

Corso di laurea in Banche e Intermediari Finanziari

Cattedra di Finanza Aziendale Avanzata

IL CROWDFUNDING: FATTORI CRITICI
DI SUCCESSO PER LE INIZIATIVE DI
RACCOLTA FONDI

Relatore: Arturo Capasso

Correlatore: Alberto Cybo Ottone

Candidato: Riccardo Viceré 776551

Anno Accademico 2024/2025

Indice

Introduzione	1
Capitolo I - Le fonti di finanziamento delle PMI	4
1.1 <i>Il canale bancario</i>	4
1.2 <i>Accesso al credito pre e post crisi finanziaria del 2008</i>	7
1.3 <i>Metodi alternativi di finanziamento</i>	11
1.3.1 <i>I Minibond</i>	11
1.3.2 <i>Invoice trading.....</i>	15
1.3.3 <i>Direct lending</i>	18
1.3.4 <i>Private equity e Venture Capital.....</i>	20
Capitolo II - Il Crowdfunding e i fattori di successo delle campagne	24
2.1 <i>Definizione e caratteristiche del crowdfunding.....</i>	24
2.2 <i>Le principali tipologie di crowdfunding.....</i>	30
2.2.1 <i>Equity-based.....</i>	31
2.2.2 <i>Reward-based</i>	34
2.2.3 <i>Lending-based</i>	36
2.2.4 <i>Donation-based.....</i>	38
2.3 <i>Il funzionamento delle piattaforme</i>	41
2.3.1 <i>Kickstarter</i>	43
2.3.2 <i>CrowdFundMe.....</i>	47
Capitolo III - Il processo di una campagna	49
3.1 <i>Obiettivi e soglia di finanziamento</i>	53
3.2 <i>Come si determina la soglia: criteri economici, comunicativi e di governance ..</i>	58
3.3 <i>Implicazioni operative: come obiettivo e soglia influenzano il successo.....</i>	60
3.4 <i>Struttura della comunicazione e storytelling</i>	61
3.5 <i>Social network e partecipazione della community</i>	62
3.6 <i>Reputazione e fiducia</i>	63
Capitolo IV - La composizione dei team	63

4.1 Premessa e obiettivi del capitolo	64
4.2 Il team come segnale informativo nelle campagne di crowdfunding	65
4.3 Dimensione del team (team size) e background formativo	65
4.4 Esperienza imprenditoriale, industriale e industry expertise	67
4.5 Skill diversity, gender diversity e diversità demografica	68
4.6 La struttura dei ruoli nel team: funzioni tipiche, responsabilità e competenze richieste	69
4.7 La reputazione del team e il ruolo della credibilità esterna	71
4.8 Soft skills e capacità comunicative del team	71
4.9 Coesione interna del team e governance	72
4.10 Advisor e figure esterne di supporto	72
4.11 Il team nella fase pre-campagna, durante la campagna e post-campagna	73
4.12 Ulteriori caratteristiche rilevanti	73
4.13 Considerazioni conclusive	74
Capitolo V - Analisi empirica	75
5.1 Obiettivi dell'analisi	75
5.2 Fonti dei dati	75
5.2.1 Dati dalle piattaforme	75
5.2.2 Criteri di selezione	76
5.2.3 Descrizione del dataset	76
5.3 Variabili analizzate	77
5.4 Pulizia e preparazione del dataset	78
5.5 Modello di analisi	78
5.6 Risultati dell'analisi	79
5.6.1 Modello base (Modello 1)	79
5.6.2 Modello completo (Modello 2)	80
5.6.3 Diagnostica: multicollinearità ed eteroschedasticità	81
5.6.4 Modello logaritmico (Modello 3) e verifiche di robustezza	81
5.6.5 Modello logit sul successo (analisi complementare)	82
5.7 Discussione dei risultati	83

<i>5.8 Limiti della ricerca e sviluppi futuri</i>	84
<i>5.9 Implicazioni operative per imprese e piattaforme</i>	85
<i>5.9.1 Implicazioni per le imprese</i>	85
<i>5.9.2 Implicazioni per le piattaforme</i>	86
Conclusioni	87
Bibliografia	91

Introduzione

Negli ultimi decenni, la trasformazione digitale ha inciso profondamente sulle modalità di finanziamento delle imprese, favorendo la nascita e la diffusione di strumenti alternativi rispetto ai canali tradizionali, come il credito bancario e i mercati finanziari regolamentati. In questo scenario, il crowdfunding si è affermato come una delle innovazioni più significative nel panorama della finanza imprenditoriale, consentendo a startup e PMI di raccogliere risorse economiche attraverso piattaforme online e tramite il coinvolgimento di una platea ampia e potenzialmente globale di soggetti finanziatori. L'evoluzione del crowdfunding si inserisce all'interno di un processo più ampio di diffusione dell'accesso al capitale, grazie al quale l'innovazione tecnologica consente di ridurre i costi di transazione, aumentare la visibilità dei progetti e facilitare l'incontro tra domanda e offerta di finanziamento.

Tra le diverse forme di crowdfunding, l'equity crowdfunding rappresenta una modalità particolarmente rilevante, in quanto consente agli investitori di acquisire una quota del capitale sociale dell'impresa proponente, diventando di fatto soci della società. Tale meccanismo, sebbene presenti analogie con il private equity e con il venture capital, si distingue per la sua natura digitale e per la possibilità di coinvolgere anche investitori non professionali, ampliando significativamente la base potenziale di finanziatori. L'equity crowdfunding ha assunto crescente importanza soprattutto nel contesto europeo e italiano, dove le istituzioni hanno progressivamente introdotto quadri normativi dedicati, finalizzati a favorire la crescita di questo mercato e al contempo a garantire adeguati livelli di trasparenza e tutela per gli investitori.

Il crescente interesse verso l'equity crowdfunding ha portato la letteratura accademica a interrogarsi sui principali fattori determinanti della riuscita delle campagne di raccolta. Un elemento centrale di tale dibattito riguarda la presenza di asimmetrie informative tra imprese e investitori: nelle piattaforme di crowdfunding, infatti, gli investitori dispongono generalmente di informazioni limitate rispetto a quelle disponibili nei mercati regolamentati o nei processi tradizionali di investimento. Questa condizione può generare incertezza e rischio percepito, influenzando in modo significativo le decisioni di investimento. Di conseguenza, assume particolare rilevanza lo studio dei segnali

informativi che le imprese possono trasmettere al mercato attraverso caratteristiche osservabili e facilmente interpretabili.

In tale contesto, la composizione del team imprenditoriale emerge come uno dei principali fattori qualitativi potenzialmente in grado di incidere sulla fiducia degli investitori e sulla performance della campagna. La letteratura sul capitale umano e sull'imprenditorialità sottolinea come la qualità del team di fondatori rappresenti una risorsa fondamentale per la crescita e la sopravvivenza dell'impresa, soprattutto nelle fasi iniziali. Competenze manageriali, esperienza imprenditoriale pregressa, background formativo, diversità di competenze e diversità demografica possono contribuire a rafforzare la capacità di un'impresa di realizzare il proprio progetto, riducendo il rischio di fallimento e aumentando la credibilità nei confronti degli investitori. All'interno delle piattaforme di equity crowdfunding, queste informazioni assumono spesso il ruolo di veri e propri segnali di qualità, poiché costituiscono una parte significativa delle informazioni pubblicamente accessibili agli investitori.

L'obiettivo principale della presente tesi è analizzare il crowdfunding, con particolare riferimento all'equity crowdfunding, approfondendo in modo specifico l'influenza della composizione dei team imprenditoriali sulla riuscita delle campagne di raccolta fondi. L'analisi mira a comprendere se alcune caratteristiche del team siano statisticamente associate a una maggiore capacità di raccolta e, in particolare, se la presenza di competenze diversificate e di esperienza imprenditoriale pregressa possa favorire una performance migliore in termini di percentuale di fondi raccolti rispetto al target prefissato. Tale impostazione si distingue da molti studi che considerano esclusivamente il successo come variabile dicotomica (raggiungimento o meno del target), poiché consente di valutare la performance in modo più dettagliato e continuo, cogliendo anche il fenomeno dell'overfunding, ossia la capacità di superare ampiamente l'obiettivo di raccolta.

Dal punto di vista metodologico, il lavoro combina una revisione della letteratura con un'analisi empirica basata su un dataset originale. I dati utilizzati sono stati raccolti direttamente dalle piattaforme di crowdfunding e organizzati in un database comprendente 250 campagne di equity crowdfunding nel periodo 2015–2025. Il dataset include variabili relative alle caratteristiche della campagna (target economico,

percentuale di equity offerta, settore di appartenenza, anno della campagna) e numerose variabili relative al team imprenditoriale (dimensione del team, percentuale di membri con formazione magistrale o master, percentuale di membri con esperienza imprenditoriale, diversità di competenze e diversità di genere). L'analisi quantitativa è stata sviluppata mediante modelli di regressione lineare (OLS), con l'inclusione progressiva di variabili di controllo, e con l'utilizzo di test diagnostici e stime robuste per garantire l'affidabilità dei risultati.

In conclusione, la presente tesi intende contribuire al dibattito accademico sul crowdfunding e sulla finanza imprenditoriale, fornendo evidenza empirica sull'importanza del capitale umano e della composizione del team come determinanti della performance delle campagne di equity crowdfunding. Comprendere quali caratteristiche risultino più rilevanti può offrire indicazioni utili non solo alla letteratura, ma anche agli imprenditori che intendono avviare una campagna, alle piattaforme che selezionano e presentano i progetti e agli investitori che devono valutare opportunità in contesti caratterizzati da elevata incertezza e informazione imperfetta.

Capitolo I - Le fonti di finanziamento delle PMI

All'interno di questo primo capitolo verranno analizzati i metodi di finanziamento utilizzati dalle PMI in Italia, analizzando sia quello che rappresenta il tradizionale metodo per reperire capitale storicamente usato dalle imprese italiane (canale bancario), sia i metodi alternativi nati per merito del processo di digitalizzazione e di innovazione tecnologica che, da diversi anni, stanno rivoluzionando il modo di reperire capitali favorendo la raccolta tra un pubblico più vasto di investitori e con condizioni meno stringenti rispetto al canale tradizionale. La convenienza, oltre che la maggiore facilità di accesso a queste fonti di finanziamento, sta portando sempre più imprese a rivolgersi a questi metodi alternativi. All'interno di questo elaborato verrà analizzato nello specifico il crowdfunding con l'obiettivo di descriverne i principali fattori di successo e vedere come le caratteristiche di chi lavora dietro alle campagne può influenzare il raggiungimento del target della raccolta fondi.

1.1 Il canale bancario

Le banche hanno storicamente svolto un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese italiane, configurandosi come il principale intermediario tra risparmio e investimento. Nel corso del tempo, tuttavia, il rapporto tra sistema bancario e imprese ha subito profonde trasformazioni, determinate da cambiamenti di natura economica, istituzionale e regolamentare.

Agli inizi del XX secolo, il significativo ritardo dell'Italia nel processo di industrializzazione rispetto ai principali Paesi europei indusse le autorità e gli operatori finanziari ad adottare soluzioni straordinarie per sostenere lo sviluppo del tessuto produttivo nazionale. In tale contesto, le banche assunsero un ruolo attivo nel finanziamento delle imprese industriali, dando origine a un modello di stretta interconnessione tra intermediari creditizi e imprese, comunemente definito in letteratura come "*gemellanza siamese*". Attraverso questo modello, le banche non si limitavano a concedere credito, ma acquisivano partecipazioni dirette nel capitale delle imprese

finanziate, senza che esistessero limiti normativi stringenti all'esposizione verso un singolo soggetto, né criteri strutturati di valutazione del merito creditizio o specifici organi di vigilanza in grado di monitorare il crescente grado di interdipendenza.

L'assenza di adeguati meccanismi di controllo e la forte commistione tra attività bancaria e industriale resero il sistema particolarmente vulnerabile agli shock economici. Tale fragilità emerse in modo evidente con la crisi del 1929, che ebbe origine da una contrazione della domanda e si tradusse rapidamente in difficoltà diffuse per le imprese nel rimborso dei debiti contratti. Poiché le banche risultavano fortemente esposte non solo come finanziatori, ma anche come azionisti delle stesse imprese debitorie, la crisi si propagò dall'economia reale al sistema finanziario. L'interdipendenza strutturale tra banche e imprese amplificò gli effetti della crisi, determinando un trasferimento diretto delle difficoltà produttive ai bilanci bancari e contribuendo a una crisi finanziaria di portata sistemica.

La crisi del 1929 mise in evidenza le profonde fragilità strutturali del sistema bancario italiano e rese necessario un intervento normativo organico volto a ristabilire la stabilità finanziaria e a ridefinire in modo più chiaro il rapporto tra banche e imprese. In questo contesto si colloca l'emanazione della legge bancaria del 1936, che segnò una svolta fondamentale nell'assetto del sistema creditizio nazionale e determinò un radicale mutamento del quadro di riferimento entro cui operavano gli intermediari finanziari.

La riforma introdusse una netta distinzione tra aziende di credito e istituti di credito speciale, attribuendo a ciascuna categoria funzioni specifiche e ben delimitate. Le aziende di credito vennero autorizzate a svolgere prevalentemente attività di raccolta del risparmio a vista o a breve termine e di concessione di finanziamenti di pari durata, mentre agli istituti di credito speciale fu affidato il compito di sostenere gli investimenti a medio e lungo termine¹. Questi ultimi reperivano le risorse necessarie principalmente attraverso forme di risparmio vincolato e, in misura significativa, mediante l'emissione di

¹ R.Costi, "*Banca Impresa Società*", Il Mulino (2012), p. 353, <https://www-rivisteweb-it.eu1.proxy.openathens.net/doi/10.1435/73081>

obbligazioni, configurandosi come intermediari specializzati nel finanziamento dello sviluppo industriale e infrastrutturale.

L'obiettivo centrale della riforma era quello di eliminare uno dei principali fattori di instabilità emersi nel periodo precedente, ossia il problema della trasformazione delle scadenze, intesa come l'emissione di passività a breve termine a fronte di attività con scadenze più lunghe². Tale pratica, ampiamente diffusa prima della crisi, aveva esposto le banche a gravi rischi di liquidità e aveva amplificato gli effetti negativi degli shock economici, come dimostrato drammaticamente dagli eventi del 1929. La separazione funzionale introdotta dalla legge del 1936 mirava dunque a ridurre il rischio sistemico, rafforzando la solidità degli intermediari e limitando l'interconnessione eccessiva tra credito a breve e finanziamento degli investimenti di lungo periodo.

Gli effetti della legge bancaria del 1936 furono profondi e duraturi. Per diversi decenni, essa contribuì a garantire una relativa stabilità del sistema finanziario italiano, favorendo una crescita ordinata del credito e un controllo più stringente sull'operatività degli intermediari. Il nuovo assetto rafforzò il ruolo dello Stato nella regolamentazione del settore bancario e pose le basi per un sistema fortemente regolamentato, caratterizzato da una vigilanza accentrata e da una limitata concorrenza tra istituti. In questo quadro, il credito bancario assunse una funzione prevalentemente prudenziale, orientata più alla tutela della stabilità che all'innovazione finanziaria.

Tuttavia, se da un lato la riforma del 1936 ridusse sensibilmente i rischi di instabilità, dall'altro contribuì a irrigidire il sistema creditizio, limitando la flessibilità operativa delle banche e rafforzando la separazione tra le diverse forme di finanziamento. Nel corso del tempo, questo modello mostrò crescenti limiti, soprattutto a partire dagli anni Settanta e Ottanta, quando l'evoluzione dei mercati finanziari internazionali e l'aumento della concorrenza resero evidente la necessità di un sistema più dinamico e integrato.

A partire dagli anni Novanta, il processo di integrazione europea e l'armonizzazione delle normative finanziarie portarono a una progressiva revisione dell'impianto originario della

² P.Bologna, *“Trasformazione delle scadenze da parte delle banche: Rischio, rendimento e regolamentazione”*, Banca D'Italia (2017), <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1159/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

legge del 1936. Le riforme culminarono con l'adozione del Testo Unico Bancario del 1993, che sancì il superamento del modello di specializzazione funzionale e introdusse il principio della banca universale, consentendo agli intermediari di svolgere un'ampia gamma di attività finanziarie.

In sintesi, l'evoluzione del rapporto tra banche e imprese in Italia è stata profondamente influenzata dagli assetti istituzionali e regolamentari che si sono succeduti nel corso del Novecento. Dalla fase iniziale di forte interdipendenza tra intermediari e imprese industriali, si è passati a un modello rigidamente regolamentato con la legge bancaria del 1936, volto a garantire stabilità e a ridurre i rischi sistemici, fino al progressivo superamento di tale impianto con l'introduzione del principio di banca universale nei primi anni Novanta. Questo percorso ha contribuito a rafforzare il ruolo del sistema bancario come principale fonte di finanziamento delle imprese italiane, consolidando un modello fortemente bancocentrico.

Tuttavia, l'evoluzione normativa e istituzionale non esaurisce l'analisi del rapporto banca-impresa. A partire dagli anni Duemila, il contesto macroeconomico favorevole e l'abbondanza di liquidità hanno sostenuto una fase di espansione del credito bancario alle imprese, profondamente diversa da quella che si è affermata successivamente alla crisi finanziaria globale del 2008. Il prossimo paragrafo si concentrerà dunque sull'andamento dei prestiti bancari alle imprese nel periodo pre-crisi e sulle profonde discontinuità emerse nel sistema creditizio italiano a seguito dello shock finanziario, con particolare attenzione alle implicazioni per le piccole e medie imprese.

1.2. Accesso al credito pre e post crisi finanziaria del 2008

Nel periodo precedente alla crisi finanziaria globale del 2008, il sistema bancario italiano ha rappresentato la principale fonte di finanziamento per le imprese, e in particolare per le piccole e medie imprese, che costituiscono la componente predominante del tessuto produttivo nazionale. Tale configurazione rifletteva un modello di intermediazione fortemente bancocentrico, nel quale il credito bancario svolgeva un ruolo essenziale nel sostenere sia gli investimenti produttivi sia il fabbisogno di capitale circolante. Come evidenziato nelle analisi della Banca d'Italia, negli anni Duemila l'offerta di credito alle

imprese beneficiava di condizioni macroeconomiche relativamente favorevoli, di un contesto di liquidità abbondante e di una percezione del rischio complessivamente contenuta.

Tra l'inizio degli anni Duemila e il 2007, i prestiti bancari alle società non finanziarie hanno mostrato una dinamica espansiva, con tassi di crescita positivi e relativamente stabili. In questa fase, l'accesso al credito per le PMI risultava generalmente agevole e non emergevano forti segnali di razionamento creditizio. Le banche, sostenute da un contesto economico favorevole e da livelli contenuti di crediti deteriorati, tendevano ad adottare criteri di valutazione del merito creditizio meno stringenti rispetto agli anni successivi. Il relationship lending, fondato su rapporti di lungo periodo e su una conoscenza diretta dell'imprenditore, continuava a svolgere un ruolo rilevante nel facilitare l'erogazione dei prestiti, soprattutto a livello territoriale³.

In questo contesto, le differenze nell'accesso al credito tra imprese di diversa dimensione risultavano relativamente contenute. Le statistiche aggregate mostrano che la crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie rifletteva una distribuzione abbastanza omogenea tra micro, piccole e medie imprese, suggerendo che il sistema bancario fosse in grado di assorbire il rischio associato al finanziamento delle realtà imprenditoriali più piccole. L'espansione del credito nel periodo pre-crisi era parte di una dinamica più ampia di crescita finanziaria che, sebbene sostenesse l'attività economica, celava al tempo stesso vulnerabilità strutturali destinate a emergere con la crisi⁴.

Lo scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008 ha segnato una brusca discontinuità rispetto al modello di finanziamento prevalente nel periodo precedente. La crisi ha colpito il sistema bancario italiano attraverso molteplici canali: il deterioramento della qualità del credito, l'aumento dei crediti deteriorati, le tensioni sulla raccolta e il rafforzamento dei requisiti prudenziali. In questo nuovo contesto, la capacità delle banche di sostenere

³ P. Russo, V. Nigro, S. Pastorelli, *"Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model"*, Banca d'Italia, (2022), <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2022/2022-1383/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>

⁴ Banca d'Italia, *"Metodi e fonti: Note metodologiche"*, Banche e moneta: Serie nazionali, (2025), https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-note/metodi-note-2025/BAM_note-met_it_20250909.pdf

l'offerta di credito si è significativamente ridotta, dando origine a una fase prolungata di contrazione dei prestiti alle imprese.

Secondo le evidenze riportate dalla Banca d'Italia, a partire dal 2009 la crescita dei prestiti bancari alle imprese è diventata negativa e tale dinamica si è protratta per diversi anni. Questo cambiamento non è stato imputabile esclusivamente a una riduzione della domanda di credito da parte delle imprese, ma ha riflesso anche un marcato irrigidimento delle condizioni di offerta. Le banche, impegnate nel rafforzamento patrimoniale e nella riduzione della leva finanziaria, hanno adottato politiche di prestito più prudenti e selettive, con effetti particolarmente rilevanti per le imprese di minori dimensioni⁵.

Uno degli aspetti più rilevanti emersi dalla letteratura empirica riguarda l'impatto asimmetrico della crisi sul finanziamento delle PMI rispetto alle imprese di maggiori dimensioni. Le analisi condotte dalla Banca d'Italia mostrano che, nel periodo post-crisi, la contrazione dei prestiti è stata significativamente più intensa per le micro e piccole imprese. In particolare, tra il 2009 e la metà degli anni 2010, i prestiti alle micro-imprese hanno registrato una riduzione molto più marcata rispetto a quelli concessi alle imprese medio-grandi (Banca d'Italia, Temi di Discussione).

Questa dinamica riflette una maggiore vulnerabilità strutturale delle PMI, che presentano livelli di capitalizzazione più bassi, una maggiore dipendenza dal ciclo economico e una minore disponibilità di informazioni finanziarie standardizzate. Di conseguenza, nel contesto post-crisi, tali imprese sono state percepite come più rischiose dalle banche, che hanno reagito riducendo l'esposizione creditizia o richiedendo condizioni più onerose in termini di garanzie e pricing. Le evidenze empiriche indicano che una quota rilevante della riduzione del credito alle PMI è riconducibile a fattori di offerta piuttosto che a una contrazione della domanda.

Un ulteriore elemento che ha contribuito al cambiamento del modello di finanziamento delle PMI nel periodo post-crisi è rappresentato dal rafforzamento della regolamentazione prudenziale. L'implementazione degli accordi di Basilea II e, successivamente, di Basilea III ha aumentato il peso dei requisiti patrimoniali e ha reso più sensibile il costo del credito al profilo di rischio del debitore. In questo quadro, il finanziamento delle PMI è risultato

⁵ P. Russo, V. Nigro, S. Pastorelli, "*Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*", cit.

relativamente più oneroso per le banche rispetto a quello delle imprese di maggiori dimensioni, inducendo una riallocazione del credito verso soggetti percepiti come meno rischiosi. Il necessario rafforzamento della stabilità del sistema finanziario ha comportato, nel breve periodo, un trade-off tra solidità delle banche e capacità di sostenere l'economia reale. Le PMI, in quanto maggiormente dipendenti dal credito bancario, hanno risentito in modo più accentuato di questo processo di aggiustamento, trovandosi spesso a fronteggiare una maggiore difficoltà di accesso ai finanziamenti⁶.

Nel confronto tra il periodo pre-crisi e quello successivo al 2008 emerge dunque una profonda trasformazione del modello di finanziamento bancario delle PMI italiane. Se negli anni Duemila il credito bancario rappresentava una fonte abbondante e relativamente accessibile, nel periodo post-crisi esso è diventato più selettivo, maggiormente condizionato dalla solidità patrimoniale dell'impresa e dalla qualità delle informazioni disponibili. Questo cambiamento ha contribuito a ridefinire il rapporto tra banche e PMI, riducendo il ruolo del relationship lending tradizionale e aumentando l'importanza di criteri quantitativi e standardizzati nella valutazione del merito creditizio.

Allo stesso tempo la crisi ha stimolato un ripensamento complessivo del ruolo del sistema finanziario, rafforzando il dibattito sulla necessità di affiancare al credito bancario tradizionale forme alternative di finanziamento. In questo senso, la difficoltà di accesso al credito bancario nel periodo post-crisi ha rappresentato uno dei principali fattori alla base dello sviluppo di strumenti complementari, come il private debt, il crowdfunding e altre forme di finanza alternativa.

⁶ F. Panetta, *"A financial system for growth"*, Banca d'Italia (2014), https://www.google.com/search?q=Fabio+Panetta%2C+A+Financial+System+for+Growth&rlz=1C5CHF A_enIT1083NL1134&oq=Fabio+Panetta%2C+A+Financial+System+for+Growth&gs_lcrp=Eg

1.3 Metodi alternativi di finanziamento

1.3.1 I Minibond

I minibond sono titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati che, a fronte della raccolta di capitale, offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole⁷.

L'introduzione dei minibond nel panorama finanziario italiano rappresenta uno dei passaggi più significativi nel processo di ampliamento e diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI⁸. Questo particolare titolo di debito è stato introdotto nell'ambito di una riforma regolamentare del 2012, nota come "Riforma dei minibond"⁹, con l'obiettivo di rendere più accessibile il ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese non quotate.

Accanto a rilevanti innovazioni di natura civilistica e fiscale, che hanno reso alcuni strumenti finanziari sensibilmente più competitivi, la riforma ha svolto un'importante funzione informativa, contribuendo a diffondere la conoscenza di canali di finanziamento alternativi al credito bancario. Tali strumenti, infatti, pur essendo già previsti e ammessi dall'ordinamento nazionale, risultavano scarsamente utilizzati nella prassi operativa.

Tra le principali novità della riforma si colloca l'ampliamento delle possibilità di emissione di obbligazioni da parte delle imprese. In deroga ai limiti quantitativi previsti dall'art. 2412 c.c.¹⁰, è oggi consentito superare il tetto massimo di emissione in casi particolari, tra cui rientrano: la quotazione anche solo della mera obbligazione su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, a prescindere dal fatto che la società

⁷ Politecnico di Milano, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, in *Osservatori Entrepreneurship & finance*, 2019, p. 9.

⁸ F. Bertacchini, A. G. Grasso, E. Lugli, I. Russo, *Minibond and earnings management: leveraging the signaling effect of minibond listing*, in *Review of Managerial Science*, 2025, p. 1381.

⁹ Si fa riferimento al D.L. 22 giugno 2012, n. 83 ("Decreto Sviluppo") e alle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, ("Decreto Sviluppo Bis"), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano "Destinazione Italia") e dal D.L. 24 giugno 2014 n. 91 ("Decreto Competitività").

¹⁰ Ai sensi del quale le società per azioni potevano emettere obbligazioni per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

emittente sia anch'essa quotata, oppure la sottoscrizione esclusiva dello strumento da parte di investitori professionali¹¹.

Accanto alle obbligazioni corporate tradizionali, la riforma ha incluso nel perimetro dei minibond anche strumenti di natura “ibrida”, ovvero a metà strada tra il debito puro e il capitale azionario. Queste obbligazioni, infatti, permettono al possessore, alle condizioni stabilite inizialmente, di cambiare la natura del proprio rapporto, trasformandolo da creditizio a partecipativo¹².

L'estensione della possibilità di emettere tali strumenti anche alle PMI non quotate ha ampliato il ventaglio di soluzioni finanziarie disponibili, rendendo i minibond particolarmente adatti a sostenere progetti di sviluppo a medio-lungo termine.

Dal punto di vista fiscale, la riforma ha introdotto un regime di favore sia per gli emittenti sia per gli investitori, rafforzando l'attrattività dei minibond sul mercato. In particolare, è stata prevista la piena deducibilità degli interessi passivi entro i limiti stabiliti dalla normativa vigente, nonché l'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi per determinate categorie di investitori qualificati. Queste misure hanno contribuito a ridurre il costo complessivo del finanziamento per le imprese e ad incentivare la partecipazione di investitori istituzionali.

L'introduzione dei minibond ha inoltre stimolato la nascita di nuovi intermediari specializzati, in particolare fondi di investimento focalizzati sul cosiddetto *private debt*. Questi operatori svolgono un ruolo cruciale nel processo di selezione, valutazione e monitoraggio delle imprese emittenti, contribuendo non solo all'apporto di risorse finanziarie, ma anche al miglioramento delle pratiche di governance e di reporting aziendale. In questo senso, l'emissione di minibond non rappresenta soltanto un'alternativa al finanziamento bancario, ma anche un'occasione di crescita qualitativa per le imprese, chiamate ad adottare standard informativi più elevati e una maggiore trasparenza nei confronti del mercato¹³.

¹¹ A. Gervasoni, V. Lanfranchi, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato, Rivista di Economia, Cultura e Ricerca Sociale*, 2015, pp. 280-283.

¹² In tal modo, il possessore si spoglia della qualità di creditore e diventa a tutti gli effetti socio.

¹³ A. Gervasoni, V. Lanfranchi, *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, cit., pp. 282-286.

Il processo di emissione di un minibond si articola generalmente in una fase preliminare di valutazione della fattibilità dell'operazione, seguita dalla strutturazione delle caratteristiche del prestito e dall'attività di marketing verso potenziali investitori. Nel complesso, l'iter risulta relativamente rapido rispetto alle tradizionali emissioni obbligazionarie sui mercati regolamentati e consente alle imprese di beneficiare non solo dell'afflusso di nuove risorse finanziarie, ma anche di un rafforzamento della propria reputazione e visibilità sul mercato¹⁴.

In particolare, per l'emissione di minibond è generalmente necessaria la predisposizione di un business plan volto a illustrare le motivazioni alla base della necessità di raccolta di capitale. In tale contesto, assume un ruolo centrale la stima prospettica della capacità dell'impresa di generare flussi di cassa, elemento essenziale per dimostrare ai potenziali investitori la sostenibilità dell'indebitamento.

Successivamente, è necessario il coinvolgimento di professionisti legali per la strutturazione del contratto di finanziamento, al fine di prevenire rischi di natura giuridica o contenziosa.

La fase di collocamento dei minibond può avvenire mediante il contatto diretto con investitori istituzionali e operatori specializzati, quali fondi di private debt, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio e istituti bancari, oppure attraverso il supporto di arranger, i quali assistono l'emittente in tutte le fasi dell'operazione e dispongono di una rete consolidata di potenziali sottoscrittori.

Un contributo significativo all'intero processo può derivare anche da soggetti pubblici e para-pubblici, quali le Camere di Commercio, Innexa – Consorzio Camerale Credito e Finanza, le finanziarie regionali e i Consorzi Fidi, i quali svolgono un ruolo sempre più attivo nel promuovere la finanza alternativa a favore delle PMI. Questi enti possono fornire supporto informativo e tecnico o intervenire direttamente attraverso agevolazioni, voucher, operazioni di co-investimento o strumenti di garanzia. In tale ambito si inserisce anche l'azione della Cassa Depositi e Prestiti, che dal 2019 ha avviato specifici programmi di sostegno al finanziamento delle PMI tramite minibond.

¹⁴ A. Croce, A. Quas, F. Tenca, *SME's bond issuance and access to bank credit: evidence from Italy*, in *Review of Managerial Science*, 2025, pp. 507-509.

Per quanto concerne la determinazione della remunerazione offerta agli investitori, è necessario un confronto con il mercato, spesso mediato dall'arranger, al fine di definire il livello della cedola e le eventuali garanzie accessorie che l'impresa può prestare.

Queste garanzie, che possono assumere la forma di pegni su beni immobili, sul magazzino o su altri asset aziendali, contribuiscono a ridurre il rischio per gli investitori e, di conseguenza, il costo complessivo del capitale. Un ulteriore elemento di credibilità può essere rappresentato dall'ottenimento di un rating da parte di un'agenzia specializzata, finalizzato ad una valutazione oggettiva del merito creditizio dell'emittente¹⁵.

Infine, i minibond possono essere oggetto quotazione su un mercato regolamentato o rimanere non quotati. In talia, nel febbraio 2013, Borsa Italiana ha istituito un apposito sistema multilaterale di negoziazione denominato ExtraMOT PRO, riservato esclusivamente agli investitori professionali e progettato per l'emissione di obbligazioni e altri titoli di debito da parte di società non quotate, PMI o emissioni di importo inferiore a 50 milioni di euro. Questo sistema aumenta la visibilità delle imprese emittenti e consente loro di beneficiare di una riduzione dei costi di finanziamento tramite debito pubblico. La commissione di quotazione per le obbligazioni ordinarie è pari a 2500 euro; qualora il titolo sia già quotato su altri mercati (ad esempio nell'ambito di una procedura di doppia quotazione), la commissione è ridotta a 500 euro. Per il collocamento dei minibond, la commissione è pari a una percentuale decrescente del valore dell'emissione, compresa tra lo 0,0025% e lo 0,01%, con un importo minimo di 4.500 euro.

Rispetto ai mercati aperti anche agli investitori retail, ExtraMOT PRO presenta requisiti di accesso meno stringenti, non essendo soggetto alla disciplina europea in materia di prospetti informativi e non richiedendo l'autorizzazione preventiva dell'autorità di vigilanza. Ciò consente una significativa riduzione dei tempi di ammissione alla quotazione, che in molti casi si conclude entro pochi giorni lavorativi. Restano tuttavia garantiti adeguati livelli di trasparenza attraverso la pubblicazione di un Documento di

¹⁵ Politecnico di Milano, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, cit., pp. 9-11.

Ammissione, dei bilanci degli ultimi esercizi e, ove presente, del rating attribuito all'emittente o al titolo¹⁶.

1.3.2 Invoice trading

Nel contesto del sistema finanziario italiano, caratterizzato storicamente da una forte dipendenza delle imprese dal credito bancario, il tema del finanziamento del capitale circolante ha assunto un'importanza crescente, soprattutto per le piccole e medie imprese. La struttura produttiva italiana, infatti, è dominata da PMI che operano spesso con margini contenuti e con un'elevata esposizione ai ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali. Il divario temporale tra l'emissione della fattura e l'incasso effettivo rappresenta una delle principali fonti di tensione finanziaria per le imprese italiane, incidendo negativamente sulla liquidità disponibile e sulla capacità di sostenere investimenti e impegni finanziari nel breve periodo¹⁷.

Secondo l'analisi empirica condotta da su un campione di imprese italiane, il periodo medio di incasso dei crediti commerciali si colloca intorno ai 74 giorni, con valori particolarmente elevati in settori quali il commercio all'ingrosso, il commercio al dettaglio e alcuni comparti dei servizi¹⁸. Questi dati confermano come la gestione dei crediti commerciali costituisca un elemento critico per la sopravvivenza e la continuità operativa delle PMI, soprattutto in un contesto in cui l'accesso al credito bancario risulta sempre più selettivo. In tale scenario, l'invoice trading emerge come una risposta finanziaria mirata a esigenze di liquidità di breve periodo, consentendo alle imprese di trasformare rapidamente i crediti commerciali in risorse liquide.

Dal punto di vista concettuale, l'invoice trading si colloca nell'ambito delle forme di finanziamento basate sui crediti commerciali, ma si distingue dalle modalità tradizionali per l'utilizzo di piattaforme digitali che facilitano l'incontro tra imprese e investitori. Le piattaforme di invoice trading operano come mercati elettronici in cui le imprese cedono

¹⁶ A. Croce, A. Quas, F. Tenca, *SME's bond issuance and access to bank credit: evidence from Italy*, cit., pp. 507-509.

¹⁷ V. Vannoni, "Financing italian firms through invoice trading platforms", *International journal of Economics and Finance*, Vol. 12 (2020).

<https://pdfs.semanticscholar.org/84bd/d1efa1b4da26f9ede7d90ceed6a39cae1000.pdf>

¹⁸ V. Vannoni, "Financing italian firms through invoice trading platforms", cit.

Un elemento centrale dell’invoice trading è rappresentato dal meccanismo di valutazione del rischio. A differenza del credito bancario tradizionale, che si basa prevalentemente sull’analisi complessiva del merito creditizio dell’impresa, l’invoice trading concentra l’attenzione sulla singola fattura e, soprattutto, sull’affidabilità del debitore finale. Il rischio di insolvenza sia strettamente legato a variabili specifiche della fattura, quali la durata del credito, il tasso di interesse applicato e la percentuale anticipata rispetto al valore nominale. Questo approccio consente una valutazione più granulare del rischio e riduce le asimmetrie informative che penalizzano le PMI nei rapporti con gli intermediari bancari²⁰.

Nel contesto italiano, l'importanza dell'invoicing è ulteriormente rafforzata dalle caratteristiche strutturali delle imprese che vi ricorrono. Le imprese che utilizzano piattaforme di invoicing sono prevalentemente aziende mature, operanti nei settori manifatturiero e commerciale, con un fatturato medio significativo ma con difficoltà di accesso a forme di finanziamento bancario flessibili. I dati mostrano inoltre una forte

²¹ G. Dorfleitner, J. Rad, M. Weber, “Pricing in the online invoice trading market: First empirical evidence”, cit.

concentrazione geografica nel Nord Italia, in linea con la distribuzione del valore aggiunto e dell'attività industriale nel Paese²².

Un aspetto rilevante riguarda il tasso di accettazione delle richieste di finanziamento presentate alle piattaforme di invoice trading. Sebbene il numero di domande sia elevato, il tasso di successo risulta relativamente contenuto, principalmente a causa della bassa qualità creditizia di alcune imprese richiedenti. Questo elemento suggerisce che, pur rappresentando un canale alternativo al credito bancario, l'invoice trading non elimina del tutto la selezione basata sul rischio, ma la applica secondo criteri diversi e più mirati.

Dal punto di vista istituzionale, le piattaforme di invoice trading svolgono una funzione di intermediazione complessa, che va oltre la semplice messa in contatto tra domanda e offerta di capitale. Esse verificano le fatture, gestiscono i flussi informativi, monitorano le transazioni e contribuiscono alla creazione di un mercato secondario dei crediti commerciali. Questo ruolo rafforza la trasparenza del processo e aumenta la fiducia degli investitori, elementi fondamentali per lo sviluppo di mercati finanziari alternativi.

Un ulteriore elemento di interesse riguarda la dimensione del mercato dell'invoice trading a livello internazionale. Nonostante il volume complessivo delle transazioni sia ancora contenuto rispetto al factoring tradizionale, il tasso di crescita del settore è particolarmente elevato. In Europa continentale, ad esempio, il valore delle operazioni di invoice trading ha registrato tassi di crescita a tre cifre nel periodo precedente al 2017, segnalando un interesse crescente da parte di imprese e investitori²³.

L'invoice trading è uno strumento di finanziamento particolarmente adatto alle esigenze delle PMI, soprattutto per la gestione del capitale circolante. Pur non potendo sostituire integralmente il credito bancario, esso rappresenta un canale complementare che contribuisce a diversificare le fonti di finanziamento, ridurre la dipendenza dal sistema bancario e migliorare la resilienza finanziaria delle imprese.

²² V. Vannoni, *"Financing italian firms through invoice trading platforms"*, cit.

²³ D.T. Dziuba, *"Crowdfunding platforms in invoice trading as alternative financial markets"*, cit.

1.3.3 Direct lending

Negli ultimi anni il direct lending si è progressivamente affermato come una delle forme più rilevanti di finanziamento alternativo alle imprese, inserendosi nel più ampio ambito della cosiddetta finanza alternativa. Questo strumento consiste nell'erogazione diretta di prestiti da parte di soggetti non bancari, prevalentemente fondi di investimento specializzati, a favore di imprese non quotate²⁴. Il direct lending nasce come risposta strutturale ai limiti del sistema bancario tradizionale, che tende a privilegiare forme di credito standardizzate e sempre più vincolate da requisiti prudenziali stringenti.

Dal punto di vista definitorio, il direct lending può essere descritto come un'attività di concessione di credito svolta al di fuori del perimetro bancario, in cui il finanziatore assume direttamente il rischio di credito dell'impresa beneficiaria. Tale modello di finanziamento rientra nel segmento del *private credit* e si rivolge prevalentemente a imprese appartenenti al cosiddetto *middle market*, ossia società di dimensioni intermedie che presentano un fatturato generalmente compreso tra 20 e 250 milioni di euro, ovvero imprese che, pur mostrando fondamentali economici solidi, incontrano difficoltà nell'accesso al credito bancario tradizionale o ai mercati obbligazionari.

L'evoluzione del direct lending è strettamente legata ai profondi cambiamenti intervenuti nel sistema finanziario a partire dalla crisi finanziaria globale del 2008. L'inasprimento della regolamentazione bancaria, in particolare con l'introduzione dei requisiti patrimoniali e di liquidità previsti da Basilea III, ha ridotto la capacità delle banche di assumere rischio di credito. Questo processo ha determinato una progressiva contrazione dell'offerta di prestiti alle imprese, soprattutto a quelle di dimensioni medio-piccole, creando uno spazio di mercato che è stato occupato da operatori non bancari.

Dal punto di vista quantitativo, il direct lending rappresenta oggi la componente più significativa del mercato globale del *private credit*, arrivando a costituire oltre il 35% degli asset complessivamente gestiti in questo segmento. Il valore totale del mercato del *private credit* ha raggiunto i 1.800 miliardi di dollari, con tassi di crescita annuali a doppia

²⁴ Politecnico di Milano, “*La finanza alternativa per le PMI in Italia*”, pp.41-42, cit.

cifra nel periodo successivo al 2015²⁵. Questi dati confermano come il direct lending non rappresenti più un fenomeno marginale, ma una componente strutturale del sistema finanziario contemporaneo.

Per quanto riguarda le caratteristiche dei finanziamenti concessi, la maggior parte delle operazioni di direct lending è strutturata come finanziamento *senior secured*. In particolare, oltre il 70% dei prestiti presenta una forma di garanzia reale o privilegiata, mentre una quota crescente è rappresentata da strumenti *unitranche*, che combinano in un unico contratto caratteristiche di debito senior e subordinato. La durata media dei finanziamenti si colloca generalmente tra i 5 e i 7 anni, con piani di rimborso flessibili e covenant finanziari negoziati bilateralmente.

Nel contesto italiano, lo sviluppo del direct lending è stato più graduale rispetto ad altri Paesi europei, ma ha mostrato una crescita significativa negli ultimi anni. Tra il 2018 e il 2024 il valore complessivo delle operazioni di direct lending in Italia ha raggiunto i 28 miliardi di euro, con un numero crescente di transazioni realizzate da fondi specializzati, sia domestici sia internazionali²⁶. Le imprese beneficiarie operano prevalentemente nei settori manifatturiero, industriale e dei servizi alle imprese, confermando la vocazione del direct lending a sostenere il tessuto produttivo reale.

Un aspetto particolarmente rilevante riguarda la relazione tra direct lending e credito bancario. In molte delle operazioni analizzate, il finanziamento di direct lending si affianca a una componente di credito bancario, dando luogo a strutture di finanziamento miste. Questo dato suggerisce che il direct lending non si configura necessariamente come un sostituto del credito bancario, ma piuttosto come uno strumento complementare, in grado di rafforzare la capacità complessiva di finanziamento delle imprese e di ridurre la dipendenza da un unico canale.

Dal lato degli investitori, invece, il direct lending rappresenta un'asset class sempre più attrattiva visto che i rendimenti attesi dei fondi di direct lending si collocano mediamente

²⁵ Morgan Stanley, “L’evoluzione del direct lending”, p. 3, (2025), https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_evolutionofdirectlending-it.pdf

²⁶ BeBeez, “La volata del direct lending”, p.29, (2024), https://bebeez.it/wp-content/uploads/2024/09/BeBeez_Mag_24-compresso-compresso.pdf

tra il 6% e il 10% annuo (Alcuni fondi hanno addirittura superato il 15%), a seconda del profilo di rischio dell'operazione e della struttura del prestito²⁷. Tali rendimenti risultano significativamente superiori a quelli delle obbligazioni corporate investment grade, compensando il maggiore grado di illiquidità e il rischio di credito assunto dagli investitori.

La diffusione del direct lending contribuisce a una maggiore diversificazione del sistema finanziario, riducendo la centralità del canale bancario e favorendo una pluralità di soggetti finanziatori. In sistemi finanziari tradizionalmente bancocentrici, come quello italiano, il rafforzamento del direct lending è associato a una maggiore disponibilità di credito per le imprese di dimensioni medio-piccole, soprattutto in fasi di restrizione dell'offerta bancaria.

Nel complesso, il direct lending si configura come uno strumento destinato a svolgere un ruolo sempre più rilevante nel finanziamento delle imprese. Pur presentando alcuni limiti, legati principalmente al costo del finanziamento e alla minore trasparenza del mercato, esso rappresenta una componente fondamentale della finanza alternativa, contribuendo ad ampliare le opportunità di accesso al capitale, a diversificare le fonti di finanziamento e a rendere il sistema finanziario più articolato ed efficiente.

1.3.4 Private equity e Venture Capital

Nel contesto del sistema finanziario italiano, tradizionalmente caratterizzato da una forte dipendenza delle imprese dal credito bancario, il private equity e il venture capital rappresentano forme di finanziamento alternative basate sull'apporto di capitale di rischio. A differenza del finanziamento bancario, tali strumenti non prevedono l'obbligo di restituzione del capitale secondo un piano prefissato, ma implicano la partecipazione diretta dell'investitore al capitale dell'impresa e ai risultati economici futuri. Queste forme di finanziamento assumono un ruolo particolarmente rilevante per le piccole e medie imprese, soprattutto in presenza di progetti di crescita che richiedono risorse

²⁷ Morgan Stanley, "L'evoluzione del direct lending", p.12, cit.

finanziarie e competenze manageriali difficilmente reperibili attraverso i canali tradizionali.²⁸

Il venture capital si configura come un'attività di investimento in capitale di rischio rivolta prevalentemente a imprese nelle fasi iniziali del ciclo di vita, quali start-up e imprese early stage, caratterizzate da elevato potenziale di crescita ma anche da un livello di rischio particolarmente elevato. Il private equity, invece, tende a intervenire in imprese già avviate e operative, spesso nella fase di espansione, consolidamento o riorganizzazione, con l'obiettivo di accompagnarne lo sviluppo e valorizzarne il capitale nel medio-lungo periodo.

Nel caso delle PMI italiane, l'accesso a strumenti di private equity e venture capital è stato storicamente limitato da una serie di fattori strutturali infatti il tessuto produttivo italiano è caratterizzato da una prevalenza di imprese a controllo familiare, spesso restie ad aprire il capitale a investitori esterni per timore di perdere il controllo decisionale. A ciò si aggiunge una diffusa carenza di strutture manageriali formalizzate e di sistemi di reporting adeguati, elementi che rappresentano prerequisiti fondamentali per l'ingresso di investitori professionali. Nonostante tali criticità, il private equity e il venture capital hanno progressivamente acquisito un ruolo più rilevante nel finanziamento delle PMI italiane. Nel periodo più recente questi strumenti hanno continuato a canalizzare risorse significative verso le imprese, contribuendo a colmare, almeno in parte, il gap di finanziamento creatosi a seguito della riduzione dell'offerta di credito bancario. In particolare, le operazioni di private equity risultano concentrate nelle fasi di expansion, mentre il venture capital si rivolge prevalentemente a imprese innovative ad alto contenuto tecnologico.

Dal punto di vista operativo, l'intervento di fondi di private equity e venture capital avviene attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale e la stipula di accordi contrattuali complessi, volti a disciplinare i diritti di governance e le modalità di uscita dall'investimento. Tali accordi includono frequentemente clausole relative alla composizione degli organi societari, ai diritti di veto su decisioni strategiche e ai

²⁸ Politecnico di Milano, *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”*, pp.51-58, cit.

meccanismi di exit, come la vendita a terzi, la quotazione in Borsa o il riacquisto delle quote da parte dell'imprenditore.

Un elemento centrale del private equity riguarda il contributo non finanziario fornito dagli investitori. L'ingresso di un fondo comporta spesso un miglioramento significativo delle pratiche di governance e dei sistemi di controllo di gestione. Gli investitori apportano competenze manageriali, relazioni industriali e know-how strategico, contribuendo a professionalizzare la gestione dell'impresa e a rafforzarne la capacità di pianificazione nel medio-lungo periodo²⁹.

Per quanto riguarda il venture capital, il suo ruolo risulta particolarmente rilevante nel sostenere imprese innovative che presentano elevati livelli di rischio e che difficilmente potrebbero accedere al credito bancario tradizionale. Le imprese finanziate da venture capital mostrano, in media, tassi di crescita superiori in termini di fatturato, occupazione e attivo rispetto alle imprese non finanziate. Tale differenziale di performance è attribuibile non solo all'apporto di capitale, ma anche al supporto strategico e alla rete di relazioni messa a disposizione dagli investitori³⁰.

Un aspetto di particolare interesse per le PMI riguarda il rapporto tra investimenti in capitale di rischio e definizione normativa di PMI. L'ingresso di investitori professionali può incidere sul mantenimento dello status di PMI ai fini della normativa europea, con potenziali effetti sull'accesso a finanziamenti pubblici e agevolazioni³¹. Tuttavia, l'analisi empirica mostra che solo una quota limitata di imprese perde effettivamente tale qualifica, ridimensionando le preoccupazioni spesso espresse dagli imprenditori.

Dal punto di vista quantitativo, gli investimenti in private equity e venture capital destinati alle PMI italiane hanno superato complessivamente il miliardo di euro in alcuni anni recenti, con una prevalenza delle operazioni di private equity rispetto a quelle di venture capital in termini di valore complessivo. Questo dato riflette la maggiore maturità del

²⁹ A. Bellucci, G. Gucciardi, "Il finanziamento Venture Capital: implicazioni della definizione di Piccola e Media Impresa", Journals UniUrb (2021), <https://journals.uniurb.it/index.php/argomenti/article/view/2877/2857>

³⁰ F. Bencini, F. Ferragina, "Il private equity per le PMI: Fattore di miglioramento o di intrusione?", kon.eu (2007), pp. 423-428, <https://kon.eu/wp-content/uploads/2023/05/news-84.pdf>

³¹ F. Bencini, F. Ferragina, "Il private equity per le PMI: Fattore di miglioramento o di intrusione?", pp. 423-428, cit.

mercato del private equity rispetto a quello del venture capital, che rimane ancora relativamente contenuto nel contesto italiano.

Il costo del capitale rappresenta uno degli elementi più critici nella valutazione di queste forme di finanziamento da parte delle PMI. I fondi di private equity e venture capital richiedono rendimenti elevati, spesso compresi tra il 20% e il 25% annuo, a fronte del rischio assunto. Tuttavia, tale costo deve essere valutato tenendo conto della natura del finanziamento, che non prevede obblighi di rimborso e consente di sostenere progetti di crescita che difficilmente potrebbero essere finanziati attraverso il debito.

Nel confronto con il credito bancario, private equity e venture capital non possono essere considerati strumenti sostitutivi, ma piuttosto complementari. Il ricorso al capitale di rischio risulta particolarmente efficace in presenza di elevata incertezza, quando l'impresa non è in grado di garantire flussi di cassa stabili nel breve periodo. In tali contesti, l'utilizzo del debito potrebbe risultare eccessivamente oneroso o addirittura insostenibile.

Le principali exit strategy includono la cessione delle quote a soggetti industriali o finanziari, la quotazione su mercati dedicati alle PMI e il riacquisto delle partecipazioni da parte dell'imprenditore. La prospettiva di exit rappresenta un elemento centrale nella valutazione dell'investimento da parte dei fondi e influenza in modo significativo la strategia di sviluppo dell'impresa finanziata.

Nel complesso, come emerge in modo coerente dalle fonti analizzate, il private equity e il venture capital svolgono un ruolo fondamentale nel finanziamento delle PMI italiane, soprattutto in relazione a progetti di crescita, innovazione e internazionalizzazione. Pur presentando costi elevati e implicazioni rilevanti in termini di governance, tali strumenti contribuiscono a rafforzare la struttura finanziaria delle imprese e a favorire una maggiore competitività del sistema produttivo nel suo complesso.

Capitolo II - Il Crowdfunding e i fattori di successo delle campagne

2.1 Definizione e caratteristiche del crowdfunding

Il crowdfunding è un'innovazione diffusasi in Italia e nel resto del mondo in tempi relativamente recenti che trova applicazione in qualsiasi settore e che può essere definita come un reperimento di somme di denaro attraverso metodologie diverse rispetto al tradizionale prestito bancario. Più precisamente dal punto di vista concettuale e terminologico, il crowdfunding indica il finanziamento di progetti da parte di un ampio numero di investitori ("crowd" – folla), tramite elargizioni in denaro ("funding") effettuate attraverso internet. L'espressione rappresenta una realtà in costante espansione, costituita da processi collaborativi in cui investitori non professionali (c. d. crowdfunders) si impegnano nel sostenere gli sforzi di persone e organizzazioni dotate di un elevato potenziale creativo, ma prive dei fondi necessari alla realizzazione delle loro idee¹.

Si tratterebbe di uno strumento che dà vita a una sorta di "democratizzazione della finanza" che consente agli artefici di un progetto di sponsorizzarsi online, attraverso nuove risorse che implementano la capacità di generare ricchezza a sostegno delle iniziative più meritevoli².

Un'operazione di crowdfunding si differenzia dai canali tradizionali se possiede determinate caratteristiche: il reperimento del denaro deve essere effettuato da investitori prevalentemente non professionali, interessati a finanziare l'idea; il mezzo di raccolta deve essere una piattaforma on-line, creata appositamente per favorire l'incontro con i potenziali finanziatori. Le operazioni si svolgono, dunque, interamente online: l'ideatore pubblica sul sito web della piattaforma il suo progetto, segnalando la somma che ritiene necessaria per la realizzazione e l'eventuale remunerazione, non necessariamente di tipo pecuniario, che intende riconoscere ai sottoscrittori³.

¹ Fondazione Nazionale dei commercialisti, *"Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità"*, (2015), p. 3

² U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, (2013).

³ A. Bollettinari, *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*", Il Nuovo Diritto delle Società, n. 2/2013.

Il termine crowdfunding viene utilizzato per la prima volta nel 2006 da Michael Sullivan, in occasione del lancio di Fundavlog⁴, una piattaforma concepita come incubatore per progetti di videoblogging. Fundavlog consentiva agli utenti di sostenere economicamente, attraverso donazioni online, la produzione di contenuti video realizzati da altri membri della comunità. Sebbene l'iniziativa non abbia avuto successo e sia stata successivamente abbandonata, essa ha rappresentato un passaggio significativo dal punto di vista concettuale, poiché in essa si rintraccia il primo esempio di un finanziamento collettivo reso possibile dalla rete. Proprio in questo contesto Sullivan coniò il termine crowdfunding, definendolo un modello di raccolta fondi basato sul contributo di una pluralità di individui.

La diffusione del crowdfunding come modello strutturato e riconosciuto a livello internazionale è strettamente legata alla nascita di Kickstarter, una piattaforma lanciata nell'aprile del 2009 negli Stati Uniti. Kickstarter si presenta come una piattaforma di reward-based crowdfunding, nella quale i sostenitori contribuiscono economicamente alla realizzazione di un progetto in cambio di una ricompensa non monetaria, generalmente legata al prodotto o all'iniziativa finanziata. A differenza delle prime esperienze di finanziamento collettivo, Kickstarter ha introdotto un modello organizzato, fondato su regole chiare e su un sistema di raccolta fondi all-or-nothing, secondo cui il progetto riceve i fondi solo se l'obiettivo economico prefissato viene interamente raggiunto⁵.

Uno degli elementi che ha contribuito al successo della piattaforma è la possibilità, per chiunque nel mondo, di sostenere economicamente i progetti presentati, ampliando notevolmente la platea dei potenziali finanziatori. Tuttavia, almeno nella sua fase iniziale, la presentazione dei progetti era riservata esclusivamente a soggetti residenti negli Stati Uniti, aspetto che riflette il contesto giuridico e culturale in cui la piattaforma è nata⁶ e che crea i presupposti per una forte e imponente limitazione della pratica. In ogni caso, Kickstarter ha svolto un ruolo fondamentale nel rendere il crowdfunding una pratica

⁴ M. Sullivan, *Fundavlog: Creating, Funding and Supporting Video Blogs*, Fundavlog Publishing, 2006, p. 12.

⁵ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 1–16.

⁶ Kickstarter Inc., *Kickstarter: About Us*, Kickstarter, 2009, <https://www.kickstarter.com/about>

diffusa e riconosciuta, trasformandolo da esperienza sperimentale ad un vero e proprio strumento di finanziamento per progetti creativi, culturali ed imprenditoriali.

Il crowdfunding in Italia si sviluppa in una fase relativamente precoce rispetto ad altri Paesi europei, anche se non è riuscito a beneficiare dei vantaggi tipici del first mover⁷. Tale mancato consolidamento è riconducibile alle debolezze strutturali del sistema imprenditoriale italiano, che rendono difficile la competizione su scala internazionale. Tra i principali fattori limitanti emergono l'elevato tasso di analfabetismo digitale, la scarsa diffusione dei sistemi di pagamento elettronico e i volumi complessivamente ridotti del mercato, elementi che hanno reso poco conveniente la semplice replicazione di modelli di piattaforme estere nel contesto nazionale⁸.

Coerentemente con le prime esperienze internazionali di finanziamento collettivo, il crowdfunding italiano nasce prevalentemente come strumento al servizio delle persone e delle comunità, sviluppandosi inizialmente in una dimensione sociale e partecipativa. La prima esperienza significativa risale al 2005 con la nascita di Produzioni dal Basso, piattaforma aperta, gratuita e priva di vincoli, che iniziò a raccogliere progetti in un periodo in cui il termine crowdfunding non era ancora ampiamente diffuso⁹. Nel corso degli anni, Produzioni dal Basso ha rappresentato un vero e proprio laboratorio del crowdfunding italiano, caratterizzato da un approccio sperimentale e da un'elevata libertà concessa agli utenti. Per tali ragioni, la piattaforma costituisce un osservatorio privilegiato per analizzare l'evoluzione delle pratiche e delle logiche del crowdfunding in Italia¹⁰.

In una prima fase, Produzioni dal Basso ha coinvolto una comunità ristretta e relativamente omogenea; successivamente, con la diffusione internazionale del crowdfunding e l'affermazione di piattaforme come Kickstarter, la base degli utenti si è ampliata includendo early adopters provenienti da ambiti culturali e produttivi eterogenei¹¹. La piattaforma ha registrato una crescita sia quantitativa sia qualitativa della progettualità, ospitando complessivamente circa 2.000 progetti, di cui oltre 500 finanziati

⁷ G. Corò, *Innovazione e sviluppo locale*, Il Mulino, 2012, pp. 88–90.

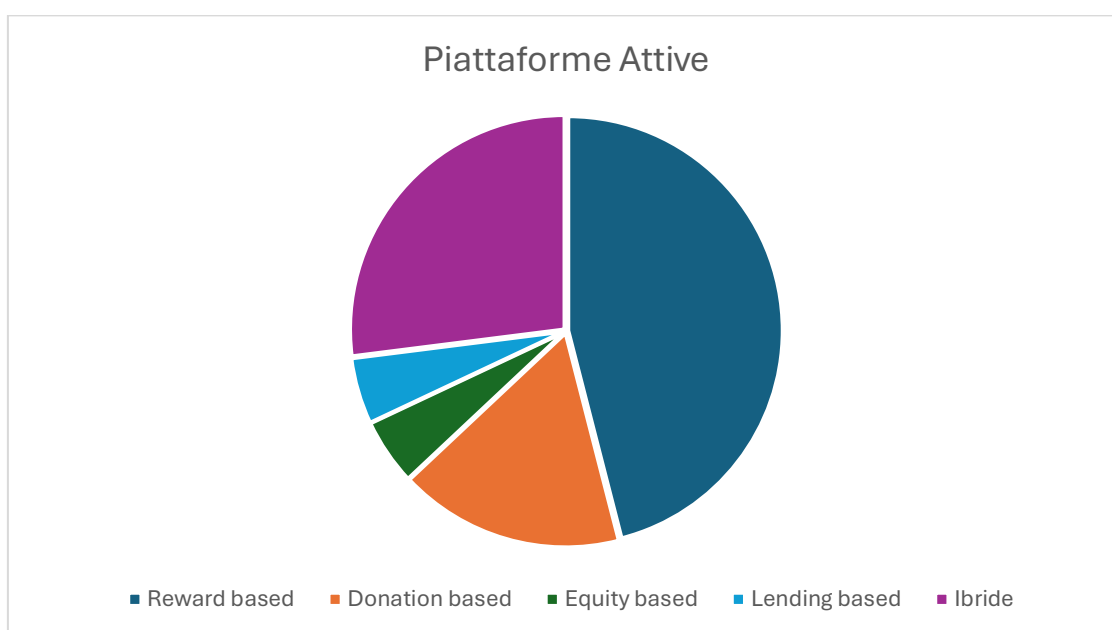
⁸ P. Bartezzaghi, *Imprenditorialità e contesto istituzionale*, Egea, 2011, pp. 134–139.

⁹ A. Bassi, *Produzioni dal Basso e il crowdfunding civico*, FrancoAngeli, 2014, pp. 21–24.

¹⁰ Italian Crowdfunding Network, *Report sul crowdfunding in Italia*, 2013, pp. 10–15.

¹¹ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 1–6.

al 100%, per un valore complessivo prossimo ai 2 milioni di euro¹². Nel 2013 Produzioni dal Basso si è costituita come start-up innovativa e, dopo quasi dieci anni di attività, è entrata in una fase di rinnovamento. A partire dal 2010 si assiste alla nascita di ulteriori piattaforme italiane, tra cui You Capital (oggi non più attiva), Prestiamoci e Io Dono, primo portale italiano di personal fundraising online, sviluppato da Direct Channel, società milanese specializzata nel database management per il settore editoriale e non profit¹³. L'anno successivo segna il primo picco di crescita del settore, con la nascita di piattaforme quali Rete del Dono, Buona Causa, Shinyote, Eppela, Cineama (successivamente integrata nel network di Produzioni dal Basso) e Boomstarter, oggi non più attiva¹⁴. A circa dieci anni dalla sua nascita, è possibile formulare alcune considerazioni sul cosiddetto crowdfunding all'italiana. Il mercato appare fortemente spinto dall'offerta, mentre la domanda risulta ancora debole. Al 10 maggio 2014 si contano 54 piattaforme di crowdfunding, di cui 41 attive. Tra queste, 19 sono reward based, 7 donation based, 2 lending based e 2 equity based, mentre 11 risultano ibride, prevalentemente riconducibili ai modelli reward e donation¹⁵.



¹² Produzioni dal Basso, *Report di attività*, 2013.

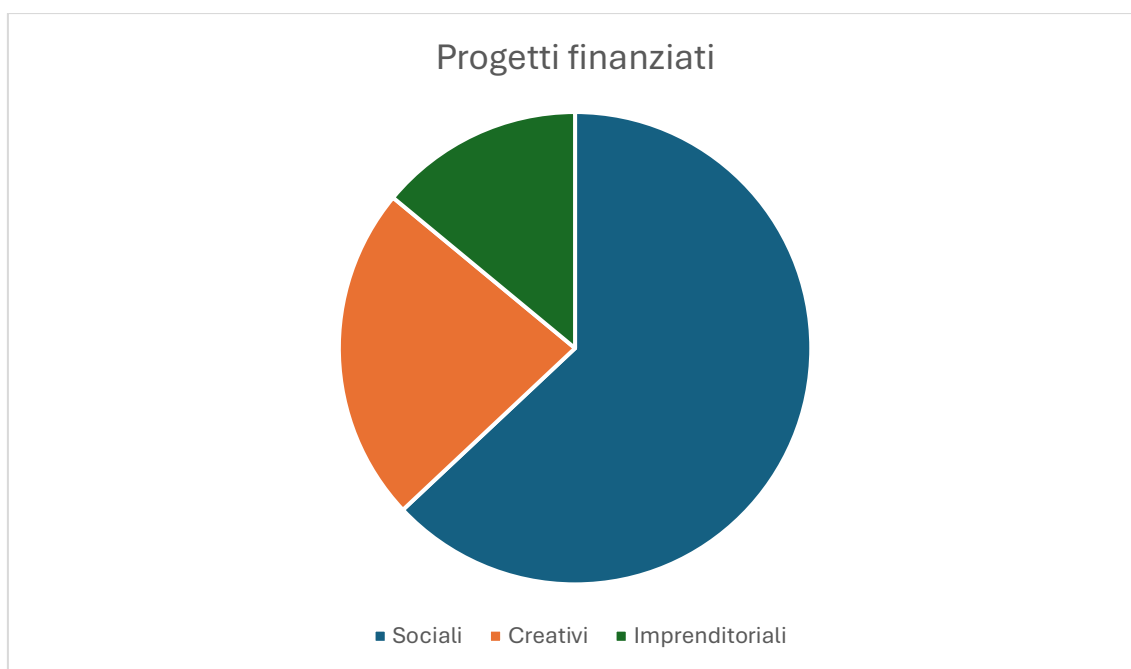
¹³ Direct Channel, *Io Dono: storia e mission*, Milano, 2010.

¹⁴ Italian Crowdfunding Network, *Mappatura delle piattaforme italiane*, 2012.

¹⁵ M. Castrataro et al., *Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding*, Italian Crowdfunding Network, 2014, pp. 5-9.

Il valore complessivo dei progetti finanziati attraverso piattaforme italiane è pari a circa 30 milioni di euro, con una netta predominanza del modello lending based, che rappresenta il 77% del totale¹⁶. Analizzando i progetti presentati, su circa 48.000 iniziative il 79% riguarda il lending, il 21% i modelli reward e donation e solo lo 0,3% l'equity crowdfunding. Inoltre, l'80% delle piattaforme seleziona i progetti da pubblicare, riducendo quelli effettivamente disponibili al 26% del totale, pari a circa 13.000 progetti¹¹.

Un'ulteriore peculiarità del contesto italiano è la forte specializzazione tematica: in assenza di una piattaforma generalista di riferimento, si assiste alla diffusione di piattaforme verticali e settoriali. I progetti finanziati sono prevalentemente di natura sociale (63%), seguiti da quelli creativi (23%), mentre i progetti imprenditoriali rappresentano solo il 14% del totale¹⁷.



Nel 2014 emerge come protagonista l'equity crowdfunding, con l'avvio dei primi portali e il lancio delle prime campagne. Nonostante ciò, il modello si sta sviluppando più lentamente del previsto, con il rischio di una frammentazione dell'offerta a fronte di una

¹⁶ Italian Crowdfunding Network, *Aggiornamento semestrale*, Maggio 2014, p. 7.

¹⁷ Italian Crowdfunding Network, *Aggiornamento semestrale*, 2014, pp. 8-9.

base di investitori ancora poco educata e di un bacino limitato di imprese potenzialmente interessate, stimato in circa 4.000 start-up innovative iscritte al registro nazionale¹⁸.

Nel complesso, il mercato italiano del crowdfunding appare ancora fragile e caratterizzato da una dimensione prevalentemente locale. Le principali criticità sono riconducibili a fattori strutturali quali la complessità burocratica, la mancanza di linee guida chiare per l'inquadramento giuridico delle attività, la difficoltà di accesso ai servizi di pagamento, una domanda ancora immatura e la debole sostenibilità dei progetti imprenditoriali. Sul piano normativo, si riscontra un eccesso di vincoli nell'equity crowdfunding e una mancanza di chiarezza nel reward-based crowdfunding. Le piattaforme stanno tentando di rispondere a tali problematiche attraverso attività di supporto ai progettisti, collaborazioni con comunità locali e percorsi formativi; tuttavia, tali interventi si sono rivelati finora insufficienti a garantire uno sviluppo solido del settore¹⁹.

Prima che il crowdfunding si affermasse come pratica economica strutturata, il coinvolgimento della collettività era già diffuso attraverso il crowdsourcing, ovvero un processo che prevede il coinvolgimento di un ampio gruppo di persone in attività o compiti, generalmente tramite piattaforme digitali. A differenza del crowdfunding, il crowdsourcing non si fonda principalmente sul contributo economico, bensì sulla condivisione di conoscenze, competenze e tempo. Tale approccio si basa sul presupposto che l'intelligenza collettiva possa produrre risultati efficaci e innovativi grazie alla collaborazione tra individui eterogenei.

Un esempio particolarmente significativo di crowdsourcing è rappresentato da Wikipedia, l'enciclopedia online collaborativa: i contenuti al suo interno vengono creati, modificati e aggiornati da una comunità globale di utenti, senza la presenza di un'autorità editoriale centralizzata. Ogni contributo è sottoposto a un processo continuo di revisione e verifica da parte della comunità stessa, favorendo un progressivo miglioramento della qualità delle informazioni. Questo modello di produzione collaborativa incarna il principio della "saggezza della folla", secondo il quale il contributo aggregato di molti individui può generare un sapere condiviso affidabile e di ampia portata. L'esperienza di Wikipedia

¹⁸ Consob, *Equity crowdfunding: stato dell'arte*, 2014, pp. 3–5.

¹⁹ E. Pais, M. Castrataro, *Crowdfunding e sviluppo territoriale*, FrancoAngeli, 2014, pp. 112-118.

dimostra come la partecipazione collettiva, opportunamente coordinata, possa costituire un valido modello alternativo ai sistemi tradizionali di produzione della conoscenza.

Con il crowdfunding dà vita a un nuovo tipo di partecipazione attiva: la gente tende a investire in progetti, anche con piccole somme, quando è attratta dal punto di vista emozionale e sociale, quando si sente vicina a una causa che rispetta o quando conosce il progettista in cui ripone fiducia. Si tratta quindi di un multi-finanziamento collaborativo proveniente dal basso e mosso dalla fiducia e dall'apprezzamento collettivi. Il crowdfunding si può inscrivere, infatti, nel concetto di “micro-finanza”, in quanto si tratta di piccole somme, che aggregate rappresentano un'effettiva risorsa.

I sostenitori di una campagna di crowdfunding non sono definibili come “pubblico” ma come “comunità”, in quanto accomunati da un obiettivo traducibile in ricompense di vario genere (monetarie, materiale, simboliche), capace di rendere la campagna coinvolgente e ricca di attrattiva.

2.2 Le principali tipologie di crowdfunding

La letteratura scientifica sul crowdfunding è in larga prevalenza di origine statunitense e si fonda principalmente su un approccio casistico, volto all'analisi di esperienze concrete e di casi di studio²⁰. Nel panorama internazionale, il crowdfunding si presenta come un insieme di pratiche che si differenziano in relazione alla tipologia di progetto da sostenere e, soprattutto alla natura dello scambio che intercorre tra il soggetto proponente e i finanziatori. La letteratura scientifica concorda, infatti, nell'individuare come criterio classificatorio più diffuso proprio la modalità con cui i crowdfunders vengono ricompensati o, al contrario, la scelta di non prevedere alcuna forma di ritorno economico diretto.

Questo metodo ha consentito di osservare come il crowdfunding si sia sviluppato in contesti di mercato differenti e di ricondurre pratiche anche molto eterogenee a una classificazione condivisa. In particolare, la letteratura individua quattro principali tipologie di crowdfunding, oggi largamente accettate a livello internazionale: reward

²⁰ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 1–3

based, donation based, lending based ed equity based²¹. Questi quattro modelli di crowdfunding verranno più specificamente analizzati nei paragrafi a seguire.

Inoltre, può essere fatta una classificazione sulle campagne di crowdfunding basata sul metodo di raccolta dei finanziamenti. Il primo metodo è quello “All-or-nothing”, letteralmente tutto o niente, attraverso il quale le piattaforme concedono i finanziamenti ai progettisti solo in caso di raggiungimento di un goal, cioè un obiettivo di raccolta prefissato dai founder, mentre in caso contrario i contributi sono restituiti ai funder. Il secondo metodo è quello “Take-it-all” (prendi tutto), nel quale il progettista ha la possibilità di accedere in qualunque momento ai finanziamenti raccolti, senza vincoli sul raggiungimento di una determinata somma minima. Nella stragrande maggioranza dei casi, a prescindere dalla tipologia di metodo utilizzato, le piattaforme impongono ai progettisti la scelta di uno specifico periodo di tempo in cui svolgere la campagna, vincolo temporale che a seconda della piattaforma utilizzata può variare dai 15 ai 60 giorni.

2.2.1 Equity-based

L’equity crowdfunding prevede che il capitale investito sia remunerato mediante l’assegnazione di partecipazioni azionarie nella società promotrice del progetto. In questo modello, la piattaforma di crowdfunding opera come strumento di raccolta di capitale di rischio, associato a meccanismi di profit sharing: consente, quindi, a una rete distribuita di finanziatori di acquisire quote o azioni di una società e di partecipare, in misura proporzionale all’investimento, ai risultati economici dell’impresa. In questo caso, è l’impresa stessa a rivolgersi direttamente alla platea degli investitori tramite una piattaforma online, che svolge una funzione di intermediazione e di selezione dei progetti con modalità e livelli di controllo variabili a seconda della piattaforma adottata²².

Secondo i dati riportati nel Crowdfunding Industry Report di Massolution, nel 2013 l’equity crowdfunding ha registrato una crescita pari a circa il 30% a livello globale, confermando un interesse crescente verso questa forma di finanziamento innovativo, sebbene il suo peso complessivo resti inferiore rispetto ai modelli lending e reward based.

²¹ A. Lerro, *Crowdfunding e innovazione sociale*, FrancoAngeli, 2013, pp. 34–38.

²² P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 585–589.

Tale dinamica evidenzia come l'equity crowdfunding rappresenti un segmento in espansione, caratterizzato da un impatto strategico rilevante per il sostegno all'imprenditorialità e all'innovazione.

Rispetto agli investimenti azionari tradizionali, l'equity crowdfunding si distingue per soglie di accesso ridotte, processi digitalizzati e costi di partecipazione contenuti, elementi che favoriscono il coinvolgimento di un'ampia platea di investitori retail²³. Tuttavia, tali caratteristiche comportano anche specifici profili di rischio, legati in particolare all'asimmetria informativa e all'elevata probabilità di insuccesso delle imprese finanziate, spesso start-up o PMI in fase iniziale²⁴.

Numerosi studi empirici hanno analizzato i fattori di successo delle campagne di equity crowdfunding. La letteratura evidenzia come elementi quali la qualità del gruppo imprenditoriale, la chiarezza delle informazioni fornite, i meccanismi di signaling e i fenomeni di information cascades incidano significativamente sulle decisioni di investimento²⁵. In particolare, ricerche condotte su mercati europei e asiatici mostrano che la partecipazione iniziale di investitori esterni, non legati personalmente all'imprenditore, contribuisce a rafforzare la credibilità del progetto e ad attrarre ulteriori finanziatori²⁶.

Dal punto di vista teorico, l'equity crowdfunding può essere interpretato come una forma ibrida tra il finanziamento imprenditoriale tradizionale e i modelli di finanza partecipativa, in cui la cosiddetta “vera folla”, ossia gli investitori privi di competenze professionali avanzate, assume un ruolo centrale nel processo di allocazione del

²³ L. Hornuf, A. Schwenbacher, *Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding*, Journal of Corporate Finance, vol. 50, 2018, pp. 556–573.

²⁴ Consob, *Equity crowdfunding: profili di rischio e tutela degli investitori*, Roma, 2014, pp. 6–10.

²⁵ D. Ahlers et al., *Signaling in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2015, pp. 955–980; S. Vismara, *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2018, pp. 467–497.

²⁶ C. Guenther et al., *Equity Crowdfunding in Germany: Investor Characteristics and Motivations*, Journal of Business Venturing Insights, 2018, pp. 1–8; J. Lukkarinen et al., *Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns*, Journal of Business Research, 2016, pp. 144–154.

capitale²⁷. Tale dinamica differenzia l'equity crowdfunding dal venture capital e dal business angel investing, pur presentando alcune affinità con questi ultimi.

Dal punto di vista operativo, l'equity crowdfunding può essere attivato attraverso due principali modelli organizzativi. Il primo è il modello cooperativo, che prevede la costituzione di un'entità giuridica intermedia (spesso una cooperativa o un veicolo societario) incaricata di raccogliere i fondi e di investire nei progetti selezionati. In questo caso, i finanziatori non investono direttamente nell'impresa target, ma confluiscono in un soggetto collettivo che agisce come investitore unico. Il secondo è il modello "club", nel quale la piattaforma seleziona e recluta gli investitori all'interno di un circuito chiuso, configurando l'operazione come un'offerta rivolta a una platea ristretta e qualificata, piuttosto che al pubblico indistinto.

Tra i principali punti di forza dell'equity crowdfunding si annoverano la democratizzazione dell'accesso agli investimenti e il potenziale di inclusione finanziaria: è un modello che consente, infatti, anche a piccoli risparmiatori di assumere il ruolo di investitori. Al tempo stesso, l'elevato rischio di fallimento delle start-up finanziate può comportare una perdita totale del capitale investito, rendendo essenziale un adeguato livello di tutela e di educazione finanziaria degli investitori²⁸.

Negli Stati Uniti, la diffusione dell'equity crowdfunding è stata inizialmente limitata da un quadro normativo restrittivo, che non consentiva agli investitori non accreditati di partecipare a tali operazioni. Solo con l'entrata in vigore del *JOBS Act* è stato possibile ampliare l'accesso a questo strumento. In Europa, invece, l'equity crowdfunding ha conosciuto una maggiore frammentazione normativa fino all'entrata in vigore, nel novembre 2023, del Regolamento europeo ECSPR (European Crowdfunding Service Providers Regulation), che ha introdotto un quadro regolatorio armonizzato per i servizi di crowdfunding a livello dell'Unione Europea²⁹.

²⁷ S. Schmitt, *Does a Business Angel's Involvement Affect Equity Crowdfunding Success?*, Venture Capital, 2019, pp. 1–22.

²⁸ V. De Luca, *La regolamentazione dell'equity crowdfunding*, Giappichelli, 2015, pp. 72–78.

²⁹ Parlamento Europeo, *Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers (ECSPR)*, entrata in vigore novembre 2023.

Un caso emblematico di equity crowdfunding è rappresentato da MyFootballClub, progetto che ha reso possibile l'acquisizione della squadra di calcio inglese *Ebbsfleet United* attraverso un sistema di azionariato diffuso. L'iniziativa consentiva ai sostenitori di acquistare una quota del valore di 35 sterline, che attribuiva al possessore i diritti tipici dell'azionista, inclusi il diritto di voto e la partecipazione agli utili. In questo caso, i crowdfunders erano prevalentemente tifosi del club, e il progetto ha sfruttato efficacemente la coincidenza tra il ruolo di consumatore del prodotto sportivo e quello di investitore. Questa dinamica è ricorrente in molte esperienze di crowdfunding. Tale sovrapposizione rafforza il coinvolgimento emotivo dei finanziatori e contribuisce al successo delle campagne, in particolare nei progetti ad alta componente identitaria³⁰.

2.2.2 Reward-based

Il reward-based è il modello utilizzato dai due terzi delle piattaforme e consiste in uno scambio tra il progettista e il sostenitore del progetto, detto backer³¹. Si tratta di una modalità di sostegno connessa a una specifica ricompensa, che nella maggior parte dei casi è di tipo non finanziario, ma può essere rappresentata da beni o servizi di cui usufruire in una fase successiva: si pensi ad esempio a gadget, ticket omaggio, versioni limitate o anteprime di opere dell'ingegno quali libri, album musicali, videogiochi, che rappresentano in sostanza l'oggetto o il servizio realizzato con i capitali raccolti³².

Dal punto di vista strettamente gestionale questa tipologia di crowdfunding consente, se ben strutturata, di far partire le aziende con ordinativi già in bilancio e con un flusso di cassa assicurato, elemento di grande rilevanza in particolare per le start-up³³. Inoltre, consente di creare un pubblico e contattare un potenziale mercato di riferimento prima ancora del lancio vero e proprio del prodotto e, quindi, di testare l'interesse del pubblico creando in anticipo un gruppo target. Nella forma reward based, dunque, i finanziamenti ricevuti non devono essere restituiti, anche se esiste l'obbligo, in capo all'impresa, di fornire il servizio e/o le merci promesse: queste caratteristiche rendono tale strumento

³⁰ K. McCullagh, *MyFootballClub: The First Internet Takeover of a Football Club*, Journal of Sports Economics, Sage Publications, 2008, pp. 1–15.

³¹ A. Lerro, *Crowdfunding e innovazione sociale*, FrancoAngeli, Milano, 2013, pp. 41–43.

³² E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 3–5.

³³ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014, pp. 590–593.

un'opzione molto gradita tra le start-up e gli imprenditori, particolarmente adatta per veicolare prodotti e servizi innovativi per stimolare la curiosità degli imprenditori.³⁴

Il valore economico delle ricompense è spesso minore rispetto alla donazione effettuata il quanto l'obiettivo per un donatore non è ricevere ricompense ma sostenere un progetto in cui si crede³⁵. Proprio l'originalità di una ricompensa assume spesso un ruolo importante in una campagna di crowdfunding, diretta a coinvolgere direttamente il sostenitore nella realizzazione del progetto. Inoltre, il sistema di premiazione mediante ricompense non solo aiuta a finanziare i progetti ma permette anche di valutare l'interesse pubblico prima di lanciare nuovi prodotti³⁶.

Si riconduce a questo modello la raccolta fondi effettuata in favore dei candidati presidenziali americani, che attribuisce ai sostenitori degli status onorifici proporzionali alla donazione effettuata. Il Presidente Obama è stato tra i primi interpreti di questo innovativo strumento di partecipazione popolare alla parte finanziaria della vita politica, utilizzando le infinite possibilità di mobilitazione e coinvolgimento offerte dal web³⁷.

Il reward based può essere definito come l'intersezione di fenomeni tipici del web come lo storytelling, quindi il saper raccontare il prodotto, il social commerce, in cui la community online diventa una vera e propria squadra di marketing che contribuisce a promuovere il progetto, e il community building³⁸.

A questo punto, è utile distinguere le piattaforme in due tipologie: le generalistiche e le tematiche. Le piattaforme di tipo generalista sono quelle che raccolgono progetti legati a svariati argomenti, al contrario, quelle di tipo tematico, raccolgono progetti rivolti ad una determinata community e a un determinato argomento³⁹.

Si può operare inoltre un'altra distinzione in base al tipo di raccolta fondi, per cui si distingue il modello “tutto o niente” (all or nothing) e il modello “prendi tutto” (take it

³⁴ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, 2015, p.5

³⁵ D. Ahlers et al., *Signaling in Equity and Reward-Based Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2015, pp. 960–963

³⁶ A. Ordanini et al., *Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms*, Journal of Service Management, Emerald, 2011, pp. 450–453.

³⁷ B. Springsteen, *Barack Obama and the Power of Online Fundraising*, Harvard Kennedy School Case Study, Harvard University Press, 2010, pp. 12–18.

³⁸ H. Jenkins, *Convergence Culture: Where Old and New Media Collide*, New York University Press, 2006, pp. 135–140.

³⁹ Italian Crowdfunding Network, *Report sul crowdfunding in Italia*, 2014, pp. 18–20.

all). Entrambi modelli prevedono che il progettista stabilisca un budget e un tempo di raccolta. Se alla scadenza del tempo stabilito non si raggiunge il target previsto, nel primo caso il progetto decade e le offerte tornano in mano all'investitore, mentre nel secondo il finanziamento comunque giunge al progetto, che deve a sua volta necessariamente essere svolto⁴⁰.

Possono essere definiti come elementi nodali di tale modello di crowdfunding, il racconto, attraverso cui il progettista ha la possibilità di trasmettere la propria passione e di creare una community fedelmente interessata al progetto, le ricompense e le informazioni sul progettista, volte a creare il rapporto di fiducia tra progettista e sostenitore⁴¹.

2.2.3 Lending-based

Il lending based crowdfunding è il primo modello online ad essersi affermato. Noto anche come debt-based crowdfunding o peer-to-peer lending (P2P), è un modello basato sul debito, introdotto da piattaforme come Zopa nel Regno Unito e Prosper negli Stati Uniti già a partire dal 2005.

In questo modello, gli investitori sono effettivamente dei “prestatori” in quanto concedono prestiti a individui o imprese, ricevendo in cambio la promessa di un rimborso con interessi. A differenza degli altri modelli, in questo caso il movente principale è il ritorno economico, seppure con modalità semplificate e più dirette rispetto agli strumenti bancari tradizionali. Si può dunque dire che il lending-based crowdfunding sia un modello a metà strada tra il sistema bancario e il capitale di rischio, democratizzando comunque l'accesso al credito e aprendo nuove possibilità sia per le piccole e medie imprese che per i privati con difficoltà di finanziamento tramite canali selezionati⁴².

⁴⁰ Kickstarter Inc., *Kickstarter School: Funding Models*, Kickstarter, 2013. <https://www.kickstarter.com/help/school>

⁴¹ S. Vismara, *Information Cascades and Trust in Crowdfunding*, Venture Capital, 2018, pp. 12–15.

⁴² G.D. Bruton, S.A. Zahra, S. Khavul, D. Siegel, M. Wright, *New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations*, Entrepreneurship Theory and Practice 39, no.1 (2015), pp. 9-26.

Social lending, per l'appunto, significa letteralmente "prestito sociale" e vede un prestatore che presta denaro a più richiedenti. È possibile, anche in questo caso, distinguere tre sottomodelli: il modello dei micro-prestiti, il prestito peer-to-peer e il prestito peer to business. Il modello dei micro-prestiti è la fornitura di servizi finanziari a clienti con bassi redditi, in cui il denaro è raccolto da un gruppo di persone ed è gestito da un intermedio locale. Il prestito peer to peer è una transizione finanziaria che avviene direttamente tra individui senza l'intermediazione delle tradizionali istituzioni finanziarie: in questo modo si evita di incorrere in alcuni divieti imposti da alcuni Stati in relazione all'attività di prestito tra privati. Il prestito peer to business è un micro-prestito a piccole imprese o start-up. Ad esempio, per entrare a far parte della comunità di prestatori della piattaforma italiana Smartika è necessario registrarsi al portale e creare un'offerta di prestito scegliendo tra cinquecento e cinquantamila euro; l'offerta viene successivamente immessa sul mercato per essere distribuita in parti uguali a cinquanta richiedenti differenti. Per entrare a far parte della comunità dei richiedenti è necessaria la maggiore età, un conto corrente, una buona storia redditizia e un reddito dimostrabile. I richiedenti possono richiedere un prestito da mille a quindicimila euro e decidere se estinguere il finanziamento in ventiquattro, trentasei o quarantotto mesi.

Il successo di questo modello è stato favorito sia dalla crescente diffidenza verso le banche dopo la crisi del 2008, sia dalla crescente fiducia nei sistemi digitali e nella logica di disintermediazione finanziaria.

Il funzionamento del lending-crowdfunding si sviluppa in modo lineare, implicando una serie sistematica di fasi. Il promotore pubblica una richiesta di prestito sulla piattaforma prescelta, specificando l'importo, la finalità e la durata. In seguito, gli investitori decidono se finanziare in parte o totalmente la richiesta, ricevendo in cambio un tasso di interesse. La piattaforma gestisce la raccolta e la restituzione delle somme, trattenendo una commissione. Inoltre, esse svolgono un ruolo centrale nel valutare il rischio di credito e nel definire tassi di interesse, basandosi su algoritmi di rating, dati finanziari e, in alcuni casi, elementi reputazionali⁴³.

⁴³ D.J. Cumming, S. Johan, *The oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford: Oxford University Press, 2012.

Questo modello rappresenta oggi uno dei segmenti più consistenti del crowdfunding europeo e globale. Secondo il European Crowdfunding Market Report 2023, il lending-based ha registrato nel 2022 la raccolta media più alta, pari a 24.4 milioni di euro per piattaforma, con una crescita del 23% rispetto all'anno precedente⁴⁴.

Studi recenti sottolineano come il successo del lending crowdfunding dipenda fortemente dalla regolamentazione che si adotta. Ad esempio, paesi come Regno Unito e Paesi Bassi hanno sviluppato normative dedicate che hanno favorito la crescita nel settore e la relativa fiducia, mentre in altri contesti, come l'Italia, l'incertezza normativa ne ha rallentato lo sviluppo⁴⁵. Proprio per questo, le differenze geografiche nello sviluppo di questo modello crowdfunding sono notevoli: nel Nord Europa e nel Regno Unito i volumi medi raggiungono i 27,1 milioni di euro, mentre nell'Europa meridionale il valore medio si ferma intorno ai 4,9 milioni di euro, con una crescita molto più contenuta. A livello globale, invece, il lending crowdfunding ha superato i 100 miliardi di dollari di raccolta cumulata, trainato in particolare dal mercato asiatico: tra tutti spicca la Cina, dove però non sono mancati casi di frode e collassi regolamentari⁴⁶.

Il debt crowdfunding è oggi un tassello fondamentale della finanza alternativa, capace di coniugare esigenze di accesso al credito e opportunità di investimento remunerative. Esso si configura come strumento complementare, più che sostitutivo, al più tradizionale sistema bancario, ma con un potenziale di democratizzazione del credito notevole. Tuttavia, le sfide legate a rischi, regolamentazione e trasparenza restano cruciali per garantirne una crescita sostenibile.

2.2.4 Donation-based

Questo modello di crowdfunding rappresenta la forma più pura e autentica di raccolta collettiva, in quanto non prevede alcun ritorno economico per chi effettua la donazione, né una ricompensa materiale, né una partecipazione azionaria. È utilizzato soprattutto da

⁴⁴ T. Ziegler, *European Crowdfunding market Report 2023*, Cambridge Centre for Alternative Finance, 2023.

⁴⁵ D.A. Zetsche, R.P. Buckley, *Regulating P2P Lending Platforms: The Case of the UK and the EU*, *European Business Organization Law Review* 21, no. 4 (2020), pp. 707-742.

⁴⁶ L. Ming, V. Siva, *Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market*, in *Management Science* 62, no. 5, 2016, pp. 1393-1414.

organizzazioni non profit ed è il sistema più simile al fundraising online, cioè l'insieme delle attività di un soggetto collettivo volte a reperire le risorse economiche necessarie a raggiungere gli scopi che esso si propone, ossia a rendere sostenibili le cause sociali da esso promosse. In questo modello, infatti, la motivazione principale risiede in dinamiche altruistiche, solidali o di sostegno a cause sociali, che spingono gli individui a supportare iniziative percepite come meritevoli. Per questo motivo, alcuni autori hanno sostenuto che tale modello ha trasformato il concetto stesso di beneficenza, ponendosi come punto di incontro tra le pratiche filantropiche tradizionali e le nuove tecnologie di rete⁴⁷. “Il crowdfunding non è solo donazione, i sostenitori ricevono un beneficio emotivo e di riconoscibilità sociale. Non si tratta di semplice fundraising ma è storytelling, è comunicazione, è attivazione della community”⁴⁸.

La letteratura tende a privilegiare la prospettiva self-actional, declinata nelle forme del puro altruismo, del warm glow e dell'altruismo impuro⁴⁹. Il puro altruismo si manifesta quando gli individui donano, spinti esclusivamente dal desiderio di migliorare la condizione del beneficiario, senza aspettarsi alcuna ricompensa, nemmeno di natura psicologica. In questo caso, la differenza con il fundraising per il non-profit è che la raccolta avviene attraverso piattaforme che ampliano enormemente la portata geografica e la rapidità della diffusione della campagna⁵⁰. Le piattaforme di donation-based crowdfunding consentono, infatti, ai promotori di lanciare campagne attraverso open calls online, aperte per un periodo di tempo limitato, con lo scopo di superare i vincoli della distanza geografica e di destinare risorse direttamente a persone o comunità che necessitano di aiuto.

L'organizzatore della campagna beneficia di una maggiore visibilità internazionale, di una riduzione dei costi organizzativi e dell'opportunità di sviluppare un contatto più frequentemente e diretto con la propria base di donatori. Non a caso, questo modello è stato applicato in ambiti molto diversi fra loro, che vanno dal giornalismo indipendente

⁴⁷ R. Gleasure, J. Feller, *Emerging technologies and democratization of financial services: A case of donation-based crowdfunding*, 2016.

⁴⁸ A. Spinelli, *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Hoepli, Milano, 2014, pp. 45–48.

⁴⁹ J. Andreoni, *Impure altruism and donations to public goods: A theory of warm-glow giving*, *Economic Journal*, 100(401), 1990.

⁵⁰ P. Bellaflemme, T. Lambert, A. Schvienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, *Journal of Business Venturing* 29, n. 5, 2014, pp. 585-609.

alle produzioni cinematografiche e documentaristiche, dal patrimonio culturale alla ricerca scientifica e persino a iniziative a carattere educativo. Già nei primi anni 2000 piattaforme come JustGiving e Causes hanno permesso ad associazioni, ONG e singoli individui di raccogliere fondi online per cause benefiche. Successivamente, la nascita nel 2010 di GoFoundMe ha rivoluzionato il settore, diventando la più grande piattaforma di donation-based crowdfunding a livello mondiale, con oltre 25 miliardi di dollari raccolti fino al 2023⁵¹. L'ampia espansione della piattaforma è favorita da una sostanziale assenza di complicati meccanismi burocratici, soprattutto in contesti di emergenza, come catastrofi naturali, crisi sanitarie o conflitti. Un esempio rappresentativo è la pandemia da Covid-19, durante la quale milioni di raccolte fondi personali sono state lanciate in tutto il mondo per sostenere ospedali, famiglie e operatori sanitari.

È possibile seguire passo dopo passo lo sviluppo di un progetto tutelati dalla garanzia di trasparenza offerta dai riscontri provenienti dalla folla. La reputazione di un progetto e del suo progettista dipende soprattutto dalla validazione della community che giudica la qualità dell'idea e decide di sostenerla. Il sostenitore non è solo un acquirente ma diviene artefice del successo del progetto.

La leva fondamentale per il successo è la comunicazione persuasiva. I progetti donation-based hanno maggiore probabilità di successo quando utilizzano storytelling personale, immagini evocative e aggiornamenti regolari, che rafforzano la fiducia e stimolano l'empatia nei potenziali donatori⁵².

In Italia ci sono dieci piattaforme di donation based crowdfunding tra cui: Rete del dono, Shinynote, Produzioni dal basso, Let's donation, Io dono, Pubblico bene, Fund for culture, Buona causa e Leevia⁵³. Questo modello rappresenta la forma di crowdfunding maggiormente diffusa nel contesto italiano subito dopo il reward-based crowdfunding, riflettendo una forte vocazione sociale e solidaristica del mercato nazionale⁵⁴.

⁵¹ GoFoundMe, *About us*, 2023.

⁵² R. Gleasure, J. Feller, *Emerging Technologies and the Democratization of Financial Services: A Study of Donation-Based Crowdfunding*, *Journal of Information Technology* 31, n. 2, 2016, pp. 120-135.

⁵³ Italian Crowdfunding Network, *Mappatura delle piattaforme di crowdfunding in Italia*, Italian Crowdfunding Network, 2014, pp. 22-24.

⁵⁴ M. Castrataro, E. Pais, *Il crowdfunding in Italia: modelli, piattaforme e prospettive*, FrancoAngeli, Milano, 2014, pp. 65-68.

Un interessante esempio di donation based crowdfunding diverso dalla beneficenza, è l'americana EpicStep.com: chiunque può proporre la creazione di un cartellone pubblicitario con un determinato messaggio, aprendo il progetto alle sottoscrizioni volontarie. Se il crowdfunding ha successo, ossia se viene raggiunto il minimo valore indicato dalla piattaforma, viene realizzato il cartellone pubblicitario. EpicStep raccoglie in questo modo comunità di persone che condividono l'esigenza di inviare al mondo determinati messaggi, aiutandoli a realizzare questo obiettivo. Per i sottoscrittori non c'è nessun guadagno, ma essi trovano soddisfazione nella realizzazione di un progetto comune⁵⁵.

2.3 Il funzionamento delle piattaforme

Analizzare le piattaforme significa comprendere non soltanto il loro funzionamento tecnico, ma anche il modo in cui esse costruiscono comunità, orientando le scelte dei creatori e dei sostenitori che contribuiscono a definire l'identità stessa del crowdfunding come fenomeno socioeconomico. La finale e concreta realizzazione del crowdfunding non sarebbe possibile senza questo elemento. Esse rappresentano non soltanto il supporto tecnico su cui appoggiano le campagne, ma veri e propri spazi di intermediazione capaci di condizionare in maniera profonda le logiche di funzionamento del crowdfunding.

Le piattaforme di crowdfunding sono siti web che facilitano l'incontro tra domanda di finanziamenti da parte di chi promuove i progetti e l'offerta di denaro da parte degli utenti. Come abbiamo detto in precedenza, le piattaforme di crowdfunding si possono distinguere in generaliste, che raccolgono progetti di ogni area di interesse, e tematiche, specializzate in progetti di particolari settori. Le piattaforme di crowdfunding si configurano come un sistema online di raccolta del capitale dove coloro che hanno un'idea da realizzare possono accedere, siano essi, singoli individui, imprese già strutturate o imprese in fase di costruzione.

La maggior parte delle piattaforme di crowdfunding trattiene una percentuale dall'importo di denaro raccolto per finanziare il progetto e in alcuni casi fornisce ai founders un fondamentale aiuto nelle fasi di pre-lancio della campagna, al fine di

⁵⁵ A. Lerro, *Crowdfundug e Innovazione soicale*, FrancoAngeli, Milano, 2013, pp. 58-62.

assicurare il successo della stessa. Infatti, per descrivere la bontà di una piattaforma non è sufficiente osservare il volume totale di fondi raccolti e il numero di progetti finanziati, ma bisogna porre attenzione alla percentuale di progetti di successo.

Queste piattaforme operano in mercati di tipo two-sides in cui vi sono due gruppi di utenti, per ognuno dei quali maggiore è la dimensione della controparte, maggiori sono i benefici che si ottengono dall'interazione. Nel crowdfunding, infatti, da un lato vi è chi propone un progetto, che avrà una maggiore riuscita in presenza di un numero maggiore di utenti con una propensione a finanziare, in quanto aumenta la probabilità di riuscire ad ottenere i finanziamenti di cui necessita, dall'altro vi sono i possibili sostenitori, i quali, in presenza di un numero maggiore di progetti, hanno maggiore possibilità di riuscire a soddisfare il bisogno di finanziare un'attività imprenditoriale e investire il proprio denaro. Quindi, la validità di una piattaforma di crowdfunding dipende non solo dalla presenza di imprese, startup o enti di beneficenza, ma soprattutto dalla capacità di attrarre e fidelizzare un gran numero di persone, disponibili a donare e ad investire il proprio denaro in attività rischiose. Per questo è fondamentale, anche per le piattaforme, avere una buona reputazione nel tempo, poiché qualunque comportamento poco trasparente o opportunistico scoraggerebbe l'utenza a rimanere sulla piattaforma e a contribuire con il proprio denaro allo sviluppo dei progetti e, di conseguenza, i founder sarebbero disincentivati a proporre le loro campagne di crowdfunding su tale piattaforma.

Le piattaforme non si sono limitate a veicolare campagne, ma hanno contribuito a definire il linguaggio, le aspettative e i modelli operativi di questo fenomeno a livello globale. Esse, inoltre, agiscono come costruttori di fiducia in un ambiente digitale in cui l'asimmetria informativa è elevata: i finanziatori non hanno garanzie reali che il progetto sarà portato a termine, tuttavia, decidono di investire perché confidano nella reputazione della piattaforma e nei meccanismi di controllo da essa messi in atto. In questo senso, la piattaforma svolge un ruolo paragonabile a quello delle istituzioni finanziarie tradizionali, seppur declinata in un contesto più fluido e decentralizzato. Secondo Belleflamme, "il crowdfunding non avrebbe mai raggiunto le dimensioni attuali senza piattaforme in grado di coordinare migliaia di micro-transazioni in tempo reale, rendendo accessibile a

chiunque, con pochi clic, la possibilità di sostenere un progetto”⁵⁶. In altre parole, senza queste grandi infrastrutture digitali, il crowdfunding difficilmente avrebbe potuto assumere la portata globale che conosciamo oggi.

2.3.1 Kickstarter

Kickstarter nasce come piattaforma online di *crowdfunding* nel 2009, contestualizzata in un periodo in cui il business model della raccolta online dalla “folla” era già sostanzialmente affermato. La caratteristica peculiare della piattaforma, che la ha fatta emergere in un ambiente già molto competitivo, è stata il focus, sin dalla nascita, su un finanziamento indirizzato principalmente a categorie di tipo creativo⁵⁷.

Proprio grazie a questa peculiarità, le idee più innovative dell’ultimo decennio sono state proposte su questa piattaforma che ha raccolto, infatti, cifre record⁵⁸. In maniera direttamente proporzionale, di conseguenza, è cresciuta l’attenzione virale del mondo online su di essa e la sua notorietà è aumentata esponenzialmente. In un circolo virtuoso, la crescente notorietà ha attirato sempre più founders e backers, rendendo la Kickstarter leader nel settore⁵⁹.

Esempi di progetti di successo che hanno fatto la storia della piattaforma sono: l’e-watch Pebble, orologio digitale personalizzabile, finanziato per 20.338.986\$ da 78.471 utenti⁶⁰; gli occhiali per la realtà aumentata Oculus Rift, con 2.437.429\$⁶¹; la console per videogiochi Ouya, 8.596.474\$ da 63.416 backer⁶²; Coolest Cooler, un frigo portatile capace di fornire innumerevoli servizi, tra cui riprodurre musica grazie alla possibilità di

⁵⁶ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing, vol. 29, n.5, 2014, p.588.

⁵⁷ Kickstarter, Inc., *About Kickstarter*, <https://www.kickstarter.com/about>

⁵⁸ Mollick, E., *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, 29(1), 2014.

⁵⁹ Positionly, *Kickstarter Statistics & Facts (2024–2025)*, <https://positionly.com/blog/kickstarter-stats-facts>

⁶⁰ Kickstarter, *Pebble: E-Paper Watch for iPhone and Android*, <https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android>

⁶¹ Kickstarter, *Oculus Rift: Step Into the Game*, <https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game>

⁶² Kickstarter, *OUYA: A New Kind of Video Game Console*, <https://www.kickstarter.com/projects/ouya/ouya-a-new-kind-of-video-game-console>

collegamento con gli smartphone (obiettivo: 50.000\$ - pledged: 13.285.226\$)⁶³; il progetto cinematografico di Veronica Mars (5.702.153\$ da 91.585 persone)⁶⁴; The Micro, la prima stampante 3D indirizzata a consumatori alla ricerca di semplicità ed intuitività (3.401.361\$)⁶⁵; la graphic novel “FUBAR”, tra i best seller nella lista del *New York Times* nell’anno della sua uscita⁶⁶; il gioco di carte Exploding Kittens, che ha raggiunto la vetta come campagna con maggior numero di backer (ben 219.382)⁶⁷.

Kickstarter ha il ruolo di mettere in contatto tutti coloro che hanno intenzione di dare vita a un progetto creativo richiedente capitale, che definiamo in questo caso particolare “creator”, con l’insieme delle persone definite “backer”, cioè dei potenziali acquirenti, o finanziatori, o anche semplici appassionati che decidono di utilizzare il loro denaro per supportare le campagne pubblicate dai founder. Questi ultimi vengono definiti anche “pledger”, in quanto prendono un impegno (pledge) al momento del finanziamento: viene chiamato impegno proprio perché la transazione finanziaria avviene solo se la campagna raggiunge l’obiettivo target di finanziamento. In caso contrario, nessuna transazione finanziaria avverrà, e l’ammontare verrà restituito nella sua totalità al *backer*⁶⁸.

L’insieme dei backer viene individuato all’interno di un gruppo indefinito molto vasto ed estremamente eterogeneo di individui, con altissima variabilità nel reddito o nella provenienza sociale, che andranno a costituire il “crowd”, cioè la “folla” che risponderà alla chiamata dei founder.

Altrettanto, chiunque ha la possibilità, del tutto gratuitamente, di diventare un founder, rispettando certamente le linee guida imposte dalla piattaforma, ma mantenendo contemporaneamente pieno controllo, potere decisionale e responsabilità sul proprio lavoro. Infatti, il possesso, la proprietà intellettuale e tutti i diritti commerciali del

⁶³ Kickstarter, *Cooler Cooler*,

<https://www.kickstarter.com/projects/ryangrepper/coolest-cooler-21st-century-cooler>

⁶⁴ Kickstarter, *Veronica Mars Movie Project*,

<https://www.kickstarter.com/projects/559914737/the-veronica-mars-movie-project>

⁶⁵ Kickstarter, *The Micro: The First Truly Consumer 3D Printer*,

<https://www.kickstarter.com/projects/m3d/the-micro-the-first-truly-consumer-3d-printer>

⁶⁶ New York Times, *Graphic Books and Manga Best Sellers*,

<https://www.nytimes.com/books/best-sellers/graphic-books-and-manga/>

⁶⁷ Kickstarter, *Exploding Kittens*,

<https://www.kickstarter.com/projects/elanlee/exploding-kittens>

⁶⁸ Kickstarter, Inc., *How Kickstarter Works*,

https://www.kickstarter.com/help/how_it_works/

prodotto creato rimangono totalmente nelle mani del suo creatore, senza che Kickstarter intervenga in alcun modo alterando questi diritti.

Con la creazione di un progetto sul sito Kickstarter, i creators dovranno, sin dall'inizio, definire un obiettivo di budget, un "goal", da raccogliere tramite la campagna di crowdfunding e di un limite di tempo, molto spesso indicato come tempo mancante, ad esempio con "days to go" o "months to go", entro cui concludere la fase di finanziamento.

Gli individui che decidono di finanziare un determinato progetto possono contribuire con cifre che possono andare da 1 dollaro fino a più di 10.000. Da questo enorme range di potenziali donazioni che il backer può fare ad un progetto, deriva quella fortissima eterogeneità che porta le piattaforme di crowdfunding come Kickstarter ad avere una cosa larga base utenti da entrambi i lati: il founder deve, infatti di conseguenza, definire una scala più o meno vasta di livelli di ricompense differenziando così l'offerta di premi e attraendo conseguentemente diverse tipologie di backer; i finanziatori, allo stesso tempo, non sono costretti dai limiti di elevate somme di accesso per supportare i progetti a cui si interessano e, inoltre, possono aggiudicarsi diverse ricompense in base al loro investimento più o meno alto.

Con l'avanzare del tempo, il progetto raccoglierà possibilmente sempre più pledge da diversi donatori, fino allo scadere della durata della campagna individuata al momento della creazione iniziale. Alla data di scadenza, se il totale delle donazioni è uguale o superiore al budget prestabilito, la campagna sarà conclusa con successo; in caso contrario la campagna è considerata fallita.

Kickstarter utilizza il meccanismo all-or-nothing, grazie al quale vengono protetti sia i backer che i creator. Ai finanziatori, infatti, viene evitato di perdere denaro in caso di fallimento della campagna e per i creatori non sussiste l'obbligo di sviluppare il prodotto con un capitale insufficiente⁶⁹. Infatti, in mancanza del meccanismo tutto-o-niente, se un creatore non raggiunge il target della campagna, al termine della stessa sarebbe in ogni

⁶⁹ Agrawal, A., Catalini, C., Goldfarb, A., *Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions*, *Journal of Economics & Management Strategy*, 2015

caso costretto a mantenere la promessa fatta ai supporter, anche nel caso in cui il capitale necessario per la sua impresa era nettamente superiore a quello raccolto.

Per quanto riguarda il meccanismo e l'oggetto di reward, Kickstarter non permette di ricompensare i backer con benefici finanziari per il supporto dato al progetto, ma consente solo premi di natura non monetaria: una consistente contribuzione per la creazione di un lungometraggio potrebbe, ad esempio, permettere di accedere alla prima del film in questione o ad una proiezione privata dello stesso⁷⁰.

Nell'eventualità che un progetto accumuli più denaro di quanto non fosse stato stabilito in precedenza nel target di goal, il denaro in eccesso verrebbe utilizzato per fornire ulteriori servizi ai backer, arricchire l'offerta differenziando ulteriormente il prodotto, aggiungere caratteristiche e funzionalità, lanciare multiple versioni, ecc. Il 94% dei progetti di successo di Kickstarter superano il limite di budget prestabilito. Il caso maggiormente noto di superamento del goal è quello del e-watch Pebble (lanciato nel 2012): in meno di un'ora raccolse 1 milione di dollari, laddove il budget richiesto era di appena 500.000, diventando il progetto di maggior successo nella storia del sito e il più velocemente finanziato.

Al di fuori di questi casi particolari di estremo successo, un progetto richiede in media il raggiungimento di un budget di 5000 dollari; la contribuzione media si aggira intorno ai 71 dollari, laddove la più comune è circa 25 dollari⁷¹. Kickstarter trattiene, inoltre, il 5% dei fondi raccolti per i progetti di successo e chiaramente nulla su quelli falliti, dal momento che l'intero ammontare viene restituito ai *backer*⁷².

Secondo i dati ufficiali della piattaforma, la probabilità di successo di una campagna è fortemente correlata alla fase iniziale della raccolta: circa il 79% dei progetti che raggiunge almeno il 20% dell'obiettivo prefissato viene poi finanziato con successo,

⁷⁰ Kickstarter, Inc., *Prohibited Rewards*,
<https://www.kickstarter.com/rules/prohibited>

⁷¹ Kickstarter, Inc., *Kickstarter Stats*,
<https://www.kickstarter.com/help/stats>

⁷² Kickstarter, Inc., *Fees*,
<https://www.kickstarter.com/help/fees>

mentre circa il 9% delle campagne termina senza ricevere alcun contributo⁷³. Analisi quantitative indipendenti, basate su dataset di centinaia di migliaia di progetti, stimano che la percentuale complessiva di campagne che raggiungono l'obiettivo di finanziamento si attesti intorno al 40%, con oscillazioni contenute nel tempo tra il 39% e il 42%⁷⁴. Tali valori, confermati anche da statistiche aggregate aggiornate al periodo 2024–2025, indicano come la maggioranza dei progetti non riesca a superare la soglia di finanziamento, evidenziando l'elevato livello di selezione del mercato⁷⁵. È tuttavia opportuno distinguere il successo della raccolta dal successo operativo del progetto: la letteratura accademica mostra infatti che una quota significativa di campagne finanziate incontra ritardi o difficoltà nella consegna delle ricompense promesse ai sostenitori⁷⁶.

2.3.2 CrowdFundMe

CrowdFundMe rappresenta uno dei principali casi di studio nel panorama italiano del crowdfunding, distinguendosi come una delle prime piattaforme nazionali ad aver operato in modo strutturato nel settore dell'equity crowdfunding. La società viene fondata nel 2013, in una fase ancora embrionale del mercato italiano del crowdfunding, e avvia la propria operatività nel 2016, in concomitanza con l'entrata in vigore del primo quadro regolamentare nazionale dedicato all'equity crowdfunding⁷⁷. Fin dalla sua nascita, la piattaforma si è posta l'obiettivo di facilitare l'incontro tra investitori retail e imprese ad alto potenziale di crescita, con un focus iniziale su startup innovative e PMI, ampliando successivamente la propria offerta anche al real estate crowdfunding e agli strumenti di debito⁷⁸.

Dal punto di vista quantitativo, CrowdFundMe evidenzia una crescita significativa nel corso degli anni. Secondo i dati ufficiali comunicati dalla società nel marzo 2025, la

⁷³ Kickstarter, Inc., *Kickstarter Stats*, <https://www.kickstarter.com/help/stats>

⁷⁴ Positionly, *Kickstarter Statistics & Facts (2024–2025)*, <https://positionly.com/blog/inbound-marketing/kickstarter-stats-facts-2023-everything-you-need-to-know/>

⁷⁵ Kickstarter, Inc., *Kickstarter Is the Biggest Platform for Games*, Kickstarter Updates, 2024, <https://updates.kickstarter.com/kickstarter-biggest-platform-for-games/>

⁷⁶ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 1, 2014, pp. 1–16

⁷⁷ CrowdFundMe S.p.A., *Chi siamo*, <https://www.crowdfundme.it/chi-siamo/>

⁷⁸ CrowdFundMe S.p.A., *Equity crowdfunding, Real estate e Lending*, <https://www.crowdfundme.it/>

piattaforma ha superato la soglia dei 200 milioni di euro di raccolta complessiva, sostenendo oltre 657 progetti e operazioni, tra startup, PMI e iniziative immobiliari. Nello stesso periodo, CrowdFundMe dichiara di aver gestito più di 93.600 investimenti, con il coinvolgimento di una base ampia e diversificata di investitori retail, e di aver contribuito indirettamente alla creazione di oltre 5.200 posti di lavoro. Particolarmente rilevante è inoltre il dato relativo alle exit, pari a 13 operazioni concluse con successo, che rappresentano un indicatore chiave della maturità della piattaforma e della capacità di generare ritorni per gli investitori⁷⁹.

Il modello di funzionamento di CrowdFundMe si inserisce nel più ampio contesto normativo europeo del crowdfunding. Con l'entrata in applicazione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (ECSP), il settore ha conosciuto una profonda armonizzazione normativa. A partire dall'11 novembre 2023, infatti, possono operare esclusivamente le piattaforme autorizzate dalle autorità competenti e iscritte nei registri ufficiali⁸⁰. In tale contesto, CrowdFundMe risulta autorizzata da Consob con delibera n. 22885 del 10 novembre 2023, acquisendo lo status di fornitore di servizi di crowdfunding ai sensi della normativa europea⁸¹. Tale autorizzazione comporta l'adozione di requisiti stringenti in termini di governance, trasparenza informativa, gestione dei conflitti di interesse e tutela degli investitori.

Un elemento centrale del modello CrowdFundMe è rappresentato dall'attenzione agli obblighi informativi nei confronti degli investitori. La piattaforma specifica chiaramente che gli investimenti effettuati tramite crowdfunding non sono coperti dai sistemi di garanzia dei depositi né dagli schemi di indennizzo degli investitori previsti dalla normativa bancaria e finanziaria tradizionale⁸². Questa comunicazione risponde alle prescrizioni del Regolamento ECSP, che mira a rafforzare la consapevolezza del rischio

⁷⁹ CrowdFundMe S.p.A., *Comunicato stampa "CrowdFundMe raggiunge €200 milioni di raccolta"*, 21 marzo 2025.

<https://www.crowdfundme.it/wp-content/uploads/2025/03/CS-200mln.pdf>

⁸⁰ CONSOB, *Registro crowdfunding – sezione ordinaria*,

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/registro-crowdfunding-sezione-ordinaria>

⁸¹ CrowdFundMe S.p.A., footer istituzionale e comunicazioni regolamentari,

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

⁸² CrowdFundMe S.p.A., *Avvertenze per gli investitori ai sensi del Regolamento (UE) 2020/1503*,

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

da parte degli investitori retail, soprattutto in relazione alla natura illiquida e ad alto rischio degli strumenti offerti.

Dal punto di vista economico, il modello di business di CrowdFundMe si fonda prevalentemente su una commissione applicata alle campagne concluse con successo, secondo una logica di success fee. Come descritto nella documentazione societaria, i ricavi della piattaforma derivano da una percentuale delle somme raccolte, dovuta esclusivamente nel caso in cui la campagna raggiunga la soglia minima di finanziamento stabilita⁸³. Tale struttura incentiva il gestore della piattaforma a selezionare progetti con elevate probabilità di successo e ad accompagnare le imprese nella fase di preparazione della campagna, riducendo al contempo il rischio per gli emittenti di sostenere costi in assenza di raccolta effettiva.

Dal punto di vista del ruolo degli attori coinvolti, CrowdFundMe si configura come un intermediario tecnologico che facilita l'incontro tra domanda e offerta di capitale, senza assumere partecipazioni dirette nelle imprese finanziate. Gli investitori, prevalentemente retail ma con la presenza anche di investitori professionali, possono accedere a opportunità di investimento con soglie di ingresso relativamente contenute, favorendo una democratizzazione dell'accesso al capitale di rischio⁸⁴. Le imprese, dal canto loro, mantengono il controllo societario e la titolarità dei diritti economici e decisionali, pur accettando un aumento della base azionaria e degli obblighi di rendicontazione verso gli investitori.

Nel complesso, CrowdFundMe si configura come un esempio emblematico di piattaforma di crowdfund investing matura nel contesto italiano, capace di coniugare crescita quantitativa, adeguamento normativo e strutturazione del modello di business. La sua evoluzione riflette le trasformazioni del crowdfunding europeo, sempre più orientato verso standard di trasparenza, tutela dell'investitore e integrazione con i mercati finanziari tradizionali.

⁸³ CrowdFundMe S.p.A., *Documento di Ammissione alle negoziazioni su AIM Italia*, 2019, sezione "Modello di business".

<https://www.crowdfundme.it/wp-content/uploads/2019/03/Documento-di-ammissione-CFM.pdf>

⁸⁴ ESMA, *Guidelines on crowdfunding service providers*, 2023.

Capitolo III -Il processo di una campagna

Per comprendere a pieno le potenzialità del crowdfunding, esso deve essere considerato come un processo articolato, composto di più fasi, ognuna delle quali richiede attività specifiche e un diverso livello di attenzione¹. Una delle prime concettualizzazioni ha distinto due momenti principali dal punto di vista dei sostenitori: la fase del pre-investimento e quella del post investimento². La prima comprende tutte le attività di analisi e valutazione preliminare che orientano la decisione di finanziare il progetto, sulla base di motivazioni economiche, sociali o personali. La fase successiva riguarda invece l'eventuale coinvolgimento dei backer nelle fasi più avanzate dell'iniziativa, sia attraverso attività a valore aggiunto, sia mediante ulteriori contributi economici.

Per poter lanciare una campagna di crowdfunding è necessario seguire un percorso sensato e delineato, che prevede, oltre alla predisposizione dei materiali di comunicazione e degli strumenti digitali, una serie di adempimenti formali, organizzativi e gestionali. La letteratura sul tema ha inizialmente sintetizzato questo processo in tre momenti fondamentali: prima, durante e dopo la campagna³. Gerber e Hui, in uno studio empirico tra i più citati, hanno mostrato come i proponenti percepiscano il crowdfunding come un percorso scandito da un prima di preparazione, in cui deve esserci una chiara definizione degli obiettivi, un durante di gestione, in cui la comunicazione deve essere trasparente e il coinvolgimento della community deve essere attivo, e un dopo legato agli esiti e agli obblighi derivanti dalla stessa raccolta⁴. Solo così il promotore conquisterà un elevato livello di fiducia nei confronti degli eventuali investitori.

Le ricerche più recenti hanno articolato questo schema in modo più dettagliato, individuando sette fasi distinte, che corrispondono ai tre stadi originari ma consentono una comprensione più chiara e operativa del processo⁵. In particolare, tale modello

¹ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 5, 2014, pp. 585-586.

² O.M. Lehner, *Crowdfunding Social Ventures: a Model and Research Agenda*, *Venture Capital*, vol. 15, n. 4, 2013, pp. 289-291.

³ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 1, 2014, pp. 2-4.

⁴ E.M. Gerber, J.S. Hui, *Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation*, *Proceedings of the ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work (CSCW)*, 2013, pp. 1-3.

⁵ V. Kuppaswamy, B.L. Bayus, *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter*, SSRN Working Paper, 2017, pp. 4-6.

identifica tre macro-fasi (pre-campagna, campagna live, post-campagna) e, al loro interno, specifiche sottofasi, ognuna delle quali è associata ad attività concrete e responsabilità precise del proponente. Questo approccio non si limita a descrivere la dinamica del crowdfunding, ma assume una valenza normativa, offrendo le migliori procedure finalizzate ad aumentare le probabilità di successo.

L'evoluzione della tripartizione “prima-durante-dopo” al modello delle sette fasi rappresenta un passaggio concettuale fondamentale. Non si tratta solo di un affinamento analitico, ma della possibilità di trasformare la teoria in linee guida pratiche. Le sette fasi individuate, che si articolano in fase preliminare, pianificazione, pre-lancio, lancio, gestione live, chiusura della campagna, post-campagna, coprono l'intero ciclo di vita del crowdfunding e offrono ai proponenti una vera e propria checklist operativa⁶. Ogni fase, infatti, richiede attività specifiche: dalla scelta del titolo e della narrazione nella fase di lancio, alla gestione delle ricompense nel post-campagna. Costruire una campagna di crowdfunding non significa soltanto predisporre una pagina online con un obiettivo economico. È un vero e proprio processo articolato che integra pianificazione strategica, narrazione, gestione della community e rendicontazione. Ogni fase è interconnessa e contribuisce alla credibilità complessiva del progetto.

La prima delle sette sottofasi è quella di planning in cui vengono definiti i piani che il promotore intende raggiungere. Viene poi effettuata una valutazione delle diverse piattaforme su cui avviare la campagna e vengono preparati i documenti utili alla promozione della campagna e all'approvazione di quest'ultima⁷. In questa fase viene inoltre preparato un execution plan in cui vengono definite le varie attività da svolgere e le loro scadenze. La fase di planning è seguita da quella di creation nella quale i documenti precedentemente preparati vengono caricati sulla piattaforma selezionata e presentati sui social network come X, Facebook e Instagram in modo da poter raccogliere dei primi feedback. Successivamente si passa alla fase di review nella quale la piattaforma revisiona i documenti caricati per assicurarsi che siano in linea con la normativa.⁸ Una volta

⁶ A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, Crowd-Funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms, *Journal of Service Management*, vol. 22, n. 4, 2011, pp. 443–446.

⁷ P. Belleflamme, N. Omrani, M. Peitz, *The Economics of Crowdfunding Platforms*, *Information Economics and Policy*, vol. 33, 2015, pp. 12–14.

⁸ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, artt. 1–2.

terminata la revisione della documentazione, questa viene resa pubblica e ha finalmente inizio il processo di raccolta del capitale. Una volta approvata la campagna resta online per un determinato periodo di tempo in cui i fundraiser avviano la fase di management. Durante questa fase la campagna viene pubblicizzata sia online sia offline e vengono gradualmente fornite maggiori informazioni agli utenti. È fondamentale in questa fase prestare attenzione ai commenti degli utenti, raccogliendo suggerimenti o domande, così da poter mostrare affidabilità ed evitare la perdita di potenziali contributori. È in questa fase che il processo di decision making viene attivato e supportato. La fase di management termina quando la campagna raggiunge il tempo limite ed inizia così la fase dei results, che possono cambiare a seconda che si tratti di uno schema all or nothing o take it all. In entrambi gli schemi utilizzati le piattaforme prima di girare i fondi ai promotori trattengono una commissione.⁹ Nel caso di schema all or nothing, la commissione sarà trattenuta solo se la campagna raggiunge l'obiettivo minimo di raccolta nel tempo prefissato.

Terminata quindi la fase della campagna, inizia la fase del post campaign, con la prima sottofase individuata come deliver on campaign promise. Questa sottofase consiste nello spedire i prodotti o i servizi promessi nel caso di non-investment crowdfunding, di pagare i prestiti ricevuti con gli interessi nel caso di lending crowdfunding o di informare gli investitori circa i tassi di crescita e i risultati finanziari dell'impresa nel caso di equity crowdfunding.¹⁰ Inoltre, in questa fase, le imprese devono informare i loro sostenitori nel caso in cui ci dovessero essere dei cambiamenti nel processo originale e metterli al corrente delle implicazioni che i cambiamenti comportano. L'ultima fase è caratterizzata dal develop further relations: una volta completata la campagna, le imprese devono tenere vive e sviluppare le relazioni che si sono create con i sostenitori, che rappresentano un asset per l'impresa promotrice poiché possono essere coinvolti per finanziare ulteriori iniziative o progetti utili alla crescita del business¹¹. A tal proposito è stato dimostrato che tali imprese che riescono a sviluppare una rete di sostenitori solida, sono maggiormente

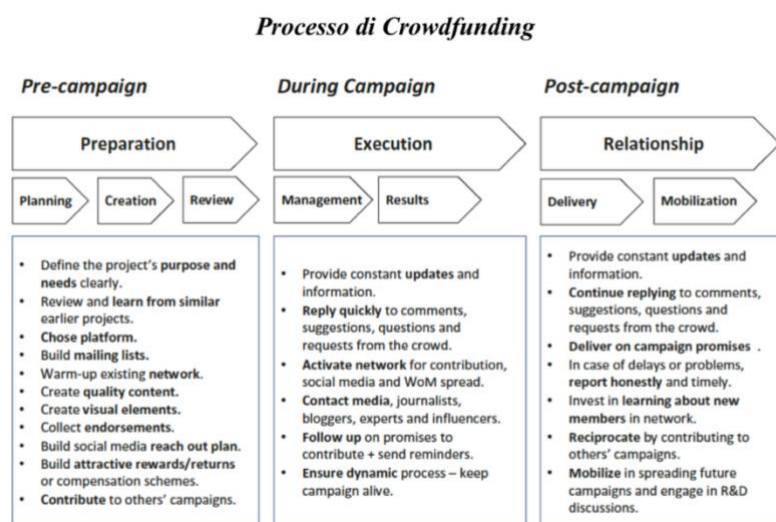
⁹ A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, *Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions*, *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 24, n. 2, 2015, pp. 254–256.

¹⁰ E. Mollick, V. Kuppaswamy, *After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding*, SSRN Working Paper, 2014, pp. 2–3.

¹¹ M.G. Colombo, C. Franzoni, C. Rossi-Lamastra, *Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n. 1, 2015, pp. 77–80.

supportate in altre campagne, aumentando così le possibilità che queste vadano a buon fine. Bisogna in ogni caso tenere in considerazione che il sostegno diminuisce nel tempo se il numero di campagne intraprese dalle aziende diventa eccessivo.

Secondo Alessandro Brunello, uno dei primi divulgatori italiani del fenomeno, il crowdfunding deve essere inteso come un percorso strategico in cui il proponente si trova a dover progettare non solo il reperimento delle risorse, ma anche la costruzione di una relazione di fiducia con un pubblico che diventa parte del progetto stesso¹².



Fonte: Advances in Crowdfunding: Research and Practice (2020)

3.1 Obiettivi e soglia di finanziamento

In una campagna di crowdfunding la definizione degli obiettivi economici e non economici e della soglia di finanziamento, che è spesso accompagnata da un eventuale massimo, non è un passaggio semplicemente contabile, ma piuttosto rappresenta una scelta di vero e proprio design della campagna che incide sulla credibilità del progetto, sul comportamento dei backer, sia sulla gestione del rischio di sottofinanziamento, che sui vincoli giuridico-regolamentari e sulla performance finale della raccolta¹³. La letteratura accademica mostra che, nelle piattaforme reward e donation, la dimensione del goal è correlata in modo significativo alla probabilità di successo e alla dinamica delle

¹² A. Brunello, *Il manuale del crowdfunding*, Milano, LSWR Editore, 2014, pp. 14-15.

¹³ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, cit., pp. 3-5.

contribuzioni nel tempo; allo stesso modo, per equity e lending, la soglia di raccolta si intreccia con i profili di tutela degli investitori e con regole di informativa e compliance¹⁴. Secondo la dottrina, una campagna efficace riesce a combinare obiettivi economici e non economici, creando valore anche in termini di reputazione e posizionamento.

In termini generali, “obiettivo” e “soglia” svolgono due funzioni complementari: l’obiettivo, da una parte chiarisce perché si raccoglie e che cosa si realizzerà con le risorse, mentre, dall’altra, la soglia definisce quanto è necessario perché l’operazione sia realizzabile e, a seconda del modello (all-or-nothing o keep-it-all), determina se la campagna possa considerarsi riuscita o meno e con quali conseguenze (erogazione fondi o restituzione).

Sebbene la narrativa più immediata identifichi il crowdfunding come “raccolta di capitale”, i proponenti impostano spesso obiettivi plurimi, che è utile distinguere perché ciascuno influenza come si fissa la soglia e come la si comunica. L’obiettivo finanziario di base serve a coprire un fabbisogno minimo che comprende step come prototipazione, produzione, marketing, certificazioni, logistica, working capital. In quest’ottica la soglia non è semplicemente auspicabile, ma necessaria: il target, in questo senso, deve rappresentare la cifra sotto la quale il progetto rischia di non essere realizzabile o di generare un prodotto, o un servizio in base ai casi, qualitativamente inferiore rispetto alle promesse.

Un punto ricorrente nella ricerca empirica è che obiettivi e soglie eccessivamente elevati possono ridurre la probabilità di successo, in quanto aumentano la distanza psicologica dal traguardo e la percezione di rischio negli utenti, mentre al contrario, in caso di obiettivi troppo bassi si possono creare problemi di esecuzione o è possibile che si comprometta la credibilità se le richieste appaiono irrealistiche rispetto all’ambizione dichiarata.¹⁵

¹⁴ G.K.C. Ahlers, D. Cumming, C. Günther, D. Schweizer, *Signaling in Equity Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n. 4, 2015, pp. 956–959.

¹⁵ J.-A. Koch, M. Siering, *Crowdfunding Success Factors: The Characteristics of Successfully Funded Projects on Crowdfunding Platforms*, 2015, pp. 6–7.

La validazione del progetto che si propone sul mercato è un aspetto, dunque, fondamentale quando si definiscono soglie e obiettivi di una campagna. In tale prospettiva, il crowdfunding si configura come uno strumento di verifica preventiva della sostenibilità commerciale di un'iniziativa, consentendo al proponente di testare l'effettivo interesse dei potenziali destinatari prima di intraprendere investimenti strutturali o irreversibili¹⁶. Per validazione si intende, in particolare, la dimostrazione empirica dell'esistenza di una domanda reale e sufficientemente ampia per il prodotto, il servizio o l'iniziativa proposta. A differenza delle tradizionali tecniche di indagine di mercato, che possono essere sondaggi, interviste o focus group, il crowdfunding presenta una caratteristica distintiva: l'interesse manifestato dai soggetti coinvolti si traduce in un impegno economico concreto. I finanziatori, infatti, non si limitano a esprimere un'opinione favorevole, ma decidono di allocare risorse finanziarie, accettando un certo grado di rischio. Tale elemento conferisce alla validazione ottenuta tramite crowdfunding un elevato valore informativo.

In questo quadro, la soglia di finanziamento svolge un ruolo centrale, poiché rappresenta non soltanto un ammontare monetario, ma una vera e propria misura della domanda minima necessaria affinché il progetto possa considerarsi economicamente e commercialmente sostenibile. La soglia diviene, pertanto, l'espressione quantitativa di quella che può essere definita *minimum viable demand*, ossia il livello minimo di adesione del mercato richiesto per giustificare l'avvio dell'iniziativa.

Quando la soglia viene fissata in modo coerente con i costi di produzione e con il modello di business, il suo raggiungimento consente di affermare che il progetto ha superato una prima prova di fattibilità non solo tecnica, ma anche commerciale. Il crowdfunding assume così la funzione di *proof of concept*, dimostrando che esiste un numero sufficiente di soggetti disposti ad acquistare o sostenere il progetto alle condizioni proposte, in termini di prezzo, caratteristiche del prodotto e modalità di fruizione.

¹⁶ A. Schwienbacher, B. Larralde, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in D. Cumming (a cura di), *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, 2012, pp. 370–373.

È possibile distinguere, a tal proposito, due livelli di validazione. Da un lato, la validazione economica, che si rifa alla capacità del progetto di coprire i costi e di operare in condizioni di equilibrio finanziario; dall'altro, la validazione strategica, che riguarda la rispondenza dell'iniziativa ai bisogni del mercato, l'adeguatezza del posizionamento e l'attrattività della proposta di valore. In entrambi i casi, la soglia di finanziamento rappresenta il punto di intersezione tra le esigenze interne del proponente e le preferenze esterne dei finanziatori.

La funzione di validazione risulta particolarmente efficace nelle campagne strutturate secondo il modello all-or-nothing, nel quale il raggiungimento della soglia costituisce una condizione necessaria per il perfezionamento della raccolta. In tale schema, il mancato conseguimento dell'obiettivo comporta la restituzione delle somme versate e l'abbandono del progetto, segnalando l'assenza di una domanda sufficiente. Al contrario, il superamento della soglia produce un duplice effetto: consente al proponente di accedere ai fondi raccolti e fornisce al mercato un segnale positivo circa la qualità e l'attrattiva dell'iniziativa.

Dal punto di vista dei finanziatori, la soglia svolge inoltre una funzione di tutela, riducendo il rischio di sostenere progetti che, in assenza di una massa critica di adesioni, potrebbero non essere portati a termine. Dal punto di vista del proponente, invece, essa contribuisce a limitare l'azzardo morale, imponendo una disciplina progettuale e una pianificazione realistica dei costi e degli obiettivi.

La validazione ottenuta tramite crowdfunding produce, infine, effetti che si estendono oltre l'ambito della singola campagna. Il raggiungimento della soglia può essere interpretato da soggetti terzi – quali investitori professionali, istituti di credito o partner industriali – come un indicatore di validazione e di interesse del mercato. In questo senso, il crowdfunding si inserisce in un percorso di finanziamento più ampio, fungendo da strumento di selezione e di segnalazione in grado di ridurre le asimmetrie informative tipiche delle fasi iniziali di un progetto imprenditoriale.

In conclusione, l'obiettivo di validazione rappresenta uno degli elementi qualificanti del crowdfunding rispetto ad altre forme di finanziamento early-stage. La soglia di finanziamento, lontana dall'essere un mero dato quantitativo, assume una funzione

economica, informativa e strategica, poiché il suo raggiungimento equivale alla dimostrazione dell'esistenza di una domanda minima disposta a sostenere il progetto con risorse reali, trasformando la raccolta fondi in una vera e propria prova di mercato.

Crowdfunding e marketing sono co-dipendenti: la campagna genera awareness, reputazione e una prima base di sostenitori che può trasformarsi in clienti fedeli o addirittura ambassador. In questo quadro la soglia influenza il messaggio: un target "vicino" e progresso rapido e costante alimentano engagement e condivisioni, mentre una soglia percepita come irraggiungibile può indebolire la spinta virale. Mollick, analizzando un ampio dataset di progetti, evidenzia l'importanza di segnali di qualità e di rete personale nella performance delle campagne.¹⁷

Nell'equity crowdfunding la soglia può anche fungere da segnale verso il mercato: una raccolta che supera rapidamente un minimo può agevolare nuove proposte e negoziazioni con investitori professionali. In alcuni contesti, la campagna è frammentata in più step che compongono un percorso più ampio. In questo modo gli obiettivi progressivi sono completare una prima tranche con investitori retail, successivamente ridurre l'asimmetria dell'informazione, aumentare la valutazione implicita e dimostrare la validazione dal mercato.

La definizione della soglia è un tema fondamentale quando si decide come si vuole inquadrare un progetto e quali sono le necessità dello stesso. Come spiegato in precedenza, nel modello all-or-nothing (AON), se il target non è raggiunto entro la scadenza, i contributi vengono restituiti e il proponente non incassa, facendo decadere l'obbligo di attuazione del progetto. Nel modello keep-it-all (KIA), invece, il proponente trattiene quanto raccolto anche se non raggiunge il goal, trasferendo parte del rischio di sotto-finanziamento ai finanziatori, in quanto, in questo caso persiste l'obbligo di dar vita al progetto. La comparazione tra questi schemi è ampiamente discussa in letteratura: Cumming, Leboeuf e Schwienbacher descrivono come l'AON possa proteggere la folla dal rischio di finanziare progetti non realizzabili, mentre il KIA può essere adatto quando

¹⁷ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding*, cit., pp. 5–7.

l'attività è modulare o quando anche un importo inferiore genera comunque utilità.¹⁸ Esiste un'alternativa a questi due modelli opposti, in cui si stabiliscono un minimo tecnico-economico (soft-cap) e un massimo (hard-cap), in base ai quali si definiscono degli obiettivi intermedi: si fissano infatti delle soglie intermedie, raggiunte le quali si arriverà a diversi sviluppi del progetto, che sia in termini di qualità se si tratta di servizi, o in termini di quantità se si tratta di prodotti. Questa architettura intermedia consente di ridurre ambiguità e rafforza la percezione di controllo esecutivo.

Oltre alle soglie economiche, ad influenzare l'andamento e l'eventuale successo di una campagna di crowdfunding contribuiscono quelle che la ricerca definisce soglie comportamentali, ossia i livelli di progresso. Si riconoscono due momenti critici: il momento iniziale e l'ultimo periodo. Il momento iniziale funge da segnale di qualità e di adesione sociale. Kuppuswamy e Bayus evidenziano come l'informazione sociale e l'avanzamento verso il goal influenzino i pattern di contribuzione nel tempo.¹⁹

Dal punto di vista operativo, ciò suggerisce che la definizione della soglia dovrebbe tenere conto non solo dei costi, ma anche di una traiettoria realistica di raccolta: un target più basso può facilitare il raggiungimento rapido di percentuali "psicologiche" (es. 20–30% nei primi giorni), attivando un circolo virtuoso di proof e visibilità. Tesi e lavori applicativi italiani riportano spesso soglie empiriche di "credibilità" nelle prime fasi (es. percentuali raggiunte nelle prime 48 ore), utili più come euristiche che come regole universali.²⁰

3.2 Come si determina la soglia: criteri economici, comunicativi e di governance

La determinazione del target dovrebbe seguire un processo strutturato, bilanciando tre piani: il piano comunicativo, il piano economico e il piano di governance.

¹⁸ D. Cumming, G. Leboeuf, A. Schwienbacher, *Crowdfunding Models: Keep-it-All vs All-or-Nothing*, *Financial Management*, vol. 49, n. 2, 2020, pp. 337–340.

¹⁹ V. Kuppuswamy, B.L. Bayus, *Crowdfunding Creative Ideas*, cit., pp. 10–12.

²⁰ V. Kuppuswamy, B.L. Bayus, *Crowdfunding Creative Ideas*, cit., pp. 14–15.

Per quanto riguarda il piano economico, è necessario ovviamente che il goal minimo copra il fabbisogno netto per attuare il progetto proposto. Nel caso di un modello reward-based, bisogna anche considerare il costo delle ricompense e l'impatto dei livelli iniziali.

In ogni caso l'asset di un approccio robusto prevede che nella definizione del target vengano considerati: i costi minimi di esecuzione, quindi i costi dei materiali, del lavoro, dei fornitori e della logistica; i costi di campagna che include la produzione di contenuti, ads e PR; le commissioni della piattaforma di crowdfunding e quelle della piattaforma di pagamento; i cuscinetti per eventuali rischi che possono verificarsi in resi, ritardi e l'oscillazione del prezzo delle materie.

Dal punto di vista comunicativo, una soglia troppo tecnica può essere percepita come arbitraria. È infatti utile tradurre la soglia come unità di outcome e spiegare con chiarezza perché sotto a quel livello non si garantisce la consegna o la qualità della promessa. Ad esempio, si può porre come soglia un minimo di backer oltre alla cifra economica, spiegando la necessità di creare una community che supporti il soggetto: in questo modo, l'investitore ha la percezione di partecipare ad un progetto più solido.

Nell'equity crowdfunding la soglia incide direttamente su diluizione e assetto proprietario. Un hard cap può evitare una diluizione eccessiva o una frammentazione della compagine, mentre un soft cap tutela dall'avvio di un progetto sottocapitalizzato. La dottrina italiana ha evidenziato il ruolo dell'informazione e della struttura nella disciplina dell'equity crowdfunding, con attenzione alla tutela dell'investitore e alla qualità delle disclosure.²¹

Accanto alle soglie definite dal proponente, esistono soglie "esterne" che derivano dal diritto dell'Unione e dalle discipline nazionali. Sono particolarmente rilevanti nell'equity/lending crowdfunding. Il Regolamento (UE) 2020/1503 ha introdotto un quadro europeo per i fornitori di servizi di crowdfunding (ECSP), prevedendo un ambito applicativo collegato, tra l'altro, al limite di EUR 5.000.000 raccolti in un periodo di 12

²¹ CONSOB, Regolamento n. 18592/2013 (e successive modifiche), artt. 13–15.

mesi per ciascun project owner. Questa soglia non è “il goal di campagna”, ma un tetto regolamentare che incide sulla strutturazione delle offerte e sulla scelta del canale.

Nel diritto UE, il tema delle soglie si lega anche al Regolamento Prospetto (Reg. (UE) 2017/1129)²² e alle opzioni nazionali per esenzioni sotto certe soglie. ESMA pubblica documenti di sintesi delle soglie nazionali sotto le quali l’obbligo di prospetto non si applica, mostrando eterogeneità tra Stati membri (nel perimetro consentito dal regolamento). In Italia l’equity crowdfunding è stata regolato con anticipo rispetto al quadro UE, tramite interventi nel TUF e il Regolamento CONSOB n. 18592/2013 (e successive modifiche)²³.

3.3 Implicazioni operative: come obiettivo e soglia influenzano il successo

La letteratura e la prassi convergono su alcuni punti chiave per quanto riguarda le condizioni in conseguenza delle quali una campagna di crowdfunding avrà successo o meno.

Innanzitutto, la coerenza tra obiettivo e soglia risulta essere fondamentale per una campagna di successo. Se l’obiettivo narrato è molto ambizioso ma la soglia è bassa, può nascere dissonanza e può nascere nei potenziali backer la sensazione di poca ambizione per chi propone il progetto. Al contrario, se l’obiettivo è modesto ma la soglia è alta, può sembrare inefficienza o scarsa padronanza dei costi.

Un altro aspetto fondamentale di cui il proponente deve assolutamente curarsi è quello di esplicitare i possibili scenari e mantenere un’assoluta trasparenza. Esplicitare cosa accade se si supera il target o se, al contrario si arriva solo al minimo riduce l’incertezza dell’investitore e mitiga il rischio reputazionale. Inoltre, dimostra uno studio e un’attenzione meticolosa da parte del proponente.

Se esistono “soglie comportamentali”, allora la campagna deve pianificare azioni che massimizzino la raccolta iniziale attraverso azioni di marketing e di coinvolgimento quali

²² Regolamento (UE) 2020/1503, cit., art. 1, par. 2.

²³ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, art. 1.

il pre-lancio, la creazione di una community e di una lista contatti. Il superamento di certe percentuali iniziali può fungere da segnale e acceleratore.

Gran parte della probabilità di riuscita dipende dalla scelta corretta del modello. In progetti indivisibili l'AON è spesso preferibile; in progetti modulari o scalabili può avere senso KIA, purché si chiarisca come verranno usati i fondi in caso di raccolta inferiore alle attese. Il project owner, inoltre, deve progettare soglia e struttura dell'offerta in modo compatibile con i limiti di importo, gli obblighi informativi e la cornice applicabile (nazionale/UE, a seconda del caso e della qualificazione del servizio).

3.4 Struttura della comunicazione e storytelling

La comunicazione rappresenta uno degli elementi più determinanti per il successo di una campagna. In un contesto caratterizzato da un'elevata competizione per l'attenzione degli utenti, la capacità di raccontare efficacemente il progetto assume un ruolo centrale. Lo storytelling consente di trasformare un'idea imprenditoriale o sociale in una narrazione capace di coinvolgere emotivamente il pubblico, creando un legame tra consumatore e prodotto²⁴.

Secondo Salmon, lo storytelling non è soltanto una tecnica comunicativa, ma un vero e proprio strumento di costruzione del significato, in grado di orientare la percezione e l'interpretazione dei messaggi da parte degli individui²⁵. Nel contesto delle campagne, la narrazione si struttura generalmente attorno a quattro elementi principali: il problema da risolvere, la soluzione proposta, i soggetti coinvolti e l'impatto atteso.

Una comunicazione efficace deve essere chiara, coerente e trasparente. La chiarezza riguarda la semplicità del messaggio, che deve essere comprensibile anche a soggetti non esperti; la coerenza attiene all'allineamento tra contenuti, tono e canali utilizzati; la trasparenza, infine, è fondamentale per ridurre l'asimmetria informativa tra promotore e finanziatori²⁶.

²⁴ A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, *Crowd-Funding*, cit., pp. 444–447.

²⁵ C. Salmon, *Storytelling. La fabbrica delle storie*, Roma, Fazi Editore, 2008, pp. 11–13.

²⁶ G.A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n. 3, 1970, pp. 488–490.

Numerosi studi sottolineano come lo storytelling contribuisca anche alla costruzione della fiducia e dell'esperienza di marca, influenzando positivamente la propensione al finanziamento²⁷. La dimensione emotiva della comunicazione, tuttavia, deve essere bilanciata da contenuti informativi accurati, al fine di evitare percezioni di opportunismo o manipolazione.

3.5 Social network e partecipazione della community

I social network svolgono un ruolo cruciale nella diffusione delle campagne e nel coinvolgimento dei sostenitori. Essi permettono una comunicazione bidirezionale, favorendo l'interazione continua tra promotore e community. Kaplan e Haenlein definiscono i social media come un insieme di applicazioni basate su Internet che consentono la creazione e lo scambio di contenuti generati dagli utenti²⁸.

Nel contesto delle campagne, i social network consentono di ampliare la visibilità dell'iniziativa, raggiungere nuovi potenziali finanziatori e stimolare il passaparola. La scelta delle piattaforme più appropriate dipende dal target di riferimento e dalle caratteristiche del progetto. Un utilizzo strategico dei social media richiede la pianificazione dei contenuti e la coerenza del messaggio su tutti i canali²⁹.

La community rappresenta un attore centrale del processo. I sostenitori non sono semplici finanziatori, ma partecipanti attivi che contribuiscono alla diffusione della campagna e alla sua legittimazione sociale. Il coinvolgimento della community si realizza attraverso aggiornamenti periodici, risposte ai commenti e valorizzazione dei contributi individuali³⁰.

Un ruolo particolarmente rilevante è svolto dai contenuti generati dagli utenti, quali commenti, testimonianze e condivisioni. Tali contenuti rafforzano la credibilità della

²⁷ A. Ordanini et al., *Crowd-Funding*, cit., pp. 448–450.

²⁸ A.M. Kaplan, M. Haenlein, *Users of the World, Unite! The Challenges and Opportunities of Social Media*, Business Horizons, vol. 53, n. 1, 2010, pp. 61–63.

²⁹ A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, *Crowdfunding: Geography.*, pp. 256–258.

³⁰ E.M. Gerber, J.S. Hui, *Crowdfunding: Motivations.*, pp. 2–4.

campagna e riducono l'incertezza percepita dai potenziali finanziatori, favorendo un effetto di imitazione e di fiducia collettiva¹³¹.

3.6 Reputazione e fiducia

La fiducia costituisce uno degli elementi più rilevanti nel processo decisionale dei finanziatori. In assenza di un rapporto diretto e personale, il sostenitore è chiamato a valutare la credibilità del promotore sulla base di segnali indiretti. La fiducia, in questo contesto, può essere definita come la disponibilità di un soggetto a esporsi a un rischio sulla base di aspettative positive circa il comportamento altrui.

Zucker individua diverse fonti istituzionali della fiducia, tra cui le norme sociali, la reputazione e i meccanismi di controllo. Nel contesto delle campagne, la reputazione del promotore gioca un ruolo fondamentale: esperienze pregresse, competenze dichiarate e qualità della comunicazione contribuiscono a ridurre l'incertezza percepita.

La trasparenza informativa rappresenta uno strumento essenziale per la costruzione della fiducia. Fornire informazioni chiare sull'utilizzo dei fondi, sui tempi di realizzazione e sugli eventuali rischi consente di rafforzare il rapporto tra promotore e sostenitori, creando un meccanismo di accountability. La letteratura sull'e-commerce evidenzia come la fiducia sia un fattore determinante per l'accettazione delle transazioni online, un principio pienamente applicabile anche al crowdfunding.

L'analisi del processo di una campagna mette in evidenza l'interdipendenza tra obiettivi strategici, comunicazione, partecipazione della community e costruzione della fiducia. La definizione degli obiettivi e della soglia di finanziamento fornisce la base strategica dell'iniziativa, mentre lo storytelling e i social network rappresentano gli strumenti attraverso cui il progetto prende forma agli occhi del pubblico. La reputazione e la fiducia, infine, costituiscono il presupposto indispensabile per la partecipazione attiva dei sostenitori e per il successo complessivo della campagna.

³¹ V. Kuppaswamy, B.L. Bayus, *Crowdfunding Creative Ideas*, pp. 18–20.

Capitolo IV - La composizione dei team

4.1 Premessa e obiettivi del capitolo

Nel contesto del crowdfunding, e in particolare dell'equity crowdfunding, il ruolo del team imprenditoriale assume un'importanza centrale nel determinare la percezione del progetto da parte degli investitori e, conseguentemente, la performance della campagna di raccolta fondi. In un mercato caratterizzato da elevata incertezza, asimmetrie informative e limitata possibilità di valutare in modo diretto la qualità effettiva dell'impresa, le informazioni disponibili sul team rappresentano uno dei principali segnali osservabili attraverso cui gli investitori possono costruire aspettative sulla capacità di esecuzione del progetto.

L'obiettivo del presente capitolo è fornire un'analisi descrittiva e qualitativa delle principali caratteristiche del team che possono influenzare l'andamento di una campagna di crowdfunding. Verranno analizzate sia variabili frequentemente considerate nella letteratura accademica (dimensione del team, livello di istruzione, esperienza imprenditoriale e professionale, diversità di competenze e diversità di genere), sia ulteriori caratteristiche che, pur essendo meno frequentemente misurate in studi quantitativi, possono rappresentare fattori determinanti nella capacità di raccolta, come la presenza di ruoli specifici (CEO, CFO, CTO, responsabile marketing), la reputazione individuale, la capacità di comunicazione e la coesione interna del gruppo.

L'analisi descrittiva si colloca all'interno di una prospettiva teorica basata sulla teoria del capitale umano, sulla signaling theory e sui modelli di fiducia e reputazione, che risultano particolarmente rilevanti in mercati digitali e decentralizzati come quello del crowdfunding.¹

¹ G. Becker (1964). "Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education". University of Chicago Press.

4.2 Il team come segnale informativo nelle campagne di crowdfunding

Il crowdfunding è un mercato caratterizzato da una relazione asimmetrica tra chi propone un progetto e chi investe. Gli investitori, soprattutto quelli non professionali, raramente possiedono strumenti tecnici avanzati per valutare in modo approfondito la sostenibilità economico-finanziaria di un'impresa o la reale fattibilità tecnologica di un prodotto. Di conseguenza, la decisione di investimento viene spesso influenzata da segnali indiretti e da indicatori di qualità facilmente osservabili.²

In questo contesto, il team imprenditoriale rappresenta uno dei principali segnali di credibilità del progetto. La qualità del capitale umano può ridurre la percezione di rischio e aumentare la probabilità che il progetto venga effettivamente realizzato. Un team percepito come competente e strutturato è in grado di trasmettere agli investitori un messaggio implicito di affidabilità, professionalità e capacità di gestione.

Nel caso dell'equity crowdfunding, questo aspetto assume una rilevanza ancora maggiore rispetto ad altre forme di crowdfunding (reward-based o donation-based), poiché l'investitore non finanzia semplicemente un prodotto o un'idea, ma acquisisce una quota societaria e si aspetta un ritorno economico futuro. Pertanto, la valutazione del team assume un ruolo simile a quello tipico del venture capital: l'investitore tende a considerare la qualità dei fondatori come un fattore determinante della futura crescita dell'impresa, spesso più rilevante rispetto al prodotto stesso.

4.3 Dimensione del team (team size) e background formativo

Una delle variabili più immediate e osservabili è rappresentata dalla dimensione del team, intesa come numero di persone coinvolte nella gestione e nello sviluppo del progetto. Un team numeroso può rappresentare un vantaggio perché consente una maggiore distribuzione del lavoro e delle responsabilità, aumentando la capacità operativa dell'impresa. Inoltre, la presenza di più membri può suggerire che il progetto sia già in una fase avanzata di sviluppo e che esista un'organizzazione interna strutturata.

² E.Mollick (2014). "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study". Journal of Business Venturing, 29(1), 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>

Tuttavia, l'aumento della dimensione del team non è necessariamente associato in modo lineare a una maggiore probabilità di successo. In letteratura viene spesso evidenziato che team troppo numerosi possono generare costi di coordinamento elevati, conflitti interni e difficoltà decisionali. In particolare, nelle startup in fase early-stage, la capacità di prendere decisioni rapide e flessibili rappresenta un fattore competitivo essenziale, e un team eccessivamente grande può rallentare tali processi.

Pertanto, il team size può essere interpretato come un indicatore ambivalente: da un lato suggerisce maggiore capacità di execution, dall'altro può indicare complessità organizzativa e potenziale inefficienza. La relazione tra dimensione del team e performance di raccolta può dunque dipendere dal contesto settoriale e dalla maturità del progetto.

Un'altra variabile frequentemente analizzata negli studi sul crowdfunding riguarda il livello di istruzione dei membri del team. In particolare, il possesso di titoli universitari avanzati (laurea magistrale, master o dottorato) viene spesso interpretato come segnale di competenza e preparazione tecnica.

Il background formativo può assumere un ruolo particolarmente rilevante nei settori ad alta intensità di conoscenza, come il biotech, il medtech, l'intelligenza artificiale e le tecnologie industriali avanzate. In tali contesti, la presenza di membri con competenze scientifiche certificate può ridurre la percezione di rischio tecnologico e aumentare la credibilità del progetto.

Tuttavia, la relazione tra livello di istruzione e successo della campagna non è sempre univoca. In molti casi, la formazione accademica può non essere sufficiente a garantire capacità imprenditoriali o competenze gestionali. Un team altamente istruito ma privo di esperienza nel mercato può incontrare difficoltà nel trasformare un'innovazione tecnica in un modello di business sostenibile. Di conseguenza, il livello di istruzione risulta spesso più efficace quando combinato con esperienza pratica e competenze manageriali.

Dal punto di vista descrittivo, nei progetti di equity crowdfunding si osserva frequentemente una composizione mista: figure tecniche con background universitario avanzato e figure con competenze gestionali, commerciali o finanziarie. Tale combinazione può rappresentare un segnale particolarmente positivo per gli investitori, in quanto suggerisce la capacità del team di coprire diverse funzioni critiche.

4.4 Esperienza imprenditoriale, industriale e industry expertise

Tra le caratteristiche più rilevanti del team emerge l'esperienza imprenditoriale pregressa. La presenza di membri che hanno già fondato imprese in passato, anche se non necessariamente con successo, può costituire un importante indicatore di competenza gestionale e capacità di affrontare le difficoltà tipiche delle startup.

L'esperienza imprenditoriale rappresenta una risorsa chiave in quanto include conoscenze tacite difficilmente trasferibili attraverso percorsi formativi tradizionali. Essa comprende competenze legate alla gestione delle risorse, alla pianificazione strategica, alla negoziazione con partner e investitori e alla capacità di adattamento in contesti di elevata incertezza.

In un contesto di crowdfunding, dove gli investitori spesso non hanno accesso a informazioni interne dettagliate, la presenza di un founder con track record imprenditoriale può fungere da segnale di affidabilità.³ Inoltre, un team con esperienza può essere percepito come più capace di rispettare le promesse fatte in campagna e di gestire correttamente la fase post-raccolta, inclusa la comunicazione con gli investitori e la rendicontazione dei risultati.

Accanto all'esperienza imprenditoriale, assume rilevanza anche l'esperienza professionale maturata nel settore di riferimento. Un team può risultare credibile non solo perché composto da individui con competenze imprenditoriali generali, ma anche perché include figure che conoscono in profondità il mercato in cui l'impresa intende operare.

L'industry expertise può riguardare diversi aspetti: conoscenza dei competitor, capacità di analizzare la domanda, comprensione delle dinamiche di prezzo, accesso a reti di contatti e fornitori, conoscenza delle normative specifiche e capacità di dialogare con stakeholder istituzionali.

Nei settori regolamentati, come sanità, biotech, finanza o legaltech, la presenza di competenze specifiche diventa ancora più importante. In tali ambiti, la mancanza di

³ V. Buttice, M.G. Colombo, & M. Wright (2017). "Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success". *Entrepreneurship Theory and Practice*.

esperienza può comportare difficoltà nell'ottenimento di autorizzazioni, certificazioni o compliance normativa. Di conseguenza, un team con competenze settoriali può risultare più convincente agli occhi degli investitori, poiché riduce la probabilità di ostacoli operativi futuri.⁴

4.5 Skill diversity, gender diversity e diversità demografica

La diversità di competenze all'interno del team rappresenta una delle caratteristiche maggiormente discusse nella letteratura su startup e crowdfunding. La skill diversity si riferisce alla presenza, all'interno dello stesso gruppo, di competenze differenti e complementari: tecniche, commerciali, finanziarie, operative, legali e di marketing.

Un team composto da individui con skill complementari può aumentare la capacità dell'impresa di gestire simultaneamente le diverse attività richieste nella fase di crescita. Ad esempio, un progetto tecnologico richiede non solo competenze di sviluppo prodotto, ma anche capacità di commercializzazione, gestione finanziaria e comunicazione con investitori. In assenza di tali competenze, l'impresa può incontrare difficoltà nell'esecuzione e nel raggiungimento degli obiettivi dichiarati.

La diversità di competenze assume un valore particolarmente importante nelle campagne di equity crowdfunding, poiché l'investitore tende a valutare la capacità dell'impresa di scalare e di gestire in modo professionale le risorse raccolte. Inoltre, un team multidisciplinare è spesso in grado di comunicare meglio il progetto, presentando una narrazione più completa e convincente.

In termini descrittivi, le campagne più strutturate tendono a mostrare team che includono almeno tre macro-aree di competenza: competenze tecniche (sviluppo e R&D), competenze commerciali (vendite, marketing, business development) e competenze finanziarie/gestionali (amministrazione, controllo, fundraising).

Negli ultimi anni, la diversità di genere e più in generale la diversità demografica è diventata un tema centrale nella ricerca su innovazione e imprenditorialità. La presenza di team inclusivi può essere associata a una maggiore capacità di generare idee

⁴ S. Vismara, (2016). "Equity retention and social network theory in equity crowdfunding". Small Business Economics, 46, 579–590.

innovative, migliorare i processi decisionali e aumentare la sensibilità verso bisogni di mercato differenti.

Tuttavia, l'impatto della gender diversity sulla performance delle campagne di crowdfunding non è sempre chiaro. Alcuni studi suggeriscono che team più inclusivi possano generare maggiore fiducia e migliorare la percezione etica e sociale del progetto. Altri evidenziano che in mercati dominati da investitori tradizionalmente maschili potrebbero persistere bias culturali e stereotipi, influenzando negativamente l'allocazione delle risorse.

In un'ottica descrittiva, è possibile osservare che molte startup italiane che accedono all'equity crowdfunding presentano ancora una prevalenza maschile nei ruoli apicali. Tuttavia, in settori come servizi, education, health e consumer goods si osserva una maggiore partecipazione femminile.

La diversità demografica include anche altri elementi, come età, provenienza geografica, background culturale e internazionale. Team composti da individui con esperienze internazionali possono risultare più credibili per investitori che valutano la scalabilità globale del progetto.

4.6 La struttura dei ruoli nel team: funzioni tipiche, responsabilità e competenze richieste

Una caratteristica fondamentale dei team imprenditoriali, soprattutto nelle campagne di equity crowdfunding, è la presenza di una struttura organizzativa chiara. Gli investitori non valutano soltanto le competenze individuali, ma anche la capacità del team di distribuirle in modo coerente attraverso ruoli specifici.

Nei progetti di crowdfunding, i ruoli più comuni includono⁵:

⁵ AB Innovation Consulting. "I ruoli chiave e le caratteristiche del team per una startup di successo". <https://www.abinnovationconsulting.com/blog/i-ruoli-chiave-e-le-caratteristiche-del-team-per-una-startup-di-successo/>

- CEO (Chief Executive Officer): responsabile della visione strategica, della gestione complessiva e della comunicazione verso investitori e stakeholder.
- CTO (Chief Technology Officer): responsabile dello sviluppo tecnologico, dell'innovazione e della gestione tecnica del prodotto.
- COO (Chief Operating Officer): responsabile delle operations, della gestione dei processi e della logistica.
- CFO (Chief Financial Officer): responsabile della gestione finanziaria, del controllo di gestione, della pianificazione economica e della raccolta di capitale.
- CMO (Chief Marketing Officer): responsabile delle strategie di marketing, comunicazione e branding.
- Responsabile Business Development: incaricato della crescita commerciale, partnership strategiche e sviluppo di nuovi mercati.
- Responsabile Legale/Compliance: particolarmente importante nei settori regolamentati e nelle società che gestiscono dati sensibili.
- Responsabile R&D (Research & Development): centrale nei progetti ad alta intensità tecnologica e scientifica.

La presenza di questi ruoli non implica necessariamente che il team sia composto da molte persone, poiché spesso nelle startup early-stage una singola figura può ricoprire più funzioni. Tuttavia, ciò che rileva è la capacità del team di dimostrare che ogni area critica sia coperta da competenze adeguate.

La credibilità del team dipende dalla coerenza tra ruolo dichiarato e competenze possedute. È possibile individuare alcune competenze chiave associate ai ruoli principali.

Il CEO dovrebbe possedere competenze di leadership, visione strategica, capacità di comunicazione e negoziazione. Inoltre, la figura del CEO è spesso quella che svolge il ruolo più rilevante nella fase di raccolta fondi, poiché rappresenta il principale punto di contatto con gli investitori.

Il CTO deve possedere competenze tecniche elevate e capacità di gestione dell'innovazione. In settori tecnologici, la presenza di un CTO credibile riduce il rischio percepito legato alla realizzabilità del prodotto.

Il CFO assume importanza soprattutto nell'equity crowdfunding, poiché la raccolta di capitale implica la necessità di redigere business plan, piani economico-finanziari,

valutazioni societarie e reportistica. La mancanza di competenze finanziarie interne può ridurre la fiducia degli investitori, in quanto aumenta il rischio di cattiva gestione delle risorse raccolte.

Il CMO o responsabile marketing è essenziale nelle campagne di crowdfunding, poiché la raccolta dipende in larga parte dalla capacità di comunicare efficacemente il progetto e generare engagement. Competenze di digital marketing, storytelling e gestione della community possono incidere direttamente sulla capacità di attrarre investitori.

Il COO e il responsabile operations risultano particolarmente importanti in progetti che richiedono produzione fisica, logistica e gestione della supply chain. In assenza di tali competenze, il rischio operativo aumenta, specialmente se la campagna raccoglie fondi per scalare la produzione.

4.7 La reputazione del team e il ruolo della credibilità esterna

Un aspetto spesso sottovalutato nelle analisi quantitative è la reputazione esterna dei membri del team. Nel crowdfunding, la reputazione può derivare da precedenti esperienze professionali in aziende note, dalla partecipazione a incubatori e acceleratori prestigiosi, da premi ricevuti o da riconoscimenti istituzionali.

La reputazione agisce come segnale di qualità perché riduce l'incertezza e crea fiducia. Ad esempio, un founder con esperienza in multinazionali tecnologiche o in società di consulenza strategica può essere percepito come più competente. Allo stesso modo, la partecipazione a programmi di accelerazione o l'ottenimento di grant pubblici può essere interpretato come una validazione esterna del progetto. La reputazione può anche derivare dalla presenza online: profili LinkedIn completi, pubblicazioni, interventi a conferenze, attività divulgativa e presenza mediatica possono aumentare la visibilità del progetto e influenzare positivamente la campagna.

4.8 Soft skills e capacità comunicative del team

Le soft skills, intese come competenze relazionali e comunicative, rappresentano un elemento fondamentale nelle campagne di crowdfunding. A differenza di altri canali di

finanziamento, nel crowdfunding la comunicazione diretta e continua con il pubblico è un elemento strutturale della campagna.

Un team deve essere in grado di raccontare il progetto in modo chiaro, convincente e coerente. Storytelling, trasparenza, capacità di rispondere rapidamente alle domande degli investitori e gestione delle aspettative risultano determinanti. In particolare, nella fase di campagna la comunicazione assume un ruolo cruciale perché contribuisce a costruire fiducia. Un team che aggiorna frequentemente la community, pubblica report sull'avanzamento e dimostra capacità di gestione può attrarre ulteriori investitori anche in fasi avanzate della raccolta.

4.9 Coesione interna del team e governance

La coesione interna del team è un elemento che può incidere sulla capacità di esecuzione. Team caratterizzati da conflitti interni o da divisioni non chiare delle responsabilità possono compromettere la sostenibilità del progetto. Tuttavia, tale variabile è difficilmente osservabile e misurabile attraverso dati pubblici. La governance interna assume inoltre importanza nell'equity crowdfunding perché l'ingresso di numerosi investitori comporta la necessità di una gestione societaria strutturata. Gli investitori possono valutare positivamente la presenza di un consiglio di amministrazione, di advisor esterni o di un comitato tecnico-scientifico. Tali elementi suggeriscono che l'impresa sia organizzata e capace di gestire relazioni complesse con soci diffusi.

4.10 Advisor e figure esterne di supporto

Molte startup che raccolgono capitale tramite equity crowdfunding presentano, accanto al team operativo, la presenza di advisor o mentor. Questi soggetti possono essere professionisti esperti, imprenditori, consulenti o accademici, e possono contribuire con competenze specifiche non presenti nel team interno. La presenza di advisor può essere interpretata come un segnale positivo, poiché suggerisce che il progetto sia supportato da figure autorevoli. Inoltre, advisor con reputazione elevata possono incrementare la credibilità del progetto e attrarre investitori. Tuttavia, è importante distinguere tra advisor realmente coinvolti e advisor inseriti solo formalmente. In quest'ultimo caso,

l'effetto reputazionale può essere limitato se non supportato da evidenze di partecipazione concreta.

4.11 Il team nella fase pre-campagna, durante la campagna e post-campagna

Un'analisi descrittiva completa deve considerare che il ruolo del team varia nelle diverse fasi del crowdfunding. Nella fase pre-campagna, il team deve preparare materiali informativi, business plan, pitch deck, valutazione societaria e strategia di comunicazione. In questa fase, competenze finanziarie e legali risultano essenziali. Durante la campagna, il team deve gestire la comunicazione, promuovere il progetto, rispondere alle domande e aggiornare gli investitori. In tale fase, marketing e comunicazione diventano fondamentali. Nella fase post-campagna, il team deve dimostrare capacità di execution, gestione operativa e accountability. La capacità di rispettare le promesse fatte in campagna e di gestire correttamente il capitale raccolto è determinante per la reputazione futura dell'impresa e per eventuali raccolte successive.⁶

4.12 Ulteriori caratteristiche rilevanti

Oltre alle variabili più facilmente misurabili, esistono ulteriori caratteristiche che possono influenzare la performance della campagna e che spesso non vengono incluse in analisi quantitative per mancanza di dati strutturati.

Tra queste si possono includere:

- network relazionale dei founder (connessioni con investitori, imprese e istituzioni);
- capacità di leadership e carisma del CEO;
- presenza di founder seriali o imprenditori già affermati;
- qualità della presentazione pubblica e del pitch video;
- capacità di gestione della community e del social proof;
- eventuale presenza di un lead investor o anchor investor che validi il progetto;

⁶ D. Cumming, G. Leboeuf, & A. Schwienbacher, (2019). "Crowdfunding Models: Keep-It-All vs. All-Or-Nothing". Financial Management.

- reputazione dell'impresa prima della campagna (fatturato, clienti già acquisiti, partnership).

Questi elementi possono agire come segnali di qualità e incidere sulla decisione di investimento anche più delle variabili tradizionali.

4.13 Considerazioni conclusive

L'analisi descrittiva svolta in questo capitolo evidenzia come la composizione del team rappresenti uno degli elementi più rilevanti nella valutazione di un progetto di crowdfunding. La dimensione del team, il livello di istruzione, l'esperienza imprenditoriale e settoriale, la diversità di competenze e la presenza di ruoli strutturati costituiscono segnali informativi fondamentali per gli investitori.

In particolare, nei contesti di equity crowdfunding, dove l'investitore assume un ruolo di socio e si attende ritorni economici futuri, la valutazione del team assume un'importanza analoga a quella presente nel venture capital. La presenza di competenze complementari e di figure in grado di coprire aree strategiche come finanza, marketing e sviluppo tecnologico può ridurre l'incertezza percepita e aumentare la fiducia degli investitori.

Allo stesso tempo, l'analisi evidenzia che molte variabili rilevanti sono difficili da misurare quantitativamente, come reputazione, coesione interna e capacità comunicative. Per questo motivo, l'integrazione tra analisi descrittiva e analisi empirica rappresenta un approccio utile per comprendere in modo più completo i determinanti della performance nelle campagne di crowdfunding.

Nel capitolo successivo, l'analisi empirica basata sul dataset raccolto permetterà di verificare statisticamente l'impatto di alcune delle caratteristiche discusse, contribuendo a evidenziare quali variabili risultino effettivamente associate alla percentuale di raccolta rispetto al target.

Capitolo V - Analisi empirica

5.1 Obiettivi dell'analisi

Il presente capitolo conclude l'elaborato con un'analisi empirica volta a verificare in che misura la composizione del team imprenditoriale incide sull'esito delle campagne di equity crowdfunding. In coerenza con l'impostazione dei capitoli precedenti, l'attenzione non viene posta esclusivamente sul raggiungimento del target in senso binario (successo/fallimento), ma sull'intensità della performance, misurata come percentuale di raccolta rispetto all'obiettivo economico dichiarato dalla campagna. Questa scelta consente di cogliere anche i fenomeni di overfunding, particolarmente frequenti nelle piattaforme di crowdfunding, e di distinguere tra campagne che superano di poco il target e campagne che attraggono un interesse molto superiore alle attese iniziali.

La domanda di ricerca può essere sintetizzata come segue: a parità di caratteristiche dell'offerta (target, equity offerta, settore) le variabili legate al team (dimensione, istruzione, esperienza imprenditoriale e diversità di competenze e genere) sono associate a una maggiore capacità di raccolta? L'analisi econometrica viene costruita attraverso modelli di regressione multipla (OLS) e verifiche di robustezza (trasformazioni logaritmiche e modello logit sul successo).

5.2 Fonti dei dati

5.2.1 Dati dalle piattaforme

I dati sono stati raccolti direttamente dalle pagine pubbliche delle campagne di equity crowdfunding pubblicate sulle piattaforme, integrando, ove necessario, le informazioni con fonti accessibili online (ad esempio profili professionali pubblici dei membri del team). La scelta di una raccolta "dal campo" risponde a due esigenze: (i) molte variabili di interesse per la composizione del team non sono disponibili in dataset standardizzati; (ii) le piattaforme presentano dati eterogenei per qualità e completezza, rendendo necessaria una procedura di codifica coerente e replicabile.

Per ciascuna campagna sono stati estratti: anno della campagna, settore, target economico (in euro), percentuale di equity offerta e percentuale di raccolta raggiunta a chiusura della

campagna. Per la componente team sono state rilevate: dimensione del team (numero di membri), quota di membri con laurea magistrale, quota con un master, quota con esperienza imprenditoriale pregressa, un indicatore di diversità delle competenze e un indicatore di diversità di genere.

5.2.2 Criteri di selezione

Il campione è costituito da 250 campagne di equity crowdfunding estrapolate dalla piattaforma CrowdFundMe osservate nel periodo che va dal 2015 al 2025. La selezione è stata guidata da criteri di comparabilità: (i) campagne di equity crowdfunding, (ii) disponibilità di un set minimo di informazioni su target, equity offerta e raccolta, (iii) presenza di informazioni sufficienti per ricostruire almeno in parte la composizione del team. Le campagne con dati incompleti o non confrontabili sono state escluse. L'obiettivo non è costruire un campione "esaustivo" dell'intero mercato, ma un dataset coerente per testare le ipotesi sul ruolo del team.

5.2.3 Descrizione del dataset

Il dataset finale contiene 250 osservazioni e 12 variabili. La variabile dipendente principale è Percentuale_raccolta, definita come rapporto tra capitale raccolto e target dichiarato. Nel campione la percentuale di raccolta ha media pari a 2,123 e mediana pari a 1,775, indicando che molte campagne superano l'obiettivo iniziale. Il valore massimo (15,154) evidenzia la presenza di casi di overfunding estremo, potenzialmente influenti sui modelli stimati in livelli. La dimensione del team (Team_size) presenta media pari a 5,448 e mediana pari a 5, con massimo pari a 17.

Per il target di campagna (Target_campagna_euro) la media è circa 218.543 euro e la mediana 150.000 euro, con una distribuzione asimmetrica (max 4.000.000 euro). La percentuale di equity offerta (Percentuale_equity_offerta) ha media pari a 0,093 (9,3%), con valori compresi tra 0,1% e 100% nel campione. Il settore è stato codificato in sette macro-classi (Fin, Food, Green, Health, Ind, Serv, Tech) al fine di controllare per differenze strutturali tra ambiti produttivi e per eterogeneità nella propensione al finanziamento da parte degli investitori.

5.3 Variabili analizzate

La Tabella 5.1 sintetizza la definizione delle variabili utilizzate e il razionale della loro inclusione nel modello.

Variabile	Definizione operativa	Ruolo nel modello
Percentuale_raccolta	Capitale raccolto / target (valore continuo, può superare 1)	Variabile dipendente principale
Team_size	Numero di membri del team	Variabile esplicativa (dimensione)
Perc_magistrale	Quota di membri con laurea magistrale (0–1)	Capitale umano/istruzione
Perc_master	Quota di membri con master post-laurea (0–1)	Capitale umano specialistico
Perc_esperienza_imprenditoriale	Quota di membri con esperienza imprenditoriale pregressa (0–1)	Esperienza e signaling
Skill_diversity	Numero di competenze professionali distinte nel team	Diversità/complementarità
Gender_diversity	Indice di diversità di genere (0 = solo uomini o solo donne; 0,5 = parità)	Diversità di genere
Target_campagna_euro	Obiettivo economico in euro	Controllo (scala progetto)
log_target	Logaritmo naturale del target	Controllo (riduce asimmetrie e scala)
Percentuale_equity_offerta	Quota di equity offerta agli investitori	Controllo (diluizione/valutazione implicita)
Settore	Macro-settore (7 categorie)	Controllo (eterogeneità settoriale)

La variabile Settore è trattata come fattore (variabile categorica) e viene inclusa tramite dummy, con un settore di riferimento (baseline) pari a Fin. Al fine di gestire la presenza di valori elevati di Percentuale_raccolta, è stata inoltre calcolata una trasformazione logaritmica: $\log_raccolta = \log(\text{Percentuale_raccolta} + 1)$, impiegata in un modello di

robustezza. Infine, è stata costruita una variabile binaria *Successo*, uguale a 1 se $\text{Percentuale_raccolta} \geq 1$ e 0 altrimenti, utilizzata per stimare un modello logit.

5.4 Pulizia e preparazione del dataset

Una volta completata la raccolta, il dataset è stato importato in ambiente R attraverso il pacchetto *readxl*. Le principali operazioni di pulizia e preparazione hanno riguardato: (i) controllo dei tipi di variabile (numeriche vs categoriche), (ii) trasformazione della variabile *Settore* in fattore, (iii) creazione di variabili derivate (*log_target*, *log_raccolta*, *Successo*), (iv) verifica di valori anomali e coerenza delle scale (ad esempio percentuali espresse in forma decimale).

In questa fase è emerso un problema di qualità dati relativo alla variabile *Perc_master*: nel riepilogo descrittivo compariva un valore massimo pari a 377, chiaramente incompatibile con una quota (0–1). Tale evidenza suggerisce un possibile errore di codifica in alcune osservazioni (ad esempio inserimento della percentuale in formato 0–100 o valore non normalizzato). In una ricerca applicata è importante documentare tali criticità e, ove possibile, procedere a correzioni (riconversione in quota) o a esclusione mirata delle osservazioni non affidabili, eventualmente affiancando un’analisi di robustezza per verificare se i risultati principali dipendano da tali valori anomali.

Per l’analisi presentata di seguito, i modelli sono stimati sul campione completo; tuttavia, nella sezione sui limiti della ricerca viene discusso l’impatto potenziale di misurazioni imperfette e di dati mancanti/eterogenei tipici dei dataset costruiti manualmente da piattaforme.

5.5 Modello di analisi

L’analisi econometrica è basata su regressioni lineari multiple stimate con Ordinary Least Squares (OLS). Il modello base (Modello 1) include la dimensione del team, il logaritmo del target e i controlli settoriali:

$$\text{Percentuale_raccolta}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Team_size}_i + \beta_2 \log_target_i + \gamma \text{Settore}_i + \varepsilon_i$$

Successivamente, il modello completo (Modello 2) include le variabili relative alla composizione del team e la percentuale di equity offerta:

$$Percentuale_raccolta_i = \beta_0 + \beta_1 Team_size_i + \beta_2 log_target_i + \gamma Settore_i + \delta TeamChar_i + \theta EquityOfferta_i + \varepsilon_i$$

dove $TeamChar_i$ comprende $Perc_magistrale$, $Perc_master$, $Perc_esperienza_imprenditoriale$, $Skill_diversity$ e $Gender_diversity$. I coefficienti stimati sono interpretati come associazioni condizionate: a parità di controlli, un aumento della variabile esplicativa è associato a un aumento (o diminuzione) della percentuale raccolta.

Poiché i test diagnostici indicano presenza di eteroschedasticità, l'interpretazione dei risultati viene effettuata riportando anche errori standard robusti (HC1). A fini di robustezza, viene infine stimato (Modello 3) un modello analogo sul logaritmo della percentuale raccolta ($log_raccolta$), per ridurre l'influenza degli outlier e valutare la stabilità delle principali evidenze.

In aggiunta, è stato stimato un modello logit (non principale) con variabile dipendente Successo. Questo passaggio consente di confrontare i risultati basati su una misura continua della performance con quelli basati su un esito dicotomico, in linea con parte della letteratura che si concentra sulla probabilità di raggiungere il target.

5.6 Risultati dell'analisi

Questa sezione presenta i risultati dei modelli stimati e i principali test diagnostici. Per chiarezza, vengono prima discussi i risultati del modello base e successivamente quelli del modello completo; si passa poi alle verifiche di robustezza (modello logaritmico e logit) e ai test di validità econometrica.

5.6.1 Modello base (Modello 1)

Nel modello base, la variabile $Team_size$ risulta positiva e statisticamente significativa: un aumento di un membro del team è associato, in media, a un incremento della

percentuale raccolta. L'effetto rimane significativo anche con errori standard robusti, suggerendo che, in assenza di variabili più dettagliate sul team, la dimensione possa fungere da proxy per capacità organizzativa, capitale umano complessivo o per un migliore presidio di attività come comunicazione e gestione della community. Il `log_target` risulta negativo ma non significativo.

I controlli settoriali risultano nel complesso rilevanti: rispetto al settore di riferimento (Fin), le campagne appartenenti a Food, Green, Health, Ind, Serv e Tech mostrano coefficienti negativi. In altri termini, a parità di target e dimensione del team, nel campione analizzato il settore finanziario appare associato a percentuali raccolte più elevate rispetto agli altri comparti.

5.6.2 Modello completo (Modello 2)

L'inclusione delle caratteristiche del team modifica in modo sostanziale l'interpretazione della dimensione: `Team_size` perde significatività statistica. Questo risultato è coerente con l'ipotesi che l'effetto positivo della dimensione osservato nel modello base fosse in realtà guidato dalla composizione interna del team: una volta controllate istruzione, esperienza e diversità di competenze, il mero numero di membri non aggiunge potere esplicativo.

Tra le variabili legate al team emergono due determinanti robusti della performance. La quota di membri con esperienza imprenditoriale (`Perc_esperienza_imprenditoriale`) è positiva e significativa: campagne con team che includono una maggiore presenza di imprenditori (o ex imprenditori) tendono a raccogliere percentuali più alte. Un'interpretazione plausibile è legata al signaling: in un contesto di elevata asimmetria informativa, la track record imprenditoriale riduce l'incertezza percepita dagli investitori sulla capacità esecutiva del progetto.

In secondo luogo, l'indicatore di diversità delle competenze (`Skill_diversity`) risulta positivo e significativo. A parità di controlli, team con un set più ampio di competenze professionali distinte raccolgono una percentuale maggiore. La complementarità di competenze può ridurre il rischio operativo percepito (`execution risk`) e rafforzare la credibilità del piano industriale: un team che copre sviluppo prodotto, finanza,

vendite/marketing e operations comunica maggiore capacità di trasformare la raccolta in risultati concreti.

Le variabili legate all'istruzione (Perc_magistrale e Perc_master) non risultano significative nel modello in livelli. La diversità di genere (Gender_diversity) non risulta significativa. La percentuale di equity offerta mostra un coefficiente negativo e una significatività marginale nel modello OLS; con errori standard robusti il coefficiente risulta significativo al 5%, suggerendo che offerte con maggiore equity ceduta siano associate a una minore percentuale raccolta. Questo risultato può essere interpretato come possibile segnale di valutazione implicita più bassa o maggiore rischio percepito (diluizione elevata, necessità di capitale più urgente).

5.6.3 Diagnostica: multicollinearità ed eteroschedasticità

La multicollinearità è stata verificata attraverso il Variance Inflation Factor (VIF). I valori ottenuti risultano contenuti ($\text{GVIF}^{1/(2 \cdot \text{Df})}$) prossimo a 1 per tutte le variabili, con valori intorno a 1,43 per Team_size e Skill_diversity), indicando assenza di correlazioni tali da compromettere la stabilità delle stime.

Il test di Breusch–Pagan sul modello completo segnala eteroschedasticità (p-value = 0,01555). Ciò implica che la varianza degli errori non è costante e che gli errori standard OLS potrebbero risultare distorti. Per questo motivo, oltre ai risultati standard, sono stati riportati e utilizzati per l'interpretazione anche errori standard robusti (HC1).

5.6.4 Modello logaritmico (modello 3) e verifiche di robustezza

Per valutare la robustezza rispetto a outlier e distribuzioni asimmetriche della variabile dipendente, è stato stimato un modello alternativo con $\log_raccolta = \log(\text{Percentuale_raccolta} + 1)$. I risultati confermano le evidenze principali: Perc_esperienza_imprenditoriale e Skill_diversity rimangono positive e significative, rafforzando l'interpretazione per cui esperienza e diversità di competenze costituiscono determinanti strutturali della performance e non effetti guidati esclusivamente da poche osservazioni estreme.

Nel modello logaritmico, alcuni settori (in particolare Serv e Tech) rimangono significativamente inferiori al settore di riferimento, suggerendo che parte dell'eterogeneità settoriale persiste anche quando la variabile dipendente viene “compressa” tramite logaritmo.

5.6.5 Modello logit sul successo (analisi complementare)

È stato stimato un modello logit con variabile dipendente Successo (1 se Percentuale_raccolta ≥ 1 ; 0 altrimenti). Il modello mostra che Perc_esperienza_imprenditoriale e Skill_diversity risultano significative anche nel determinare la probabilità di raggiungere il target. Tuttavia, l'algoritmo di stima segnala un warning (“fitted probabilities numerically 0 or 1 occurred”), indicativo di possibili problemi di separazione (quasi) perfetta. Di conseguenza, il logit viene considerato come verifica qualitativa di coerenza e non come stima principale.

Tabella 5.2 – Risultati delle regressioni

La Tabella 5.2 riassume i coefficienti stimati per i tre modelli principali. Nella lettura della tabella, le stelle indicano i livelli di significatività statistica; per il Modello 2 e 3 si privilegia l'interpretazione con errori standard robusti (HC1).

Variabile	Mod. 1 (OLS)	Mod. 2 (OLS, team)	Mod. 3 (log Y)
Team size	0,106 **	0,036	0,012
log target	-0,192	-0,092	-0,058
Perc_magistrale	—	0,462	0,075
Perc_master	—	-0,002 *	-0,000
Perc_esperienza_imprenditoriale	—	1,206 †	0,337 **
Skill_diversity	—	0,291 *	0,090 **
Gender_diversity	—	-0,528	-0,089
Percentuale equity offerta	—	-1,482 *	-0,354 †
Settore: Food	-1,618 **	-1,361 *	-0,276 †
Settore: Green	-1,381 **	-1,171 †	-0,195
Settore: Health	-1,480 **	-1,187	-0,291 †
Settore: Ind	-1,193 *	-0,931	-0,180
Settore: Serv	-1,932 **	-1,739 **	-0,416 **
Settore: Tech	-1,623 **	-1,415 *	-0,304 *
Intercetta	5,315 **	2,921	1,513 **
N	250	250	250
R ²	0,109	0,171	0,178

R ² aggiustato	0,079	0,121	0,129
---------------------------	-------	-------	-------

Note: ** $p < 0,05$; * $p < 0,05$ con errore robusto HC1 nel Modello 2/3; † $p < 0,10$ (indicazione di significatività marginale). La legenda è riportata in forma compatta per esigenze di impaginazione: nella versione finale si consiglia di uniformare i simboli di significatività (ad esempio *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,10$) e di specificare esplicitamente l'uso di errori standard robusti.

5.7 *Discussione dei risultati*

Nel complesso, l'analisi empirica suggerisce che il team rappresenti un elemento informativo rilevante nella valutazione delle campagne di equity crowdfunding. L'evidenza principale riguarda due dimensioni: esperienza imprenditoriale e diversità di competenze. Il fatto che Team_size perda significatività nel modello completo implica che non è la numerosità in sé a spiegare la performance, bensì la qualità e la complementarità delle risorse interne al team.

L'esperienza imprenditoriale appare coerente con l'idea di reputazione e signaling: in mercati caratterizzati da asimmetria informativa, segnali credibili sulla capacità di esecuzione del progetto assumono un valore centrale. Analogamente, la diversità di competenze rafforza l'idea che gli investitori valutino la “copertura funzionale” del team come indicatore di robustezza del progetto. In pratica, un team con competenze distribuite tra tecnologia/prodotto, finanza, marketing e gestione operativa può essere percepito come più idoneo a utilizzare in modo efficace le risorse raccolte.

Il coefficiente negativo della percentuale di equity offerta, se confermato da ulteriori verifiche, suggerisce che l'offerta di quote più elevate non è necessariamente interpretata come maggiore attrattività. Al contrario, potrebbe segnalare una valutazione implicita più bassa o un livello di rischio più elevato. Questo aspetto è particolarmente interessante nel contesto dell'equity crowdfunding, dove la valutazione e la diluizione sono elementi osservabili e possono influenzare la percezione dell'investimento.

Le differenze settoriali indicano che, anche a parità di caratteristiche osservabili, esistono componenti non misurate legate al settore (dinamiche di mercato, percezione del rischio,

cicli tecnologici, presenza di comparables per la valutazione, ecc.) che possono incidere significativamente sull'esito della raccolta. Questo risultato rafforza l'opportunità di includere controlli settoriali e, in ricerche future, di considerare specificazioni più granulari o effetti fissi per piattaforma e anno.

5.8 Limiti della ricerca e sviluppi futuri

La ricerca presenta alcuni limiti fisiologici legati alla costruzione manuale di un dataset da fonti pubbliche. In primo luogo, l'eterogeneità delle informazioni pubblicate dalle piattaforme può generare errori di misurazione, soprattutto per variabili qualitative (competenze, esperienza, istruzione). In secondo luogo, alcune variabili potenzialmente rilevanti non sono state incluse per limiti di osservabilità o comparabilità: qualità del pitch, presenza di video, intensità della comunicazione social, presenza di investitori anchor o di partner industriali, reputazione pregressa dell'impresa e performance economico-finanziaria pre-campagna.

Un ulteriore limite riguarda la distribuzione della variabile dipendente: l'overfunding estremo può influenzare i modelli in livelli. Questo aspetto è stato mitigato tramite la stima del modello logaritmico, ma rimane utile prevedere analisi robuste aggiuntive (ad esempio regressioni quantili o winsorization) per verificare ulteriormente la stabilità dei risultati.

Sul piano econometrico, la presenza di eteroschedasticità ha richiesto l'uso di errori standard robusti; in ricerche future potrebbe essere opportuno stimare modelli con varianze non costanti esplicitamente modellate o utilizzare approcci robusti alternativi. Infine, la stima del logit ha evidenziato possibili problemi di separazione: un ampliamento del campione o l'uso di tecniche penalizzate (ad esempio Firth logit) potrebbero migliorare l'analisi dell'esito binario.

Nonostante tali limiti, l'analisi fornisce evidenze coerenti con la teoria e con la letteratura discussa nel capitolo precedente: il team, inteso come capitale umano e come combinazione di competenze, è associato alla capacità di attrarre risorse attraverso piattaforme digitali di finanziamento. Dal punto di vista applicativo, i risultati suggeriscono alle imprese intenzionate a lanciare una campagna di valorizzare in modo

trasparente la track record del team e di comunicare chiaramente la complementarità delle competenze, riducendo l'incertezza informativa degli investitori.

5.9 Implicazioni operative per imprese e piattaforme

Oltre al contributo interpretativo per la letteratura, i risultati ottenuti suggeriscono alcune implicazioni operative utili sia per le imprese che intendono lanciare una campagna, sia per le piattaforme che progettano i contenuti informativi delle pagine progetto.

5.9.1 Implicazioni per le imprese

In primo luogo, la presenza di esperienza imprenditoriale nel team emerge come una caratteristica associata a migliori performance di raccolta. Dal punto di vista pratico, ciò implica che i founder dovrebbero valorizzare in modo chiaro e verificabile la track record del team: precedenti startup fondate, exit, ruoli manageriali in contesti di crescita, responsabilità di budget e risultati conseguiti. Dove tale esperienza non sia presente, può essere utile affiancare al team figure con esperienza di execution (ad esempio advisor industriali o manager con background in scale-up) e comunicare in modo trasparente il loro ruolo.

In secondo luogo, la diversità di competenze (*Skill_diversity*) risulta associata positivamente alla percentuale raccolta. Per le imprese ciò si traduce nell'esigenza di costruire e presentare un team "completo" in termini funzionali, mostrando come le competenze coprano le aree critiche per l'esecuzione del piano: sviluppo prodotto, supply chain/operations, go-to-market, finanza e controllo, aspetti regolatori/legali, ecc. Un messaggio chiave è che la credibilità del progetto non dipende solo dall'idea o dalla tecnologia, ma dalla capacità organizzativa di trasformarla in risultati.

Infine, il coefficiente negativo associato alla percentuale di equity offerta (in alcune specificazioni) suggerisce attenzione al tema della diluizione: offrire una quota elevata può essere percepito come segnale di valutazione bassa o di bisogno urgente di capitale. In fase di progettazione della campagna, le imprese dovrebbero quindi costruire una narrativa coerente tra valutazione pre-money, quota offerta e utilizzo dei fondi, riducendo l'ambiguità informativa per gli investitori.

5.9.2 Implicazioni per le piattaforme

Per le piattaforme, i risultati indicano che le informazioni sul team non sono un semplice elemento descrittivo, ma costituiscono una parte centrale del processo decisionale degli investitori. Ciò suggerisce di standardizzare e rendere più comparabili le informazioni relative a istruzione, esperienza e ruoli, ad esempio attraverso campi strutturati (oltre alle descrizioni narrative) e attraverso badge/verifiche (esperienza imprenditoriale, competenze chiave, track record).

Inoltre, l'eterogeneità settoriale emersa dai modelli conferma l'utilità di strumenti di navigazione e di comparabilità intra-settore: filtri per settore più granulari, benchmarking di metriche rilevanti e schede di rischio/mercato possono aiutare gli investitori a interpretare correttamente i progetti e ridurre l'asimmetria informativa.

Infine, in ottica di ricerca e trasparenza, la disponibilità di dataset aperti (anche anonimizzati e aggregati) consentirebbe analisi sistematiche e confronti tra piattaforme, favorendo un ecosistema più maturo e orientato a standard informativi condivisi.

Conclusioni

Il crowdfunding, e in particolare l'equity crowdfunding, rappresenta oggi uno degli strumenti più innovativi nel panorama del finanziamento alle imprese, consentendo a startup e PMI di raccogliere capitali attraverso piattaforme digitali e modalità disintermedie. La crescita di tale fenomeno è stata favorita dall'evoluzione tecnologica, dalla crescente diffusione di internet e dall'esigenza di individuare canali alternativi rispetto al credito bancario tradizionale, spesso poco accessibile per imprese giovani o caratterizzate da elevati livelli di rischio. L'equity crowdfunding, nello specifico, ha assunto un ruolo rilevante nel supportare progetti imprenditoriali innovativi, permettendo agli investitori di partecipare direttamente al capitale sociale delle imprese proponenti e ampliando la platea di soggetti coinvolti nel finanziamento dell'economia reale.

La presente tesi ha affrontato il tema del crowdfunding con un approccio integrato, combinando un'analisi teorica e normativa con un approfondimento empirico volto a valutare il ruolo della composizione dei team imprenditoriali nella performance delle campagne di equity crowdfunding. Il punto di partenza dell'analisi è stato il riconoscimento dell'importanza delle asimmetrie informative che caratterizzano questo mercato: gli investitori, in particolare quelli retail, dispongono di informazioni limitate rispetto alle imprese emittenti e devono quindi basare le proprie decisioni su segnali facilmente osservabili. In tale contesto, le caratteristiche del team imprenditoriale assumono un valore determinante, poiché rappresentano un indicatore immediato della capacità di esecuzione, della competenza e della credibilità del progetto.

L'analisi empirica sviluppata nel quinto capitolo si è basata su un dataset originale composto da 250 campagne di equity crowdfunding osservate nel periodo 2015–2025. La variabile dipendente è stata definita come percentuale di raccolta rispetto al target, una misura continua che consente di valutare la performance della campagna non solo in termini di raggiungimento dell'obiettivo minimo, ma anche di capacità di superarlo. Questa scelta metodologica ha permesso di cogliere in modo più preciso il fenomeno dell'overfunding, ossia la capacità di alcune campagne di ottenere livelli di raccolta significativamente superiori rispetto al target prefissato.

Le regressioni lineari stimate mediante metodo OLS hanno incluso progressivamente variabili di controllo relative alle caratteristiche della campagna (target economico, percentuale di equity offerta, settore di appartenenza) e variabili specifiche relative al team imprenditoriale (dimensione del team, percentuale di membri con formazione magistrale, percentuale di membri con master, percentuale di membri con esperienza imprenditoriale, diversità di competenze e diversità di genere). L'analisi ha inoltre considerato modelli di robustezza basati sulla trasformazione logaritmica della variabile dipendente e un modello logit per stimare la probabilità di successo definita come raggiungimento di almeno il 100% del target.

I risultati ottenuti evidenziano che alcune caratteristiche del team risultano associate in modo significativo a una maggiore capacità di raccolta. In particolare, la percentuale di membri con esperienza imprenditoriale pregressa emerge come un determinante positivo e statisticamente significativo della performance della campagna. Tale evidenza suggerisce che l'esperienza imprenditoriale costituisca un segnale rilevante per gli investitori, probabilmente perché riduce l'incertezza sulla capacità del team di gestire la crescita e affrontare le criticità tipiche dei progetti innovativi. Allo stesso modo, l'indicatore di diversità di competenze risulta positivamente associato alla percentuale di raccolta, indicando che team caratterizzati da skill complementari e differenziate appaiono più attrattivi per il mercato. Questo risultato è coerente con la letteratura sul capitale umano, secondo cui la varietà di competenze può migliorare la qualità delle decisioni strategiche e aumentare la capacità di adattamento dell'impresa.

Un elemento significativo emerso dall'analisi riguarda inoltre il settore di appartenenza: alcune categorie settoriali risultano associate a performance inferiori rispetto al settore di riferimento. Tale risultato potrebbe essere interpretato considerando che gli investitori attribuiscono aspettative differenti ai diversi settori, valutando in modo diverso il rischio e il potenziale di crescita. In questo senso, il settore rappresenta un importante fattore strutturale da considerare nelle campagne di equity crowdfunding e un elemento che può influenzare l'interesse del pubblico degli investitori.

Al contrario, variabili legate esclusivamente alla formazione accademica, come la percentuale di membri con laurea magistrale o master, non risultano statisticamente significative nei modelli completi. Ciò suggerisce che il mercato dell'equity

crowdfunding non premi in modo automatico il possesso di titoli di studio elevati, ma tenda piuttosto a valorizzare competenze pratiche e capacità di execution. Anche la diversità di genere non risulta significativa in modo robusto: tale evidenza potrebbe dipendere sia da limiti nella misurazione della variabile, basata su informazioni pubbliche, sia dalla limitata variabilità presente nel campione. Tuttavia, questo risultato non implica necessariamente l'assenza di un effetto reale, ma piuttosto evidenzia la necessità di ulteriori approfondimenti e di dataset più ampi.

Dal punto di vista econometrico, l'analisi ha mostrato la presenza di eteroschedasticità, confermata dal test di Breusch–Pagan, motivo per cui sono stati adottati errori standard robusti (HC1) per garantire inferenze più affidabili. I test di multicollinearità (VIF) hanno invece indicato valori contenuti, suggerendo che le variabili indipendenti non presentano problematiche rilevanti di correlazione interna. Nonostante ciò, il valore dell' R^2 corretto rimane moderato, indicando che la percentuale di raccolta è influenzata anche da numerosi fattori non osservati, come la qualità della comunicazione della campagna, la reputazione esterna dell'impresa, la presenza di investitori istituzionali, la strategia di marketing e la capacità di generare engagement sulla piattaforma.

Alla luce di tali risultati, la tesi conferma che la composizione del team rappresenta un fattore rilevante nella riuscita delle campagne di equity crowdfunding. In particolare, l'esperienza imprenditoriale e la diversità di competenze emergono come variabili centrali nel determinare la performance della raccolta. Questo suggerisce che il capitale umano non sia soltanto una risorsa interna dell'impresa, ma anche un segnale esterno fondamentale per ridurre le asimmetrie informative e aumentare la fiducia degli investitori. Le implicazioni pratiche sono rilevanti: le imprese che intendono lanciare una campagna potrebbero beneficiare della costruzione di team multidisciplinari, con competenze complementari e con figure che abbiano già esperienza nel mondo imprenditoriale. Allo stesso tempo, le piattaforme potrebbero valorizzare maggiormente tali informazioni, rendendole più visibili e comparabili, migliorando così l'efficienza del mercato e la capacità degli investitori di effettuare valutazioni consapevoli.

Infine, questo lavoro apre prospettive interessanti per future ricerche. Sarebbe opportuno ampliare il campione includendo più piattaforme e campagne internazionali, nonché integrare variabili legate alla comunicazione e al comportamento degli investitori

(numero di aggiornamenti, engagement sui social media, presenza di lead investor). Un'ulteriore estensione potrebbe riguardare l'analisi longitudinale post-campagna, per verificare se le imprese finanziate tramite equity crowdfunding riescano effettivamente a crescere nel tempo e a generare ritorni per gli investitori. In conclusione, l'equity crowdfunding si conferma come un fenomeno in espansione e un campo di studio di grande rilevanza, in cui la qualità del team e del capitale umano assume un ruolo centrale nel determinare la capacità delle imprese di attrarre risorse e trasformare un'idea imprenditoriale in un progetto sostenibile.

Bibliografia

2Meet2Biz. “L'importanza del team per startup e investitori”.
<https://2meet2biz.com/it/news/198>

AB Innovation Consulting. “I ruoli chiave e le caratteristiche del team per una startup di successo”. <https://www.abinnovationconsulting.com/blog/i-ruoli-chiave-e-le-caratteristiche-del-team-per-una-startup-di-successo/>

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., *Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, vol. 24, n. 2, 2015.

Ahlers G.K.C., Cumming D., Günther C., Schweizer D., *Signaling in Equity Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n. 4, 2015.

Akerlof G.A., *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n. 3, 1970.

Andreoni J., *Impure altruism and donations to public goods: A theory of warm-glow giving*, in *Economic Journal*, 1990.

Banca d'Italia, “Metodi e fonti: Note metodologiche”, Banche e moneta: Serie nazionali, (2025), https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/metodi-e-fonti-note/metodi-note-2025/BAM_note-met_it_20250909.pdf

Bartezzaghi P., *Imprenditorialità e contesto istituzionale*, Egea, 2011.

Bassi A., *Produzioni dal Basso e il crowdfunding civico*, FrancoAngeli, 2014.

BeBeez, “La volata del direct lending”, (2024), https://bebeez.it/wp-content/uploads/2024/09/BeBeez_Mag_24-compresso-compresso.pdf

Becker G., “*Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*”. in *University of Chicago Press*, 1964.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A., “*Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*”, in *Journal of Business Venturing*, vol. 29, n. 5, 2014.

Belleflamme P., Omrani N., Peitz M., *The Economics of Crowdfunding Platforms*, *Information Economics and Policy*, vol. 33, 2015.

Bellucci A., Gucciardi G., “*Il finanziamento Venture Capital: implicazioni della definizione di Piccola e Media Impresa*”, in *Journals UniUrb*, 2021, <https://journals.uniurb.it/index.php/argomenti/article/view/2877/2857>

Bencini F., Ferragina F., “*Il private equity per le PMI: Fattore di miglioramento o di intrusione?*”, kon.eu (2007) <https://kon.eu/wp-content/uploads/2023/05/news-84.pdf>

Bertacchini F., Grasso A.G., Lugli E., Russo I., *Minibond and earnings management: leveraging the signaling effect of minibond listing*, in *Review of Managerial Science*, 2025.

Bollettinari A., *Il crowdfunding: la raccolta del capitale tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*", in *Il Nuovo Diritto delle Società*, n. 2/2013.

Bologna P., "Trasformazione delle scadenze da parte delle banche: Rischio, rendimento e regolamentazione", Banca D'Italia (2017), <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1159/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102>

Brunello A., *Il manuale del crowdfunding*, Milano, LSWR Editore, 2014.

Bruton G.D., Zahra S.A., Khavul S., Siegel D., Wright M., *New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations*", *Entrepreneurship Theory and Practice* 39, no.1 (2015).

Butticè, V., Colombo, M. G., & Wright, M. (2017). "Serial Crowdfunding, Social Capital, and Project Success". *Entrepreneurship Theory and Practice*. <https://doi.org/10.1111/etap.12286>

Castrataro M. et al., *Analisi delle piattaforme italiane di crowdfunding*, Italian Crowdfunding Network, 2014.

Castrataro M., Pais E., *Il crowdfunding in Italia: modelli, piattaforme e prospettive*, FrancoAngeli, Milano, 2014.

Colombo M.G., Franzoni C., Rossi-Lamastra C., *Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 39, n. 1, 2015.

CONSOB, *Equity crowdfunding: profili di rischio e tutela degli investitori*, Roma, 2014.

CONSOB, *Equity crowdfunding: stato dell'arte*, 2014.

CONSOB, *Registro crowdfunding–sezione ordinaria*, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/registro-crowdfunding-sezione-ordinaria>

CONSOB, Regolamento n. 18592/2013 (e successive modifiche), artt. 13–15.

Corò G., *Innovazione e sviluppo locale*, Il Mulino, 2012.

Costi R., "Banca Impresa Società", Il Mulino, 2012, <https://www-rivisteweb-it.eu1.proxy.openathens.net/doi/10.1435/73081>

Croce A., Quas A., Tenca F., *SME's bond issuance and access to bank credit: evidence from Italy*, in *Review of Managerial Science*, 2025.

Gervasoni A., Lanfranchi V., *Il modello di finanziamento delle PMI: sistema bancario, minibond, private equity e venture capital*, in *Quaderni di ricerca sull'artigianato, Rivista di Economia, Cultura e Ricerca Sociale*, 2015.

Gleasure R., Feller J., *Emerging Technologies and the Democratization of Financial Services: A Study of Donation-Based Crowdfunding*, *Journal of Information Technology* 31, n. 2, 2016.

Guenther C. et al., *Equity Crowdfunding in Germany: Investor Characteristics and Motivations*, *Journal of Business Venturing Insights*, 2018, pp. 1–8; J. Lukkarinen et al., *Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns*, *Journal of Business Research*, 2016.

Hornuf L., Schwienbacher A., *Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding*, *Journal of Corporate Finance*, vol. 50, 2018.

Italian Crowdfunding Network, *Aggiornamento semestrale*, 2014.

Italian Crowdfunding Network, *Aggiornamento semestrale*, Maggio 2014.

Italian Crowdfunding Network, *Mappatura delle piattaforme di crowdfunding in Italia*, Italian Crowdfunding Network, 2014.

Italian Crowdfunding Network, *Report sul crowdfunding in Italia*, 2013.

Italian Crowdfunding Network, *Report sul crowdfunding in Italia*, 2014.

Jenkins H., *Convergence Culture: Where Old and New Media Collide*, New York University Press, 2006.

Kaplan A.M., Haenlein M., *Users of the World, Unite! The Challenges and Opportunities of Social Media*, *Business Horizons*, vol. 53, n. 1, 2010.

Kaplan, S., & Strömberg, P. (2004). "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses". *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>

Kickstarter Inc., *Kickstarter School: Funding Models*, Kickstarter, 2013. <https://www.kickstarter.com/help/school>

Kickstarter Inc., *Kickstarter: About Us*, Kickstarter, 2009, <https://www.kickstarter.com/about>

Kickstarter, *Coolest Cooler*, <https://www.kickstarter.com/projects/ryangrepper/coolest-cooler-21st-century-cooler>

Kickstarter, *Exploding Kittens*, <https://www.kickstarter.com/projects/elanlee/exploding-kittens>

Kickstarter, Inc., *About Kickstarter*, <https://www.kickstarter.com/about>

Kickstarter, Inc., *Fees*, <https://www.kickstarter.com/help/fees>

Kickstarter, Inc., *How Kickstarter Works*, https://www.kickstarter.com/help/how_it_works/

Kickstarter, Inc., *Kickstarter Is the Biggest Platform for Games*, Kickstarter Updates, 2024, <https://updates.kickstarter.com/kickstarter-biggest-platform-for-games/>

Kickstarter, Inc., *Kickstarter Stats*, <https://www.kickstarter.com/help/stats>

Kickstarter, Inc., *Kickstarter Stats*, <https://www.kickstarter.com/help/stats>

Kickstarter, Inc., *Prohibited Rewards*, <https://www.kickstarter.com/rules/prohibited>

Kickstarter, *Oculus Rift: Step Into the Game*, <https://www.kickstarter.com/projects/1523379957/oculus-rift-step-into-the-game>

Kickstarter, *OUYA: A New Kind of Video Game Console*, <https://www.kickstarter.com/projects/ouya/ouya-a-new-kind-of-video-game-console>

Kickstarter, *Pebble: E-Paper Watch for iPhone and Android*, <https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-e-paper-watch-for-iphone-and-android>

Kickstarter, *The Micro: The First Truly Consumer 3D Printer*, <https://www.kickstarter.com/projects/m3d/the-micro-the-first-truly-consumer-3d-printer>

Kickstarter, *Veronica Mars Movie Project*, <https://www.kickstarter.com/projects/559914737/the-veronica-mars-movie-project>

Koch J.A., Siering M., *Crowdfunding Success Factors: The Characteristics of Successfully Funded Projects on Crowdfunding Platforms*, 2015.

Kuppuswamy V., Bayus B.L., *Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter*, SSRN Working Paper, 2017.

Lehner O.M., *Crowdfunding Social Ventures: a Model and Research Agenda*, Venture Capital, vol. 15, n. 4, 2013.

Lerro A., *Crowdfunding e innovazione sociale*, FrancoAngeli, 2013.

McCullagh K., *MyFootballClub: The First Internet Takeover of a Football Club*, Journal of Sports Economics, Sage Publications, 2008.

Ming L., Siva V., *Home Bias in Online Investments: An Empirical Study of an Online Crowdfunding Market*, in Management Science 62, no. 5, 2016.

Mollick E., Kuppuswamy V., *After the Campaign: Outcomes of Crowdfunding*, SSRN Working Paper, 2014.

Mollick E., *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, Elsevier, 2014.

New York Times, *Graphic Books and Manga Best Sellers*, <https://www.nytimes.com/books/best-sellers/graphic-books-and-manga/>

Ordanini A., Miceli L., Pizzetti M., Parasuraman A., *Crowd-Funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms*, Journal of Service Management, vol. 22, n. 4, 2011.

Pais E., Castrataro M., *Crowdfunding e sviluppo territoriale*, FrancoAngeli, 2014.

Panetta F., “*A financial system for growth*”, Banca d’Italia (2014), https://www.google.com/search?q=Fabio+Panetta%2C+A+Financial+System+for+Growth&rlz=1C5CHFA_enIT1083NL1134&oq=Fabio+Panetta%2C+A+Financial+System+for+Growth&gs_lcrp=Eg

Parlamento Europeo, *Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers (ECSPR)*, entrata in vigore novembre 2023.

Piattelli U., *Il crowdfunding in Italia*, Giappichelli, Torino, (2013).

Politecnico di Milano, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, in *Osservatori Entrepreneurship & finance*, 2019.

Positionly, *Kickstarter Statistics & Facts (2024–2025)*, <https://positionly.com/blog/kickstarter-stats-facts>

Positionly, *Kickstarter Statistics & Facts (2024–2025)*, <https://positionly.com/blog/inbound-marketing/kickstarter-stats-facts-2023-everything-you-need-to-know/>

Produzioni dal Basso, *Report di attività*, 2013.

Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, art. 1.

Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, artt. 1–2.

Russo P., Nigro V., Pastorelli S., “*Bank lending to small firms: metamorphosis of a financing model*”, Banca D’italia, (2022), <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2022/2022-1383/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>

Salmon C., Storytelling. *La fabbrica delle storie*, Roma, Fazi Editore, 2008.

Schmitt S., *Does a Business Angel’s Involvement Affect Equity Crowdfunding Success?*, Venture Capital, 2019.

Schwienbacher A., Larralde B., *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in D. Cumming (a cura di), *Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, 2012, pp. 370–373.

Shane, S. (2003) “*A General Theory of Entrepreneurship: The Individual-Opportunity Nexus*”. Edward Elgar Publishing.

Spinelli A., *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Hoepli, Milano, 2014.

Springsteen B., *Barack Obama and the Power of Online Fundraising*, Harvard Kennedy School Case Study, Harvard University Press, 2010.

Stanley M., “*L'evoluzione del direct lending*”, p. 3, (2025), https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_evolutionofdirectlending-it.pdf

Sullivan M., *Fundavlog: Creating, Funding and Supporting Video Blogs*, Fundavlog Publishing, 2006.

Vannoni V., “*Financing Italian firms through invoice trading platforms*”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 12 (2020), <https://pdfs.semanticscholar.org/84bd/d1efa1b4da26f9ede7d90ceed6a39cae1000.pdf>

Vismara S., *Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2018.

Vismara S., *Information Cascades and Trust in Crowdfunding*, *Venture Capital*, 2018, pp. 12–15.

Vismara, S. (2016). “*Equity retention and social network theory in equity crowdfunding*”. *Small Business Economics*, 46. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>

Zetzsche D.A., Buckley R.P. , *Regulating P2P Lending Platforms: The Case of the UK and the EU*”, *European Business Organization Law Review* 21, no. 4 (2020).

Ziegler T., *European Crowdfunding market Report 2023*, *Cambridge Centre for Alternative Finance*, 2023.