank of Minneapolis: Minneapolis, MN, USA, 1988; Volume 12, pp. 3–20.
- Bradford, C. S. 2012. “Crowdfunding and the Federal Securities Laws.” *Columbia Business Law Review*.
- Brundtland G.H. (1987). Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. October 1984. (part 1)
- Burze Yasar. “The new investment landscape: Equity crowdfunding”. TED University, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Department of Business Administration, Ankara, Turkey. <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2021.01.001>
- Calic, G. and Mosakowski, E. (2016), Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success. *Jour. of Manage. Stud.*, 53: 738-767. <https://doi.org/10.1111/joms.12201>
- Camilleri, M.A. (2021), "The market for socially responsible investing: a review of the developments", *Social Responsibility Journal*, Vol. 17 No. 3, pp. 412-428. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0194>
- CCAF, 2020. 'The global alternative finance market benchmarking report'. <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.
- Charbit, C., & Desmoulins, G. (2017). Civic crowdfunding: A collective option for local public goods? *OECD Regional Development Working Papers 2017/02*, OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/b3f7a1c5-en>.
- Data envelopment analysis and the concept of sustainability: A review and analysis of the...di Tsaples, G; Papathanasiou, J *Renewable & sustainable energy reviews*, 03/2021, Volume 138
- Davies, Rodrigo, Civic Crowdfunding: Participatory Communities, Entrepreneurs and the Political Economy of Place (May 9, 2014). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2434615> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2434615>

- Diaz-Sarachaga, JM, Jato-Espino, D, Castro-Fresno, D. Is the Sustainable Development Goals (SDG) index an adequate framework to measure the progress of the 2030 Agenda? *Sustainable Development*. 2018; 26: 663– 671. <https://doi.org/10.1002/sd.1735>
- FALZARANO, A. (2020). Agenda 2030 tra Sviluppo Sostenibile e cultura della sostenibilità: una lettura sociologica. *Culture e Studi del Sociale*, 5(1), 143-152.
- Frank W. Geels, Johan Schot, Typology of sociotechnical transition pathways, *Research Policy*, Volume 36, Issue 3, 2007, Pages 399-417, ISSN 0048-7333, <https://doi.org/10.1016/j.respol.2007.01.003>.
- Giuseppe Cornelli, 2017. "Cosa s'intende per sostenibilità economica? Riflessione sul significato di sistema economicamente sostenibile/What is meant by economic sustainability? Reflection on the definition of today's concept o," IRCrES Working Paper 201710, Research Institute on Sustainable Economic Growth - Moncalieri (TO) ITALY - former Institute for Economic Research on Firms and Growth - Moncalieri (TO) ITALY.
- Global Sustainable Investment Review 2020
- Goran Calic, Elaine Mosakowski” Kicking Off Social Entrepreneurship: How A Sustainability Orientation Influences Crowdfunding Success”. <https://doi.org/10.1111/joms.12201>
- Griffin, Z. J. 2013. “Crowdfunding: fleecing the American masses.” *Case W. Res.JL Tech. & Internet* 375. 4: 375
- Halbritter, G. and Dorfleitner, G. (2015), The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*, 26: 25-35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Lenz, R. (2016). Peer-to-Peer Lending: Opportunities and Risks. *European Journal of Risk Regulation*, 688-700. doi:10.1017/S1867299X00010126
- Lenz, R. Peer-to-peer lending: Opportunities and risks. *Eur. J. Risk Regul.* 2016, 7, 688–700.
- Maier, “Mittelstandskredite in Zeiten des digitalen Wandels – Crowdlending in Deutschland, available at: http://www.hhl.de/fileadmin/texte/publikationen/studien/JP_Retail/Maier__E.__2016__-_Mittelstandskredite_in_Zeiten_des_digitalen_Wandels_-_Crowdlending_in_Deutschland.pdf
- Massolution. 2015CF: The Crowdfund Industry Report. Available online: http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54
- Max M Schanzenbach, and Robert H Sitkoff. “ESG Investing: Theory, Evidence, and Fiduciary Principles.” *Journal of financial planning* / 33.10 (2020): 42–50.
- Milne & P. Parboteeah, “The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending”, European Credit Research Institute, No. 17/May 2016, available at: <https://www.ceps.eu/system/files/ECRI%20RR17%20P2P%20Lending.pdf>
- Missimer, M., Robèrt, K. & Broman, G. 2017, "A strategic approach to social sustainability - Part 2: a principle-based definition", *Journal of cleaner production*, vol. 140, pp. 42-52.
- Mollick, E. 2014. “The Dynamics of Crowdfunding: an Exploratory Study.” *Journal of Business Venturing* 29: 1–16.
- Moore, J.E., Mascarenhas, A., Bain, J. *et al.* Developing a comprehensive definition of sustainability. *Implementation Sci* **12**, 110 (2017). <https://doi.org/10.1186/s13012-017-0637-1>

- Morelli, John (2011) "Environmental Sustainability: A Definition for Environmental Professionals," Journal of Environmental Sustainability: Vol. 1: Iss. 1, Article 2. DOI: 10.14448/jes.01.0002 Available at: <http://scholarworks.rit.edu/jes/vol1/iss1/2>
- Mornistar. 'Sustainable Fund Flows in 2019 Smash Previous Records'
- OECD, 2020. Financing SMEs and entrepreneurs. In: Financing SMEs and Entrepreneurs 2020: an OECD Scoreboard. <https://doi.org/10.1177/0022146514533086>
- Osservatori Entrepreneurship & Finance, Politecnico di Milano 1863: School of Management, 5° Report italiano sul CrowdInvesting: La normativa di riferimento in Italia e le novità del 2020, pag.13, Luglio 2020.
- Schwienbacher, A., 2019. Equity crowdfunding: anything to celebrate? *Ventur.* Cap.21 (1), 65e74. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1559010>
- Schwienbacher, A., and B. Larralde. 2010. "Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. Handbook of entrepreneurial finance, Oxford University Press"
- Silvestri, Michela. "Sviluppo sostenibile: un problema di definizione." *Gentes* 2.2 (2015): 1-5.
- Silvio Vismara, Sustainability in equity crowdfunding, *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 141, 2019, Pages 98-106, ISSN 0040-1625, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>.
- Statista (2020). "FinTech report 2019 – Alternative financing". Statista: 1–22
- Stefania Testa, Kristian Roed Nielsen, Marcel Bogers, Silvano Cincotti, The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society, *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 141, 2019
- Steigenberger, N. (2017), "Why supporters contribute to reward-based crowdfunding", *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, Vol. 23 No. 2, pp. 336-353. <https://doi.org/10.1108/IJEER-04-2016-0117>
- Steurer, R., Langer, M.E., Konrad, A. *et al.* Corporations, Stakeholders and Sustainable Development I: A Theoretical Exploration of Business–Society Relations. *J Bus Ethics* **61**, 263–281 (2005). <https://doi.org/10.1007/s10551-005-7054-0>
- Steven Bradford C. (2018) The Regulation of Crowdfunding in the United States. In: Cumming D., Hornuf L. (eds) *The Economics of Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_9
- TAN, Yee Heng and REDDY, Srinivas K.. Crowdfunding platforms: Ecosystem and evolution. (2020). *Foundations and Trends in Marketing*. 14, (2), 53-172. Research Collection Lee Kong Chian School Of Business. Available at: https://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/6717
- TEMPO PROJECT, Crowdfunding as a novel tool for district heating projects, H2020 TEMPO Project, 2018.
- Testa, S, Roma, P, Vasi, M, Cincotti, S. Crowdfunding as a tool to support sustainability-oriented initiatives: Preliminary insights into the role of product/service attributes. *Bus Strat Env.* 2020; 29: 530– 546. <https://doi.org/10.1002/bse.2385>
- World Bank (2013). "Crowdfunding's potential for the developing world". infoDev. Retrieved <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/17626> on 3 Jan 2020.
- World Bank (2015). "Crowdfunding in emerging markets: Lessons from East African startups". infoDev. Retrieved <http://www.infodev.org/CrowdfundingAfrica>

- World Bank (2019). “Regulating alternative finance: Results from a global regulator survey”. University of Cambridge Judge Business School. Retrieved https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-10-29-caf-regulating-alternative-finance-report.pdf
- Zhang et al, “Pushing boundaries, The 2015 UK Alternative Finance Industry Report”, 2016, Nesta, Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge. available at: <http://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/pushing-boundaries/>
- Zhang et al, “Sustaining Momentum, The 2nd European Alternative Finance Industry Report”, Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge, available at: https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/sustaining-momentum/#.V_KVksdCTD4 (accessed 03 Oct. 2016)
- Ziegler, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemou, N., Hao, R., Zhang, B. (2018). Expanding horizons: The 3rd European alternative finance industry report. Cambridge Center for Alternative Finance: Cambridge, UK.

Sitografia

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

https://en.wikipedia.org/wiki/Jumpstart_Our_Business_Startups_Act

<https://www.agendadigitale.eu/startup/crowdfunding-il-nuovo-regolamento-ue-posta-in-gioco-e-opportunita/>
<https://www.crowd-funding.cloud/>

https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Energy-Crowdfunding/TEMPO-Crowdfunding-Report-FINAL.pdf

<https://www.crowdfundingbuzz.it/>

<https://www.ener2crowd.com/it/home>

<https://www.glossariomarketing.it.>

<https://www.glossariomarketing.it.>

<https://www.invesdor.com/en/invesdor-digital-fundraising-index>

<https://www.produzionidalbasso.com>

<https://www.rendimentoetico.it/p/real-estate-crowdfunding>

<https://www.rinnovabili.it/le-aziende-informano/lending-crowdfunding-energetico/>

<https://www.som.polimi.it/event/presentazione-5-report-italiano-sul-crowdinvesting/>

<https://bilancioambientale.com/>

<https://www.glossariomarketing.it/significato/greenwashing/>

<https://www.globalreporting.org/standards/>

<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2021-08-30/esg-accounting-requires-accountants>

<https://www.globalreporting.org/standards/media/2605/universal-exposure-draft.pdf>

<https://www.investopedia.com/terms/s/sri.asp>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/07/GSIR-2020.pdf>

<https://www.wallstreetitalia.com/rating-esg-cos-e-come-si-calcola/>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>

<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/07/GSIR-2020.pdf>

<https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index-family>

2. Pseudo r-squared per la regressione logistica — Data Science Topics 0.0.1 documentation (oneoffcoder.com)

RIASSUNTO

Introduzione

La ricerca è incentrata sullo studio della sostenibilità come elemento di attrazione per gli investitori, ed in particolare come criterio di scelta per questi ultimi nel finanziamento di progetti di crowdfunding.

Come primo passo, nella tesi si è affrontato il fenomeno del crowdfunding come mezzo alternativo di finanziamento, per chiarire le dinamiche di questa nuova fonte di finanziamento vantaggiosa per start-up e imprenditori nelle fasi di avvio dei loro progetti. Successivamente ci si è concentrati su cosa si intende per sostenibilità, su come questo tema sia diffuso e posto come obiettivo primario dalle maggiori istituzioni internazionali e su come si muovono le aziende, il mercato finanziario e gli investitori nei confronti delle tematiche sostenibili.

Dopo aver inquadrato le tematiche del crowdfunding e della sostenibilità, è stata effettuata un'analisi empirica con l'obiettivo di dimostrare l'importanza della sostenibilità per gli investitori nei progetti di crowdfunding. L'analisi è stata impostata nel seguente modo: è stato creato un database formato da 1274 progetti di crowdfunding, raccolti dalla piattaforma Kickstarter; tutti i progetti sono stati analizzati dettagliatamente, attraverso la loro descrizione, per poter stabilire quali potessero essere orientati a tematiche sostenibili. Successivamente è stata effettuata un'analisi statistica di regressione che ha verificato le 4 ipotesi proposte dal nostro studio:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

CAPITOLO 1: Il crowdfunding come mezzo alternativo di finanziamento

1.1 Origini e diffusione del fenomeno

La nascita del fenomeno del crowdfunding può essere considerata relativamente recente, a partire dal primo decennio degli anni 2000. La sua diffusione non è stata un fenomeno 'disruptive' nei confronti dei metodi tradizionali di finanziamento, ma al contrario è nato come un metodo di finanza alternativo e in particolare reso possibile grazie all'avvento di Internet e al progresso di servizi e portali web.

Nonostante sembra essere abbastanza recente, il fenomeno del crowdfunding in realtà non è un concetto del tutto nuovo. Alcuni autori considerano come primo progetto finanziato tramite crowdfunding quello di una band anglosassone nel 1997, i Marillion, che riuscirono ad andare in tournèe grazie al contributo dei fan che riuscirono a raccogliere 60.000 dollari. Andando ancora indietro nel tempo, un altro fenomeno che viene considerato come precursore del fenomeno, è stato il finanziamento del piedistallo della Statua della Libertà, precisamente nel 1885. L'idea di un giornalista fu quella di pubblicare sul suo quotidiano i nomi dei cittadini

e anche le annotazioni riguardanti l'origine del risparmio che ogni donatore metteva a disposizione e con questa strategia si raggiunse in pochi mesi la somma di \$ 102.000, necessaria per il piedistallo.

Uno dei primi portali ad aprire è stato 'Produzioni dal Basso' e dal nome è chiara la sua origine tutta italiana: il portale è stato lanciato nel 2005 e ha dato il via ufficiale al concetto di finanziamento dal basso tramite piattaforma di crowdfunding. C'è voluto qualche anno prima che le piattaforme di crowdfunding iniziassero a diffondersi in maniera rilevante: nel 2008 è stata lanciata la piattaforma 'Indiegogo' e nel 2009 la piattaforma leader americana 'Kickstarter'. Il loro lancio è stato l'inizio vero e proprio dell'utilizzo delle piattaforme di crowdfunding a livello globale.

1.2 Definizione di crowdfunding

La popolarità del crowdfunding ha portato alla proposta di un'ampia varietà di definizioni: dopo un'analisi delle molteplici definizioni di maggiore rilievo che risultano dalla letteratura accademica, l'articolo di Hossain, Mokter and Oparaocha, Gospel Onyema (2017) propone una definizione che racchiude gli aspetti più significativi del fenomeno analizzato:

'Il crowdfunding è un metodo di finanziamento, basato su Internet, per la realizzazione di un'iniziativa attraverso contributi distribuiti online e micro-sponsorizzazioni, sotto forma di impegni di piccole somme monetarie da parte di un ampio pool di persone, in un lasso di tempo limitato. È il finanziamento di un compito, un'idea o un progetto facendo un invito aperto al finanziamento, principalmente attraverso le tecnologie Web 2.0, in modo che i finanziatori possano donare, pre-acquistare un prodotto, prestare o investire in base alla loro fede in un appello, alla promessa del suo fondatore e/o all'aspettativa di un ritorno.'

Per comprendere il funzionamento di questo metodo innovativo di raccolta fondi bisogna cominciare dall'analisi degli attori e degli elementi principali che fanno parte del crowdfunding: c'è sempre un fondatore, il 'founder', che consiste nella persona o nell'organizzazione che decide di avviare la campagna di raccolta fondi su una piattaforma. Il secondo attore fondamentale è il finanziatore, il 'funder', cioè l'individuo che si impegna a sostenere finanziariamente un'iniziativa di crowdfunding, e che in cambio del suo apporto monetario può ricevere un rendimento tangibile, come un prodotto o un ritorno sull'investimento, o nessun rendimento tangibile. L'elemento principale grazie al quale è possibile effettuare campagne di crowdfunding è la piattaforma stessa, grazie al quale il fondatore può lanciare la campagna, 'campaign', che consiste in una chiamata aperta per ottenere finanziamenti, durante un periodo di tempo specificato, e durante il quale vi è la possibilità di un'interazione efficiente tra il fondatore e i potenziali finanziatori.

L'ultimo elemento da considerare è la soglia di investimento, l' 'investment threshold', che rappresenta l'importo obiettivo che la campagna si prefigge di raggiungere e che determina effettivamente il successo o il fallimento di una campagna. Il raggiungimento della soglia di investimento desiderata rappresenta in alcuni casi la condizione necessaria per avviare realmente un progetto; questo modello viene definito 'All-or-Nothing' (tutto o niente) e sta a indicare che, nel caso in cui non si raggiunga l'importo desiderato, i fondi raccolti verranno restituiti ai finanziatori e il progetto non andrà in porto. L'altro modello, meno diffuso, è definito 'Keep-it-All', in cui il fondatore ha l'accesso ai fondi raccolti anche quando non si ottiene l'importo

di fondi sperato. Il periodo di tempo per una campagna di raccolta fondi è in genere compreso tra i 30 e i 45 giorni e l'importo totale promesso dai finanziatori viene solitamente visualizzato in tempo reale sulla piattaforma. Le piattaforme intermedie prendono commissioni che vanno dall'8 al 10% da progetti che raccolgono fondi con successo, inclusi i costi di gestione e delle transazioni di pagamento. Per quanto riguarda l'investimento del singolo individuo, varia in genere da \$1 a \$100.

Il crowdfunding differisce da altri concetti basati sulla folla come il crowdsourcing, lo sviluppo di software open source o i movimenti di open innovation poiché questi ultimi, che sono basati sulla comunità, riferiscono alla possibilità di attingere al potere e alla saggezza della folla per ottenere idee, conoscenza e altri apporti che garantiscono un arricchimento maggiore per raggiungere l'obiettivo di un'azienda, di un'organizzazione o di individui. Al contrario, il crowdfunding comporta esclusivamente contributi monetari da parte di una comunità di finanziatori.

Inoltre, il crowdfunding si distingue dagli investitori tradizionali, come banche e investitori di capitali di rischio poiché, in primis, si occupa di solito di finanziamenti di start-up o comunque di apporto di capitali per le fasi iniziali di un progetto; le primissime fasi di avvio di un'idea imprenditoriale o di una start-up sono difficilmente finanziate da banche o altri investitori per via dell'incertezza del progetto stesso o del basso merito creditizio che può avere una start-up. Il crowdfunding gioca un ruolo fondamentale in queste fasi iniziali per colmare il divario dei tradizionali finanziamenti.

1.3 Tipologie di crowdfunding

Esistono differenti tipologie di crowdfunding, che si differenziano per la motivazione del fondatore, per il tipo di contribuzione che concedono i finanziatori, per il ritorno che si aspetta sia il fondatore che il sostenitore.

I 4 modelli che si sono diffusi sono i seguenti:

- Donation- based crowdfunding
- Reward-based crowdfundin
- Lending crowdfunding
- Equity crowdfunding

Il crowdfunding basato sulle donazioni è il tipo più semplice e popolare; in questo modello, i finanziatori donano per scopi filantropici. Queste donazioni vengono solitamente fatte per iniziative sociali e caritatevoli, con i finanziatori che non si aspettano un ritorno sul loro investimento. I finanziatori generalmente donano per una causa in cui credono e possono ricevere un ritorno simbolico, come ad esempio un messaggio di gratitudine da parte dei fondatori, ma non c'è ricompensa materiale.

La seconda tipologia considerata è il crowdfunding basato sui premi ovvero il 'reward-based crowdfunding': nel crowdfunding basato su ricompense, i sostenitori forniscono piccole o moderate somme di denaro per un'attività chiaramente specificata, spesso un processo di sviluppo di un prodotto, e in cambio ricevono premi, che potrebbero essere materiali o immateriali; i finanziatori ricevono, quindi, come ricompensa un rendimento non monetario, che consiste ad esempio nello stesso prodotto, un servizio o altri premi non monetari.

Da una certa soglia in su, i sostenitori in genere ricevono anche il prodotto, al completamento dello sviluppo. Questa soglia è in genere inferiore di circa il 25-50% al prezzo di listino previsto del prodotto finale e in questo caso la ricompensa diventa una prevendita: i clienti finanziano con un apporto monetario la realizzazione di un prodotto e in cambio possono preordinare il prodotto stesso o l'offerta di prodotti, ad un prezzo solitamente inferiore.

Un'analisi empirica effettuata da Steigenberger (2017) evidenzia le principali motivazioni alla base della volontà dei sostenitori di dare il loro contributo monetario: lo studio ha rivelato una struttura motivazionale ibrida, con un motivo di domanda dominante.

I sostenitori basano fortemente i loro contributi su una logica di consumo, in cui l'intento di acquisire il prodotto supera la domanda di altri premi. Considerando che la maggior parte delle campagne di crowdfunding basate su premi offre il prodotto finale a un prezzo scontato rispetto ai prezzi di mercato successivi, questo motivo è una spiegazione potenziale praticabile per il coinvolgimento dei sostenitori. Il secondo potenziale motivo è l'altruismo. Il terzo gruppo di motivi si riferisce, invece, allo scambio sociale e all'appartenenza.

Gli imprenditori che lanciano progetti sulle piattaforme di crowdfunding, ed in particolare di reward-based, hanno un ruolo molto importante dal punto di vista dell'innovazione e delle transizioni sociotecniche. A tal proposito è interessante analizzare la teoria del processo di transizione sociotecnica (Geels e Schot, 2007): il punto chiave della teoria è che sarebbero proprio una piccola rete di attori, come gli imprenditori, gli utenti finali e le start-up, a riuscire a portare un cambiamento radicale nella società tramite le innovazioni di nicchia. Il crowdfunding, in questo contesto, può essere visto come uno strumento a supporto degli innovatori di nicchia. Un'altra considerazione interessante nel reward-based crowdfunding riguarda il ruolo degli utenti finali: essi contribuendo a determinare le caratteristiche dei prodotti e in generale dei progetti, possono svolgere un ruolo significativo nei processi di innovazione aperta guidati dalle imprese.

Un altro modello analizzato è quello del crowdlending, basato sui prestiti, chiamato anche 'lending-based' crowdfunding o 'peer-to-peer'. Il crowdlending è una tipologia di crowdfunding in base al quale una piattaforma Internet raccoglie piccole quantità di fondi da individui nella folla per finanziare collettivamente un prestito di importo superiore a privati o imprese; il modello viene definito anche 'peer-to-peer', a indicare che gli utenti prestano capitali direttamente ai loro omologhi tramite una piattaforma che fa da intermediaria e senza una banca di mezzo.

Il modello di business di una piattaforma di prestito peer-to-peer rappresenta un modello innovativo caratterizzato dal seguente meccanismo: il mutuatario, che può essere un individuo o un'impresa, contatta la piattaforma di prestito comunicando importo e scadenza del prestito. La piattaforma prende in considerazione la richiesta, facendo una valutazione del rischio di credito del mutuatario e, qualora sia accettabile e in linea con le categorie di rischio della piattaforma, fissa un tasso di interesse appropriato al rischio.

A seguito dell'accettazione da parte del mutuatario dei prezzi proposti dalla piattaforma, quest'ultima pubblica l'offerta ai suoi utenti per un periodo che va dalle due alle quattro settimane. I prestatori che vogliono aderire

hanno un lasso di tempo determinato per fornire piccole porzioni di finanziamento; devono firmare un contratto di servizio con il gestore della piattaforma e completare un processo di due diligence. Solo al raggiungimento dell'importo desiderato, la piattaforma procede al raccoglimento di denaro dai conti bancari dei finanziatori, che viene trasferito al mutuatario. La stessa piattaforma si occupa della riscossione e distribuzione di interessi e rimborso e, in caso di inadempienza del mutuatario, è obbligata a riscuotere i pagamenti per conto dei prestatori, anche se la piattaforma non è responsabile per le perdite, che sono invece a carico dei prestatori e investitori.

Dal punto di vista dei mutuatari, infatti, i vantaggi principali consistono nei costi di transazione inferiori e nell'arco di tempo molto più breve per il conseguimento del prestito, rispetto ai tempi dei prestiti bancari; inoltre, la possibilità di ottenere prestiti senza fornire garanzie collaterali e la maggiore flessibilità offerta dalle piattaforme, come la possibilità di annullare i contratti di prestito senza pagare una penale per il pagamento anticipato. Il principale svantaggio del modello di crowdlending consiste nel rischio di credito per i prestatori.

Il crowdfunding basato sull'equity è un modello in base al quale i finanziatori si aspettano un ritorno finanziario sul loro investimento; gli imprenditori esortano le persone a investire denaro per poi ricevere in cambio una quota dei guadagni futuri dell'impresa. L'equity crowdfunding si è sviluppato come un mercato per i fondatori in cui essi possono raccogliere fondi dalla loro stretta rete di familiari, amici, clienti e azionisti attuali, nonché da un numero di massa di investitori in cambio di una quota azionaria nel business; le società private possono raccogliere capitali dalla massa attraverso la vendita di titoli finanziari come azioni, debito, quote di reddito e altre partecipazioni, senza intermediari finanziari tradizionali.

L'equity crowdfunding è riconosciuta come un'alternativa finanziaria alle fonti tradizionali e sta guadagnando attenzione da imprenditori: le piccole e medie imprese scelgono sempre di più finanziamenti alternativi (OCSE 2020) e può diventare una fonte di finanziamento fondamentale per start-up e piccole imprese. Tramite le piattaforme, i costi di ricerca per i fondi e i costi di comunicazione risultano inferiori. Le caratteristiche dell'equity crowdfunding fanno pensare che potrebbe portare a una democratizzazione del lato dell'offerta degli investimenti finanziari fornendo al pubblico l'accesso generale agli investimenti in società innovative e potenziali rendimenti finanziari. Rispetto ad altre forme di crowdfunding, nell'equity gli investitori si assumono rischi elevati e si aspettano un rendimento finanziario adeguato. Una serie di rischi è rappresentata dal rischio di frodi e di campagne false, dall'eventuale incompetenza dei creatori delle campagne, dal rischio di illiquidità delle start-up, dalla possibilità di fallimento della stessa piattaforma e dal grado di professionalità degli investitori.

1.5 Il Crowdfunding nei mercati online di finanziamenti alternativi

Il crowdfunding può essere inquadrato nel fenomeno più ampio del mercato online dei finanziamenti alternativi: si riferisce alle attività di raccolta di capitale al di fuori degli intermediari finanziari storici, delle banche e dei mercati dei capitali tradizionali ed ha trasformato il tradizionale panorama della raccolta fondi.

Si è sviluppato principalmente attraverso una vasta gamma di strumenti innovativi che utilizzano la tecnologia dell'intelligenza artificiale e i canali online, nell'ultimo decennio, dopo la stretta creditizia.

Il Regno Unito risulta essere uno dei paesi con maggior utilizzo del mercato finanziario alternativo e i dati che riporta l'OCSE mostrano come nel Regno Unito le start-up e le PMI abbiano utilizzato il 68% del totale dei fondi raccolti attraverso canali di finanziamento alternativi online nel 2017 e come l'equity crowdfunding abbia rappresentato il 12,9% del totale degli investimenti azionari in fase iniziale e di venture stage. A livello globale, nel 2018, il tasso di crescita dell'utilizzo di canali di finanziamento alternativi online corretto per l'inflazione è stato del 54% e i tassi di crescita sono elevati soprattutto nelle economie emergenti e piccole.

Il crowdfunding è cresciuto esponenzialmente di anno in anno del 23,3% con le stime attuali prese dal Fondo Monetario Internazionale, banca mondiale, ONU ed Eurostat (Statista, 2020). Questa crescita dovrebbe raggiungere i 93 miliardi di dollari entro il 2025 (Banca Mondiale, 2013).

1.6 Nuove forme emergenti di Crowdfunding

In generale, i mercati online di finanziamenti alternativi sono in continua espansione e le prospettive future sono buone. Oltre alle classiche forme di crowdfunding (donation, reward-based, equity e lending), il fenomeno si sta espandendo verso settori e mercati diversi con diverse tipologie emergenti che sono:

- **Civic Crowdfunding**, applicato al settore delle iniziative pubbliche, è una tipologia di raccolta attraverso cui le comunità locali propongono e finanziano progetti che hanno l'obiettivo di migliorare il territorio o di fornire servizi alla comunità.
- **Corporate Crowdfunding**, applicato da organizzazioni e imprese per le iniziative di Corporate Social Responsibility (CSR): le aziende cercano sempre di più di utilizzare le piattaforme di crowdfunding, per avviare iniziative volte ad un'innovazione sana, minimizzando le possibilità di danneggiamento verso un particolare ambito di tutela dell'interesse comune.
- **Energy Crowdfunding**, applicato al settore energetico; il modello è una forma di finanziamento dal basso nel settore della 'green energy' e del rinnovabile con lo scopo di realizzare progetti sostenibili e di transizione energetica. I principali attori sono proprio i cittadini che investono, ottengono quote di aziende o cooperative nella produzione di energia pulita e beneficiano dei dividendi che vengono emessi sulla base della performance finanziaria degli investimenti effettuati.
- **Real Estate Crowdfunding**, applicato al settore immobiliare; consiste nell'applicazione del crowdfunding al settore del 'real estate' e consente agli investitori di prendere parte a finanziamenti di progetti immobiliari, in ambito residenziale o commerciale. Per gli investitori immobiliari il real estate crowdfunding è un'opportunità di guadagno vantaggiosa e maggiormente accessibile poiché elimina le barriere d'accesso al mercato immobiliare.
- **Do-It-Yourself Crowdfunding**, applicato tramite siti web degli enti che lo utilizzano; molte aziende e organizzazioni, infatti, hanno deciso di realizzare campagne all'interno del sito dell'organizzazione o dell'azienda stessa e di raccogliere fondi senza l'utilizzo di piattaforme intermedie.

- **Crowdfunding ricorrente**, applicato in modo periodico e continuo senza una scadenza, adatto alle tipologie di progetti che vengono gestiti tramite ‘subscription’ e abbonamenti.

1.7 Regolamentazione del crowdfunding

La regolamentazione dell’attività di crowdfunding si sta concretizzando solo recentemente in maniera più efficace: il primo paese che ha introdotto una regolamentazione significativa riguardo il crowdfunding sono stati gli Stati Uniti nel 2012, con l’approvazione del Jobs Act (Jumpstart Our Business Startups), che ha introdotto l’autorizzazione dell’esercizio dell’attività di intermediazione per il crowdfunding, derogando le prescrizioni e introducendo una particolare esenzione del “Security Act”. L’entrata in vigore della regolamentazione è avvenuta, però, solo nel 2016.

L’Unione europea nel 2018 ha presentato una proposta di regolamento sul crowdfunding che stabilisce norme sulla divulgazione delle informazioni, la governance, la gestione dei rischi e la vigilanza da parte delle autorità di regolamentazione (Commissione europea, 2018), che è stata approvata nell’ottobre 2020, ma che entrerà in vigore approssimativamente per novembre 2021, permettendo alle piattaforme di operare in tutta Europa e agli investitori di prendere parte a progetti di paesi membri differenti dal proprio.

Tale regolamento si applica unicamente ai modelli di Equity Crowdfunding e il Social lending e ha l’obiettivo di porre rimedio alla frammentazione delle normative europee per rafforzare la protezione di investitori e risparmiatori, garantendo la trasparenza e agevolando la raccolta di capitali a livello transnazionale.

Tra i paesi europei, l’Italia è stato il primo a introdurre normative specifiche per la regolamentazione del crowdfunding, in particolare l’oggetto principale sottoposto alla normativa è l’equity-based crowdfunding e in minima parte anche il social lending o crowdlending. Il primo vero regolamento relativo all’equity crowdfunding si prende in considerazione quello emanato nel giugno 2013 dalla Consob, che fa riferimento ad una legge approvata nel 2012 per l’istituzione delle start-up innovative, che, secondo il regolamento, dovevano essere le uniche autorizzate alla raccolta di capitale di rischio tramite crowdfunding. Dopo 3 anni, nel gennaio 2015, con il Decreto Crescita 3.0, è stata inserita tra le società autorizzate alla raccolta, la PMI Innovativa e nel 2017 c’è stata l’estensione a tutte le PMI previste dalla legge, e non solo quelle innovative, di poter finanziare la propria attività attraverso la raccolta di risorse finanziarie e l’utilizzo di piattaforme online adibite a tale funzione.

CAPITOLO 2: La sostenibilità e gli investimenti sostenibili

2.1 Nascita del concetto di sostenibilità

La prima apparizione a livello istituzionale del concetto di sostenibilità è stata nel *rapporto Brundtland* del 1987, intitolato “Our common future”, in cui lo sviluppo sostenibile viene definito come “uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri.” Questa definizione rappresenta la concezione classica ed è stata la prima ufficiale sul concetto da

parte della ‘World Commission on Environment and Development’ (WCED 1987), in cui si parla di sostenibilità in un’ottica di equità intergenerazionale.

La visione di sostenibilità limitata all’equità intergenerazionale è stata ampliata successivamente durante la prima *conferenza* delle Nazioni Unite *sull’Ambiente e lo Sviluppo* nel 1992 a *Rio de Janeiro*, dove sono emersi cinque importanti documenti: la Dichiarazione di Rio sull’ambiente e lo sviluppo, l’Agenda 21, la Convenzione sulla biodiversità, i Principi sulle foreste e la Convenzione sui cambiamenti climatici. Dopo questa conferenza il concetto di sostenibilità è diventato egemonico ed è stato incorporato nei trattati internazionali e nelle costituzioni e leggi nazionali di molti paesi del mondo, è stato utilizzato anche in questioni relative alle imprese, alla produzione agricola, all’industria e allo sviluppo urbano ed è diventato il fondamento concettuale di approcci teorici come la green economy e l’economia circolare.

Altri importanti eventi che hanno segnato la diffusione del concetto di sostenibilità sono stati:

- i *‘Millennium Development Goals’ (MDG)*, individuati nel 2000 dalle Nazioni Unite, che sono stati sviluppati con lo scopo di sradicare le condizioni di povertà estrema nel mondo, raggiungere l’istruzione primaria universale, l’empowerment delle donne e l’uguaglianza di genere, portare avanti la lotta all’HIV e alla malaria, raggiungere la sostenibilità ambientale e raggiungere una partecipazione globale per lo sviluppo.
- I *‘Sustainable Development Goals’ (SDG)*, introdotti dalle Nazioni Unite nel 2015, che sono 17 obiettivi che riguardano e interessano tutte le dimensioni della sostenibilità con l’obiettivo di eliminare la povertà, eliminare le disuguaglianze nel mondo e incentivare lo sviluppo sociale ed economico, tenendo in considerazione aspetti fondamentali come i cambiamenti climatici e la tutela ambientale.
- *L’Accordo di Parigi*, un’intesa di 197 paesi facenti parte della Convenzione quadro delle Nazioni Unite, con l’obiettivo di contenere l’aumento della temperatura media globale al di sotto della soglia dei 2 gradi e di limitarne l’incremento a un 1,5 gradi.

2.2 I tre pilastri della sostenibilità

Il concetto fondamentale che risulta dalla nozione di sostenibilità è quello di preservare l’ambiente e le risorse naturali, garantendo allo stesso tempo una crescita economica, senza mettere a rischio il pianeta e migliorando le condizioni di vita di tutti nell’ambito del sociale

Questo concetto emerge dalla visione a tre pilastri della sostenibilità: se inizialmente la sostenibilità è nata nell’ambito di studi ecologici con riferimento al potenziale di un ecosistema che sussista nel tempo senza cambiamenti, successivamente la tematica si è estesa a campi del sapere differenti, cioè ambientali, sociali, economici e culturali. L’idea di sviluppo sostenibile riguarda l’esigenza di tutelare e salvaguardare le risorse dell’umanità, l’equidistribuzione della prosperità economica nel mondo e il raggiungimento di una migliore qualità della vita, uguale possibilità di accesso alle risorse, rispetto e conservazione dell’ambiente affinché non diventi dannoso per l’uomo e per le altre specie viventi.

La sostenibilità ha, dunque, una natura multidimensionale, e deve essere intesa come un’interrelazione tra sviluppo economico, protezione dell’ambiente e sviluppo sociale.

Ogni dimensione citata persegue un determinato obiettivo:

- La dimensione ecologica o ambientale mira a mantenere l'integrità dell'ecosistema, della biodiversità e la resilienza;
- La dimensione sociale mira a garantire una partecipazione attiva di tutti i cittadini, la mobilità e la coesione sociale, un'identità culturale e uno sviluppo istituzionale equo;
- La dimensione economica mira all'equità, alla crescita produttiva ed economica, e all'efficienza.

Per quanto riguarda la *sostenibilità ambientale*, si muove all'interno di questioni ambientali importanti come la tutela della biodiversità, la salvaguardia degli equilibri ecosistemici e la possibilità di riprodurre le risorse utilizzate. Si può dire che si sta attuando un comportamento sostenibile a livello ambientale, se si ha un bilancio positivo tra i consumi della popolazione e le risorse a disposizione; nel caso contrario ciò che accadrebbe è di ritrovarsi in una situazione di abuso delle risorse disponibili e della capacità di riproduzione dell'ecosistema, il quale non è più in grado di assorbire i rifiuti prodotti dal consumo.

L'altra dimensione da analizzare è quella sociale, che può essere a sua volta divisa in *sostenibilità etico-sociale* e in *sostenibilità socioculturale*, e che sono tra loro interconnesse. Nel primo caso, etico-sociale, si intendono le questioni di equità sociale tra gli individui, tra gruppi e tra aggregati sociali più ampi; si può parlare di sostenibilità etico-sociale quando si ha un'equa distribuzione delle condizioni di benessere, nel senso di avere garantita la sicurezza, la salute e l'istruzione, e un equo e pari accesso ai servizi essenziali che permettono alla popolazione pari opportunità e capacità. È evidente che la cultura gioca un ruolo importante nella transizione verso pratiche più sostenibili, e che occorre un cambiamento prima culturale per poi modificare le abitudini, le pratiche comuni per poter ottenere risultati sul campo di sostenibilità sociale e in generale.

La *sostenibilità economica* può essere considerata valutando insieme tre forme di capitale: queste tre forme sono comprensive del capitale monetario ma anche di quello sociale-umano e naturale. La cosa più importante che viene messa in luce nella sostenibilità economica è quella di individuare i limiti della crescita economica e di considerarla e misurarla in base al suo impatto sull'ambiente e sulla società, attraverso un uso razionale ed efficiente delle risorse e diminuendo l'utilizzo di quelle non rinnovabili.

Una crescita economica sostenibile corrisponde alla capacità di poter generare reddito e lavoro, avere una crescita duratura degli indicatori economici, poter supportare nel tempo le popolazioni, e allo stesso tempo riuscire a valorizzare le specificità territoriali e allocarne efficacemente le risorse.

Alle tre dimensioni tradizionali di sostenibilità si può aggiungere la *dimensione istituzionale e politica*, dove l'obiettivo principale sarebbe quello di ridurre i conflitti per la gestione e il controllo delle risorse e quello di attuare politiche pubbliche per incentivare le iniziative di sviluppo sostenibile e aumentare la partecipazione dei cittadini nella condivisione delle scelte di sostenibilità.

2.3 La definizione di sostenibilità secondo gli SDGs

La definizione generica di sviluppo sostenibile presentata nel Rapporto Brundtland è stata elaborata in modo molto più dettagliato nell'Agenda 2030, realizzata dalle Nazioni Unite nel 2015, attraverso l'attuazione degli SDGs, che mirano a porre fine alla povertà e alla fame affrontando le preoccupazioni ambientali senza

trascurare le sfide sociali legate al benessere, alla salute e educazione. L'agenda 2030 comprende 17 obiettivi (SDGs), che sono distribuiti tra le tre dimensioni, cioè ambientale, sociale ed economica, nel seguente modo.

Per la dimensione economica:

- Obiettivo sulle infrastrutture, industrializzazione e innovazione;
- Obiettivo relativo alla produzione e al consumo sostenibile;
- Obiettivo della crescita, dell'occupazione e dell'uguaglianza;

Gli obiettivi *sociali* sono invece divisi nelle seguenti tre aree:

- Salute, parità di genere, educazione e fame;
- Accesso ad acqua ed energia;
- Eliminazione della povertà;

L'ultima dimensione è *quella ambientale*, che è divisa in sole due aree:

- Obiettivi del cambiamento climatico, salvaguardia degli oceani e dell'ecosistema;
- Obiettivo delle città sostenibili.

Misure recenti a supporto della sostenibilità, sono state introdotte nel 2019 dalla Commissione Europea attraverso il '*Green Deal Europeo*', che consiste in un pacchetto di proposte per il raggiungimento di obiettivi come la **riduzione di emissioni** nette di gas a effetto serra del **55%** entro il **2030**, ed un continente ad **impatto climatico zero** entro il **2050**.

2.5 La sostenibilità aziendale

Per le imprese, il tema della sostenibilità è ormai fondamentale: le imprese devono porre molta attenzione alla 'Corporate Social Responsibility (CSR)', tenendo conto di tutte le loro attività, conciliando i loro interessi con gli interessi degli azionisti, dei dipendenti, dei consumatori, dell'ambiente, della loro comunità e di altre parti interessate, oltre ad assumersi la responsabilità del loro impatto sull'ambiente.

La CSR è diventata parte fondamentale della strategia aziendale di successo ed una necessità inevitabile che, secondo alcuni autori, è in grado di rafforzare il vantaggio competitivo, migliorare la reputazione, ridurre il turnover dei dipendenti, garantire la cordialità di clienti e investitori e ottenere benefici economici. Oltre all'impegno in attività socialmente responsabili e sostenibili, le imprese devono anche comunicare la loro sostenibilità a tutti gli stakeholder e in particolare, agli investitori, attraverso una rendicontazione sociale, oltre che una rendicontazione economica e finanziaria, includendo informazioni '*non finanziarie*' che riguardano l'attività dell'impresa in maniera più completa, segnalando l'impatto economico, ambientale e sociale dell'azienda. Il concetto di bilancio di sostenibilità è stato introdotto per la prima volta dalla Commissione Europea nel 2001, attraverso il Libro Verde, in cui questa tipologia di bilancio viene definito come "*l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate*". Se negli anni passati il bilancio di sostenibilità veniva redatto solo su base volontaria, dal 2016 con D. Lgs. n.254/2016 le cose sono cambiate in quanto è stata accolta la direttiva europea n. 95 del 2014 che ha introdotto l'obbligo di redazione del report di sostenibilità per le società che superano determinate soglie. Redigere il bilancio di sostenibilità significa divulgare una serie di

informazioni che abbiamo definito come ‘informazioni non finanziarie’ e che riguardano l’aspetto ambientale, i temi sociali, i dipendenti dell’azienda, il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione.

Divulgare questa tipologia di informazioni rende le imprese sempre più apprezzate dagli investitori in quanto, molte volte, le stesse informazioni rappresentano la base per le scelte di investimento, oltre ovviamente alle informazioni finanziarie. Inoltre, la divulgazione delle informazioni sostenibili riesce a sensibilizzare maggiormente e creare consapevolezza all’interno dell’azienda riguardo queste tematiche. Per quanto riguarda le metodologie di rendicontazione sociale, il framework maggiormente utilizzato e di riferimento per le imprese è quello dei ‘Global Reporting Initiative Standards’ che permettono di avere dei parametri comuni di valutazione, misurazione e performance nell’ambito della rendicontazione di sostenibilità.

2.6 Gli investimenti sostenibili

Gli investitori sono alla ricerca non solo di buoni rendimenti sui loro investimenti, ma potrebbero essere sinceramente interessati ad avere un impatto positivo nella loro società e nell’ambiente naturale; potrebbero essere preoccupati per la giustizia sociale, i diritti umani, le questioni di corruzione e la diversità nei consigli di amministrazione delle società. Per questo nell’ultimo decennio si è molto diffuso il concetto di ‘Investimenti Socialmente Responsabili’.

Il concetto di investimento responsabile è ampiamente riconosciuto come l’inclusione di fattori ambientali, sociali e di governance nei processi decisionali, il che significa che le società vengono valutate dagli investitori utilizzando criteri ESG per valutare la qualità dell’investimento e determinare i rischi associati. L’acronimo ESG sta per Environment, Social and Governance e identifica quelli che sono i tre pilastri alla base dell’investimento sostenibile. I criteri ESG consistono in una serie di standard operativi a cui devono far riferimento le attività delle imprese per ottenere il raggiungimento di specifici risultati in ambito ambientale, a livello sociale e di governance. I tre criteri sono così definiti: ***criteri ambientali***, i quali valutano i comportamenti dell’azienda nei confronti dell’ambiente; ***criteri sociali***, in cui si fa riferimento al trattamento dell’azienda nei confronti delle persone, dei lavoratori, delle comunità locali e di tutti gli attori con cui l’azienda si relaziona e infine i ***criteri di governance*** attraverso cui si valuta effettivamente se la gestione aziendale faccia riferimento a principi etici e buone pratiche.

Gli investitori considerano sempre di più i criteri ESG e la ragione alla base di questa scelta è relativa alla teoria che, nella maggioranza dei casi, sembra che le imprese con rating ESG più alto, allo stesso tempo hanno anche migliori performance e riescono a gestire in modo migliori rischi e situazione avverse. L’utilizzo di criteri ESG dà infatti diversi altri benefici come la riduzione di diversi rischi del portafoglio, minore probabilità di dover affrontare rischi legati alle emergenze ambientali e maggiore impegno nell’innovazione e nella ricerca scientifica per poter migliorare la capacità produttiva, la sicurezza del personale e i rapporti con partner e clienti. Oltre ai criteri ESG, stanno prendendo sempre maggiore rilievo altre strategie di investimento sostenibile che possono essere così riassunte:

- **Corporate engagement and shareholder action;**
- **Norms-based screening;**

- **Negative (exclusionary) screening;**
- **Best-in-class o Positive Screening;**
- **Sustainability themed/thematic investing;**
- **Impact investing e community investing.**

Dai dati analizzati da ‘Morningstar’, è evidente come l’interesse per gli investimenti ESG ha subito un’impennata dal 2019: i fondi comuni di investimento hanno registrato un afflusso di 20 miliardi di dollari nel 2019, e nei primi mesi del 2020 in piena pandemia COVID-19, sono aumentati ancora di più.

Nell’ambito degli investimenti sostenibili, nel marzo 2018, è stato pubblicato il ‘*Piano d’Azione per la finanza sostenibile*’, in cui la Commissione Europea ha delineato le strategie e linee guida da adottare affinché si possa sviluppare un sistema finanziario che promuova uno sviluppo sostenibile su tutti gli ambiti, che sia in linea e che contribuisca con gli obiettivi dell’Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile e con l’Accordo di Parigi sul cambiamento climatico. Il piano propone tre obiettivi principali che sono quello di indirizzare gli investimenti finanziari verso un’economia più sostenibile, rendere nel lungo periodo più trasparenti gli investimenti e considerare nelle pratiche della gestione dei rischi la sostenibilità. Nasce in questo ambito il ‘green bond’, la cui emissione riguarda progetti ad impatto positivo sull’ambiente o che rispettino determinate caratteristiche di sostenibilità ambientale.

CAPITOLO 3: L’importanza della sostenibilità nei progetti di crowdfunding per gli investitori

3.1 Obiettivo dell’analisi e ipotesi

Nella seguente ricerca ci si concentrerà sulla *rilevanza delle tematiche sostenibili* nelle iniziative imprenditoriali e su *come esse siano apprezzate o meno dai finanziatori e investitori*.

Lo scopo primario della ricerca effettuata è proprio quello di indagare più a fondo sul reale interesse da parte degli investitori sui progetti che, in qualche modo, sono legati al tema della sostenibilità.

In particolare, l’analisi si concentra su progetti che sono portati avanti tramite piattaforme di crowdfunding, che, come abbiamo visto nel primo capitolo, sta diventando e ha i presupposti per essere negli anni futuri uno strumento di raccolta di capitale e di finanziamenti molto gettonato e vantaggioso.

L’idea che portiamo avanti è, dunque, che l’orientamento alla sostenibilità dei progetti sia un fattore di maggiore attrazione da parte degli investitori e che influenzi positivamente il successo dei progetti.

Il risultato dell’analisi ci dirà sia quanto sono rilevanti le tematiche sostenibili nei progetti del campione e quanto un progetto che riguarda tematiche sostenibili ha più probabilità di essere finanziato e di avere successo rispetto ad un progetto che non persegue obiettivi sostenibili. Si prenderà in considerazione il concetto di sostenibilità nella sua visione delle tre dimensioni.

L’ipotesi principale sarà H1 ed è la seguente:

H1: La sostenibilità è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

Le 3 sotto ipotesi possono essere così esplicitate:

H2: La sostenibilità ambientale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H3: La sostenibilità sociale è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

H4: La sostenibilità economica è un fattore rilevante per gli investitori nella scelta di finanziamento di un progetto?

Per verificare questa ipotesi, la metodologia utilizzata è stata quella di raccogliere un campione di progetti da una delle piattaforme di maggiore successo di crowdfunding, che è Kickstarter, e selezionare i progetti che presentano un orientamento sostenibile. Come variabile per dimostrare l'interesse degli investitori nei confronti dei progetti sostenibili, è stato utilizzato lo stato di successo dei progetti. Successivamente è stata condotta un'analisi di regressione per valutare statisticamente l'impatto della sostenibilità sul successo dei progetti.

3.2 Metodologia di raccolta dati

Il campione raccolto si compone di **1274 progetti** e fa riferimento a tutti i progetti lanciati tramite la piattaforma Kickstarter da imprenditori, individui, organizzazioni o piccole imprese nel primo semestre del 2019. Il database è stato costruito prendendo dal sito della piattaforma le informazioni più rilevanti dei progetti. Le informazioni che maggiormente sono servite per rispondere alla domanda di ricerca, sono la **descrizione del progetto**, attraverso il quale è stato stabilito se il progetto avesse un orientamento alla sostenibilità, la **somma raccolta** rispetto all'**obiettivo di finanziamento**, e lo **stato di successo** o tasso di successo.

3.3 Analisi delle variabili

Nelle analisi che saranno portate avanti, possiamo considerare una variabile indipendente principale, che è la **sostenibilità** nei progetti di crowdfunding presenti nel campione, e altre tre sotto variabili indipendenti che corrispondono alle tre dimensioni della sostenibilità: **Environmental Sustainability**, **Social Sustainability** e **Economic Sustainability**. L'obiettivo è quello di capire se le variabili indipendenti abbiano un impatto positivo sulla variabile dipendente che è rappresentata dallo stato di successo dei progetti.

La metodologia utilizzata per poter classificare come sostenibile un progetto è stata inizialmente quella di trovare alcune parole chiave come '*sustainability, environmental, social, green, emission, pollution, climate, humanity, women, human rights, poverty, clean energy, community...*' e altri termini che reindirizzano al concetto di sostenibilità all'interno della descrizione, per poi analizzarla più dettagliatamente per capire se effettivamente la tematica sostenibile fosse rilevante.

Dopo questa analisi di tipo qualitativo, nello step successivo è stato assegnato il valore '1' a tutti quei progetti che sono stati considerati a orientamento sostenibile, mentre è stato assegnato il valore '0' agli altri progetti che non presentano tematiche sostenibili. Allo stesso modo, i progetti sostenibili sono stati suddivisi

ulteriormente nelle tre categorie sulla base dell'argomento trattato nel progetto, cioè dimensione ambientale, sociale ed economica, assegnando il valore '1' alla dimensione di riferimento e '0' alle altre due.

La variabile dipendente che usata nel modello è lo *stato di successo* dei progetti, che può essere uno strumento attraverso il quale dimostrare il reale interesse degli investitori verso un progetto. Lo stato di successo di un progetto può essere, quindi, '*successful*' o '*failed*' sulla base del raggiungimento dell'obiettivo finanziario. Se il progetto è '*successful*' la variabile assume valore '1', mentre se il progetto è '*failed*' la variabile assume valore '0'.

3.4 Analisi del campione

I dati del campione sono stati analizzati in diversi modi attraverso analisi statistiche, per verificare le ipotesi descritte. Le metodologie utilizzate sono state 4 e sono le seguenti:

1. **Statistica descrittiva**: la prima analisi effettuata con il database è una statistica descrittiva, cioè una statistica riassuntiva che descrive quantitativamente e riassume le caratteristiche della raccolta di informazioni che ci sono nel campione. L'analisi ci fornisce informazioni generali che riguardano il tasso di successo medio dei progetti (35,16%), la somma mediamente raccolta (43.555,46 euro), l'obiettivo medio che i creatori dei progetti si prefiggono di raccogliere (44.058,31), il numero medio dei sostenitori (206) e la durata media della campagna (36 giorni). Inoltre, ci sono informazioni specifiche sulle variabili indipendenti che ci permettono di valutare la rilevanza dei progetti sostenibili sul totale dei progetti. In particolare, la percentuale di progetti sostenibili nel campione è del 14,28% (182 progetti su 1274), l'8,08% dei progetti riguarda la sostenibilità ambientale, mentre il 7,29% riguarda la sostenibilità sociale e solo lo 0,6% tratta tematiche sostenibili dal punto di vista economico.
2. **"T test"**: sul campione di progetti verrà effettuato il cosiddetto "T Test", con l'obiettivo di verificare se effettivamente il tasso di successo dei progetti sostenibili sia differente (e nella nostra ipotesi che sia maggiore) rispetto ai progetti che non hanno un orientamento sostenibile. Per la tipologia di dati verrà utilizzato il "Two sample T Test", cioè un t-test a due campioni per testare la differenza tra le medie di due gruppi. Il t test dimostra effettivamente che il tasso medio di successo dei progetti sostenibili è del 52,19%, mentre per i progetti che non trattano la sostenibilità il successo si ha solo per il 32,32% dei progetti, a dimostrazione che le tematiche sostenibili sono un elemento che aumenta la possibilità di successo.
3. **Matrice di correlazione**: questa analisi serve a verificare se esiste una correlazione positiva tra le variabili che sono state considerate, cioè tra la sostenibilità, in senso più ampio e singolarmente nelle sue tre dimensioni, e lo stato di successo dei progetti.
4. **Regressione Logit**: con questa analisi si può verificare effettivamente quanto le variabili indipendenti considerate impattano sulla variabile dipendente, che è lo stato di successo. Il modello ci dirà il reale impatto che la sostenibilità ha sulla possibilità che i progetti abbiano successo nel crowdfunding. Grazie a

questa analisi avremo la verifica completa delle ipotesi considerate. Il modello di regressione utilizzato non è il classico modello lineare, ma il modello ‘logit’, in quanto le variabili sono dicotomiche.

Per effettuare l’analisi di regressione, nel modello sono state inserite quattro variabili di controllo che servono per rendere ancora più affidabile il modello ed influenzare positivamente l’indice di bontà di adattamento. Le quattro variabili considerate sono il ‘Goal’, cioè l’obiettivo di finanziamento dei progetti, il numero dei sostenitori dei progetti, la durata della campagna per raccogliere fondi e le categorie di prodotti presenti all’interno del campione;

3.5 Risultati della regressione

Dopo aver effettuato l’analisi di regressione, concentrandoci sulle prime tre ipotesi (H1, H2 e H3) e guardando i coefficienti di regressione ottenuti, possiamo dare la seguente interpretazione:

- per ogni variazione di un’unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità, la probabilità di successo del progetto aumenta **di 0.809****;
- per ogni variazione di un’unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità ambientale la probabilità di successo del progetto aumenta dello **0.627+**;
- per ogni variazione di un’unità di un progetto che ha un orientamento alla sostenibilità sociale la probabilità di successo del progetto aumenta di **1.493*****, che è un valore molto buono.

Stato di successo	H1		H2		H3		H4	
	Coeff.	Std. Err.	Coeff.	Std. Err.	Coeff.	Std. Err.	Coeff.	Std. Err.
Sustainability	0.809**	0.287						
Goal	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000	-0.000***	0.000
N° di backers	0.028***	0.002	0.028***	0.002	0.028***	0.002	0.028***	0.002
Duration	-0.023*	0.009	-0.022*	0.009	-0.023*	0.009	-0.020*	0.009
Category			Dummies	included				
Environmental S.			0.627+	0.366				
Social S.					1.493***	0.359		
Economic S.							0.255	2.096
Constant	-0.603	0.574	-0.627	0.572	-0.555	0.570	-0.632	0.567
Pseudo R2	0.5757		0.572		0.5812		0,5701	
N° di obs.	1.200		1.200		1.200		1.200	

* p<0.05, ** p<0.01, *** p<0.001

I tre coefficienti di regressione analizzati indicano che tutte e tre le variabili indipendenti hanno un impatto positivo sullo stato di successo dei progetti. Ciò significa che la presenza delle tematiche sostenibili nei progetti aumenta realmente la possibilità che il progetto abbia successo: maggiore è la presenza di tematiche sostenibili nei progetti, maggiore è la possibilità che i progetti abbiano successo. Le prime tre ipotesi sono verificate in

quanto i coefficienti presentano valori positivi e statisticamente significativi. Anche l'indice di bontà di adattamento del modello, cioè il valore pseudo R², indica che il modello si adatta bene alle variabili.

L'ipotesi H4 viene, quindi, rifiutata e non si può dire che la tematica della sostenibilità economica abbia un impatto positivo sullo stato di successo dei progetti. Ciò dipende dal fatto che i progetti con sostenibilità economica riscontrati nel campione sono pochissimi poiché il concetto di sostenibilità economica è di difficile applicabilità e interpretazione nella tipologia di progetti analizzati.

Alla luce dei risultati ottenuti, abbiamo che le prime tre ipotesi (H1, H2 e H3) sono state verificate con valori soddisfacenti, mentre la quarta ipotesi (H4), è stata rifiutata.

3.6 Discussione e conclusione

Si può concludere dicendo che in generale la sostenibilità impatta positivamente lo stato di successo dei progetti di crowdfunding, ed in particolare questo impatto è maggiore quando le tematiche si concentrano sulla sostenibilità sociale e ambientale, mentre non risulta ugualmente evidente l'impatto dei progetti a sostenibilità economica sul successo. Di conseguenza, si può dire che la sostenibilità rappresenta un elemento di attrazione per gli investitori e che viene considerato nella valutazione stessa del finanziamento di un progetto.

Abbiamo visto che il 14,29% dei progetti del campione presenta una tematica sostenibile. Questa percentuale ci indica quanto gli imprenditori ritengano importante avviare progetti con tematiche sostenibili e quanto ritengano che possa essere un fattore di maggiore attrazione da parte degli investitori. Spesso gli imprenditori sostenibili sono considerati come investimenti meno attraenti rispetto alle classiche iniziative imprenditoriali, soprattutto nella fase di finanziamento iniziale. Per questo il crowdfunding può essere considerato uno strumento di fondamentale importanza per gli imprenditori che vogliono lanciare le proprie iniziative sostenibili.

Il motivo che ci ha portato a reputare la sostenibilità un elemento di maggiore attrazione per gli investitori nei progetti di crowdfunding risiede nelle motivazioni che spingono gli investitori a sostenere le iniziative sulle piattaforme. I sostenitori di progetti di crowdfunding ponderano le loro scelte sulla base di norme morali o etiche e in quest'ottica, è più chiaro comprendere il perché i finanziatori di questo genere, rispetto agli investitori interessati solo ai rendimenti finanziari, possano supportare maggiormente progetti che presentano tematiche sostenibili. È emerso che le tematiche di sostenibilità sociale sono quelle che maggiormente impattano in modo positivo sul successo dei progetti. Questo risultato sembra essere in linea con l'idea che, nel modello di crowdfunding reward-based, le motivazioni dei finanziatori che supportano i progetti sono principalmente legate a fattori sociali e psicologici: il volersi sentire parte della comunità, il voler perseguire obiettivi sociali e di benessere per la società, sono motivazioni che spingono i finanziatori del reward-based a sostenere le iniziative.

I risultati ottenuti sono in linea con ciò che è emerso dalla teoria e dalle evidenze relative alla sostenibilità e agli investimenti sostenibili: negli ultimi anni sembra esserci una grande spinta da parte delle istituzioni a

valutare gli aspetti di sostenibilità. Tutto ciò porta ad un'elevata sensibilizzazione delle imprese e degli investitori, che sono consapevoli dell'importanza dei temi sostenibili e che li considerano sempre con maggiore attenzione nelle valutazioni dei loro investimenti. Anche nei mercati finanziari, gli investimenti sostenibili sono sempre più diffusi, come abbiamo visto: la nascita di green bond, lo sviluppo di strategie di investimento sostenibili, l'utilizzo di criteri ESG sono tutti esempi che dimostrano effettivamente la direzione che seguono gli investitori e che probabilmente sarà ancora più rilevante nel futuro. Le confermano il trend di crescita dell'interesse verso la sostenibilità per gli investitori e tutto ciò spiega chiaramente il perché il tema della sostenibilità è ormai dominante anche nelle scelte di investimento, ed è un elemento che influenza positivamente ed attrae gli investitori quando presente in un progetto.

Ciò che emerge, inoltre, è che il crowdfunding ha tutte le caratteristiche per poter rappresentare ancor di più il mezzo attraverso il quale gli imprenditori possono portare avanti le loro idee e i loro progetti verso pratiche più sostenibili. Il crowdfunding può avere un ruolo nella tanto perseguita transizione verso la sostenibilità, intesa come transizione ecologica, sociale ed economica. Le motivazioni di questo ruolo nei confronti della sostenibilità, come abbiamo analizzato dalle varie teorie, è dovuto a tre motivi principali: il primo è che gli imprenditori sociali, cioè coloro che portano avanti iniziative sostenibili, si rivolgono alle piattaforme di crowdfunding per accedere a finanziamenti che hanno difficoltà ad ottenere da finanziari tradizionali; il secondo è che gli investitori che si trovano sulle piattaforme del crowdfunding sono spinti da motivazioni sociali e psicologiche e ponderano le loro scelte di finanziamento sulla base di norme morali o etiche, ritenendole più importanti del rendimento finanziario stesso, ed essendo più propensi a sostenere iniziative sostenibili e sociali. Il terzo motivo riguarda il ruolo che hanno gli imprenditori e innovatori sociali, che sono coloro che riescono per primi a portare un cambiamento radicale nella società tramite le innovazioni di nicchia, e hanno maggiore disponibilità a sostenere le innovazioni emergenti nell'ambito della sostenibilità.

Le prospettive future sul crowdfunding come mezzo di supporto per le iniziative sostenibili sono dunque molto positive se si considera, come già discusso, l'emergere di forme di crowdfunding come il civic, il corporate o l'energy crowdfunding che nascono con lo scopo di perseguire determinati scopi sociali e ambientali.

In conclusione, il risultato dell'analisi ci ha confermato che l'elemento sostenibilità è un fattore che aumenta la probabilità di successo di un progetto e che, dunque, gli investitori sono più propensi a sostenere finanziariamente iniziative sostenibili.

Per quanto riguarda gli investitori, è evidente che in questi ultimi anni sia nata una forte consapevolezza sull'importanza delle tematiche sostenibili, e i primi risultati dimostrano che l'interesse da parte degli stessi nel preferire il finanziamento di imprese, attività o progetti che perseguano obiettivi sostenibili è sufficientemente alto. Le previsioni confermano che ci sarà sempre più una crescita del tema sostenibile nei mercati finanziari, nelle imprese e per gli investitori.

