

POLITECNICO DI MILANO

Scuola di Ingegneria Industriale e dell'Informazione
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



Equity crowdfunding: un modello di analisi del comportamento di imprenditori e investitori

Relatore:

Professor Giancarlo Giudici

Tesi di laurea di:

Alessandro Biffi 781178

Manuel Columbaro 787806

Anno Accademico 2012/2013

Abstract

The phenomenon of the equity crowdfunding is seen as a revolutionary form of financing from the bottom. In light of the current economic scenario and the persistence of the credit crunch situation, the equity crowdfunding is considered by many as a possible solution to the difficulties encountered by small and medium enterprises in obtaining the financial resources required for growth.

Firstly, the aim of this thesis is introducing the equity crowdfunding contextualizing the phenomenon in the academic debate and analyzing its global development. After presenting the crowdfunding phenomenon in general, specific peculiarities of the equity crowdfunding are defined and, at the same time, an analysis of the state regulations at international level is carried out. Straightforward will be presented a survey of worldwide active platforms.

An additional purpose of this thesis is to propose a theoretical model able to explain the phenomena that influence entrepreneurs and investors' decisions in the use of this financing tool. The described model shows that the informational asymmetries between entrepreneur (creator) and potential investors (crowdfunders) can be exploited by those who publish the capital offer in order to "trick" the market. In view of the model's results is demonstrated how all this can lead to market failure if actors do not act in a way that limit existing information asymmetries.

Abstract

Il fenomeno dell'equity crowdfunding è visto come una rivoluzionaria forma di finanziamento dal basso. Alla luce dello scenario economico attuale e del perdurare della situazione di credit crunch, l'equity crowdfunding è considerato da molti come una possibile soluzione alle difficoltà riscontrate dalle piccole medie imprese nel reperire le risorse finanziarie necessarie per la crescita.

Questa tesi si pone innanzitutto l'obiettivo di introdurre l'equity crowdfunding inquadrando il fenomeno nel dibattito accademico e analizzando il suo sviluppo a livello mondiale. Dopo aver presentato il fenomeno del crowdfunding in generale, vengono definiti nello specifico le peculiarità dell'equity crowdfunding e allo stesso tempo viene svolta un'analisi dello stato delle regolamentazioni a livello internazionale. Successivamente viene presentato un censimento delle piattaforme attive a livello mondiale.

Un ulteriore obiettivo di questa tesi è quello di proporre un modello teorico che spieghi i fenomeni che influenzano le decisioni degli imprenditori e degli investitori nell'utilizzo di questo strumento di finanziamento. Il modello presentato mostra come le asimmetrie informative tra imprenditore (creator) e potenziali investitori (crowdfunders) possono essere sfruttate da chi pubblica l'offerta dell'aumento di capitale per "ingannare" il mercato. Alla luce dei risultati del modello viene dimostrato come questo possa portare al fallimento del mercato qualora gli attori coinvolti non agiscono in maniera tale da limitare le asimmetrie informative presenti.

Indice

Indice delle figure	V
Indice delle tabelle.....	VII
Introduzione	1
1. Il crowdfunding	5
1.1 La storia del crowdfunding	6
1.2 Le classificazioni del crowdfunding	10
1.2.1 Classificazione per natura dello scambio.....	10
Donation-based	10
Reward-based	11
Lending-based.....	11
Equity-based.....	12
Social lending	13
Revenue sharing o royalty-based	13
Ibridi.....	13
1.2.2 Classificazione obiettivo della raccolta – ricompense offerte....	13
Business.....	14
Mecenatismo	14
Donazione/Beneficenza.....	14
Cooperazione	15
1.3 I numeri del mercato del crowdfunding	16
I numeri dei progetti in Italia.....	27
2. L’equity crowdfunding	35
2.1 Introduzione al fenomeno.....	35
2.1.1 Le definizioni proposte in letteratura	36
2.1.2 Gli attori coinvolti	37
Il proponente.....	38
La piattaforma.....	38
Gli investitori	40
Il Progetto	40
La regolamentazione	41

2.1.3	Gli step della raccolta fondi per il proponente.....	42
2.1.4	Gli step della raccolta fondi per il crowdfunder	46
2.2	Il Crowdfunding come alternativa ai canali di finanziamento tradizionali	48
2.2.1	Crowdfunding versus micro funding	49
2.2.2	L'equity crowdfunding nel ciclo di vita dell'impresa.....	51
2.2.3	Le imprese che si finanziano attraverso l'equity crowdfunding .	53
2.2.4	Business Angel e Venture Capital	55
2.2.5	Il confronto con Business Angel e Venture Capital.....	60
2.2.6	Il profilo rischio-rendimento.....	64
2.2.7	Le possibilità di co-investimento	66
2.3	Incentivi e disincentivi per imprenditori e investitori.....	68
2.3.1	Imprenditore	68
	Fee e costi utilizzo della piattaforma on-line.....	68
	Danno di immagine.....	69
	Disclosure.....	69
	Costi gestione investitori.....	70
	Estrazione benefici privati.....	70
	Bundling	70
	Network e valore delle informazioni.....	71
	Better matches	71
	Lottery effect.....	72
2.3.2	Investitore.....	74
	Social value	75
	Emotional value.....	76
	Early adopters	77
2.4	Le sfide dell'equity crowdfunding	77
2.4.1	La valutazione della start-up.....	78
2.4.2	Investitori istituzionali ed equity crowdfunding.....	79
2.4.3	Le differenze con il business plan tradizionale	79
2.4.4	Il tema del controllo e i metodi di gestione collettiva.....	80
2.4.5	L'apertura dei mercati.....	81
2.5	Le regolamentazioni.....	82
2.5.1	I rischi connessi all'investimento in start-up.....	83
2.5.2	La normativa italiana.....	85

Il decreto sviluppo bis	86
Gli incentivi per la nascita e lo sviluppo delle start-up innovative	89
Il regolamento Consob	90
2.5.3 La situazione europea	94
Belgio	96
Danimarca	97
Finlandia	98
Francia	99
Germania	100
Olanda	101
Spagna	102
UK	102
2.5.4 USA – JOBS act	103
TITLE I – Reopening American Capital Markets To Emerging Growth Companies	104
TITLE II – Access To Capital For Job Creators	106
TITLE III – Crowdfunding	107
2.5.5 Australia	109
2.6 Le piattaforme di equity crowdfunding	112
2.6.1 La classificazione	113
2.6.2 Gestione della commissione	116
2.6.3 Censimento piattaforme	120
3. Analisi della letteratura	129
3.1 Crowdfunding	129
3.1.1 Schema di funzionamento e dinamiche di successo	129
3.2 Equity crowdfunding	137
3.2.1 Le decisioni nel contesto dei progetti imprenditoriali	139
3.2.2 Lo sviluppo delle normative tra deregolamentazione e tutela dell'investitore	142
4. Un modello per le decisioni degli imprenditori e degli investitori	155
4.1 Introduzione	155
4.1.1 Gli scenari	161
Scenario 1	161
Scenario 2	162
Scenario 3	164

4.2	Formulazione generale.....	165
4.2.1	Il pay-off per l'imprenditore e il numero di quote offerte.....	170
4.3	L'interpretazione dei segnali da parte degli investitori e le conseguenze sul mercato	174
	Scenario 1 – <i>no due diligence</i>	174
	Scenario 2 – <i>due diligence</i>	176
4.4	Conclusioni.....	177
5.	Data base progetti equity crowdfunding	183
5.1	La struttura del Data Base.....	184
5.1.1	Il progetto.....	184
5.1.2	La piattaforma.....	185
5.1.3	Il proponente.....	186
5.1.4	Il finanziamento	187
5.1.5	Le relazioni	188
5.2	Analisi dei dati.....	189
	Le piattaforme.....	189
	Bibliografia	193
	Sitografia	199
	Ringraziamenti	205

Indice delle figure

Figura 1.2.1: Classificazione gruppo di ricerca Politecnico di Milano. Fonte: V° rapporto RITA (2013).....	14
Figura 1.3.1: Totale campagne di crowdfunding finanziate. Fonte: Massolution.....	17
Figura 1.3.2: Crescita mercato mondiale crowdfunding per tipologia di progetto. Fonte: Massolution.....	18
Figura 1.3.3: Totale campagne di crowdfunding finanziate nel 2012.Fonte: Massolution.....	18
Figura 1.3.4: Taglio medio della singola campagna per differente tipologia. Fonte: Massolution.....	19
Figura 1.3.5: Distribuzione delle campagne di crowdfunding per categoria. Fonte: Massolution.....	20
Figura 1.3.6: Distribuzione dei progetti equity-based per categoria. Fonte: Massolution.....	21
Figura 1.3.7: Probabilità di successo per modello di crowdfunding. Fonte: Massolution.....	22
Figura 1.3.8: Distribuzione geografica delle piattaforme di crowdfunding attive e in fase di pre lancio. Fonte: Massolution.....	23
Figura 1.3.9: Cronologia nascita piattaforme italiane (Gennaio 2013).....	24
Figura 1.3.10: Numero piattaforme in Italia. Fonte: ICN (Novembre 2013). .	25
Figura 1.3.11: Numero di piattaforme in Italia. Fonte: ICN (Novembre 2013).	25
Figura 1.3.12: Suddivisione piattaforme attive per tipologia (Marzo 2014)...	26
Figura 1.3.13: Numero di progetti richiesti e pubblicati. Fonte: ICN (Novembre 2013)	28
Figura 1.3.14: Suddivisione dei progetti pubblicati per tipologia Fonte: ICN (Novembre 2013).	28
Figura 1.3.15: Volumi cumulati raccolti (€ Mln) sulle piattaforme italiane suddivisi per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).	29
Figura 1.3.16: Volumi raccolti nel 2013 (€ Mln) sulle piattaforme italiane suddivisi per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).	30
Figura 1.3.17: Valore medio raccolto (€) per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).	30
Figura 1.3.18: Probabilità di successo per tipologia di progetto.Fonte: ICN (Novembre 2013).	31
Figura 2.1.1: Step per l'imprenditore. Fonte: www.sharein.com.	45

Figura 2.1.2: Step per il crowdfunder. Fonte: www.sharein.com	47
Figura 2.2.1: Classificazione fonti di finanziamento alternative. Fonte: infoDev (2013).....	50
Figura 2.2.2: Ammontare investito per fonti di finanziamento. Fonte: NESTA (2012).....	53
Figura 2.2.3: Fonti di finanziamento nel ciclo di vita dell'impresa. Fonte:Politecnico di Milano.	61
Figura 2.2.4: profile rischio rendimento per tipologia di fonte di finanziamento. Fonte: NESTA (2012).....	65
Figura 2.5.1: Numero di start-up per regione. Fonte: registroimprese.it.	88
Figura 2.6.1: L'equity crowdfunding nella classificazione del Politecnico di Milano.....	114
Figura 2.6.2: Servizi per i free members. Fonte: banktothefuture.com.....	117
Figura 2.6.3: Servizi per i silver members. Fonte: banktothefuture.com.....	118
Figura 2.6.4: Servizi per i gold members. Fonte: banktothefuture.com.	118
Figura 2.6.5: Confronto costi finanziamento crowdfunding e fonti tradizionali. Fonte: banktothefuture.com	120
Figura 2.6.6: distribuzione piattaforme censite per paese.	121
Figura 2.6.7: distribuzione piattaforme censite per tipologia.	122
Figura 3.1.1: Schema di funzionamento finanziamento tramite crowdfunding.	130
Figura 4.1.1: Segmentazione del mercato.....	156
Figura 4.2.1: Pay-off per l'imprenditore.	169
Figura 4.2.2: Andamento pay off atteso per l'imprenditore	170
Figura 5.1.1: Maschera inserimento dati tabella project.	185
Figura 5.1.2: Maschera inserimento dati tabella Platform.	186
Figura 5.1.3: Maschera inserimento dati tabella Proponent.	187
Figura 5.1.4: Maschera inserimento dati tabella Funding.....	188
Figura 5.1.5: Relazioni tra le tabelle.	188
Figura 5.2.1: Esito campagne di raccolta fondi.	191

Indice delle tabelle

Tabella 1: Elenco piattaforme italiane (Marzo 2014).	26
Tabella 2: Censimento piattaforme di equity crowdfunding.	123
Tabella 3: piattaforme DB e numero progetti.....	190
Tabella 4: Obiettivo di raccolta e % equity offerta progetti di successo.....	192

Introduzione

Il crowdfunding è una forma di finanziamento nata recentemente negli Stati Uniti e oggi stiamo assistendo alla sua diffusione a livello globale. Si tratta di un modo alternativo di raccogliere fondi da un grande numero di persone via internet e social media. Grazie a questo fenomeno la folla può contribuire, attraverso la dazione di somme di denaro anche piccole, alla realizzazione di progetti con scopi sociali o di natura imprenditoriale.

In questa tesi si esplora una particolare tipologia di crowdfunding, orientata al finanziamento di un progetto di business, di una start-up o in generale di un'impresa, attraverso la vendita di un numero elevato di piccole azioni agli investitori. Si tratta dell'equity crowdfunding, nel quale i finanziatori divengono a tutti gli effetti titolari della società e la loro "ricompensa" è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che ne derivano.

Nella prima parte della trattazione è analizzato il fenomeno del crowdfunding nella sua accezione più ampia, dalle origini della parola e il suo significato fino allo sviluppo delle diverse tipologie, fornendo le classificazioni ad oggi presenti nella letteratura. In seguito si passa a un'analisi delle dimensioni di questo nuovo mercato sia a livello globale che a livello italiano, con focus sui principali driver di crescita e sulle motivazioni che ne frenano lo sviluppo in alcuni paesi.

La seconda parte si concentra interamente sull'equity crowdfunding. In particolare si espone una rassegna delle definizioni proposte nella letteratura, la definizione dei ruoli degli attori coinvolti nel funzionamento del fenomeno e una descrizione dei processi di investimento che lo caratterizzano. In seguito viene fatto un confronto diretto con le principali

forme di finanziamento tradizionali quali Business Angel e Venture Capital e argomentata la possibilità per l'equity crowdfunding di rappresentare a tutti gli effetti una forma alternativa di finanziamento per le imprese, soprattutto nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita. Successivamente si espone nel dettaglio lo stato attuale della regolamentazione nei maggiori paesi dell'Unione Europea, negli Stati Uniti e in Australia, con focus sulla situazione in Italia, che è stata la prima nazione ad aver introdotto una normativa ad hoc sull'equity crowdfunding. Per concludere forniremo un'ulteriore classificazione delle piattaforme equity-based, legata alle differenti modalità di operare di quest'ultime in risposta al contesto normativo e all'ambiente giuridico all'interno del quale svolgono la propria attività di intermediazione.

La terza sezione esplora la letteratura sul tema e in prima battuta saranno approfonditi i principali filoni di ricerca sul crowdfunding in generale. Nella seconda parte saranno trattati i filoni inerenti all'equity crowdfunding nel contesto delle decisioni imprenditoriali e successivamente riportate le maggiori critiche legate allo sviluppo delle regolamentazioni in risposta al fenomeno.

Nella quarta sezione è presentato un modello teorico che spiega le decisioni dell'imprenditore e degli investitori nel mercato dell'equity crowdfunding.

Infine nell'ultima sezione presentiamo dei dati di sintesi sull'andamento dei progetti di equity crowdfunding pubblicati su alcune piattaforme finlandesi, inglesi e italiane a partire da Novembre 2013.

Il crowdfunding

1

In questo capitolo introduciamo il fenomeno del crowdfunding: nella prima parte vengono date le definizioni trovate in letteratura e si presenta brevemente la storia del crowdfunding. Nella seconda vengono proposte classificazioni per i progetti e per le piattaforme. Infine si presentano i numeri del crowdfunding nel mondo e in Italia.

1. Il crowdfunding

Il crowdfunding è uno strumento che permette la raccolta fondi (*funding*) dalla folla (*crowd*) per mezzo del web 2.0 mettendo in contatto il proponente del progetto con la massa di finanziatori attraverso piattaforme on-line dedicate.

La definizione sopra citata è quella più generale del fenomeno del crowdfunding, ma nella letteratura se ne possono trovare molteplici che includono tutti i fattori che intervengono in una raccolta di capitali per mezzo del canale internet. Di seguito la definizione coniata dal *Framework for European Crowdfunding*:

“Crowdfunding can be defined as a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations. This is usually done via or with the help of the Internet. Individual projects and businesses are financed with small contributions from a large number of individuals, allowing innovators, entrepreneurs and business owners to utilise their social networks to raise capital”

Dalla definizione emerge come il crowdfunding non si riferisce esclusivamente a una modalità di raccolta fondi bensì a un vero e proprio fenomeno antropologico, sociale ed economico, poiché coinvolge una massa di individui che creano una rete, uniscono le proprie risorse finanziarie e abilitano gli imprenditori alla raccolta fondi sfruttando i loro contatti.

La definizione spiega inoltre come il crowdfunding sia un'espressione del crowdsourcing. In quest'ottica la folla è intesa come un gruppo di interlocutori che svolge uno “sforzo” e costituisce un insieme di utenti di riferimento, di potenziali consumatori o, in alcuni casi, di co-autori del progetto. Tutti questi aspetti emergono da Estellés e Gonzàles (2012) che hanno svolto un lavoro di sintesi per cercare di unire in una sola definizione le numerose teorie che compaiono nella letteratura in merito al crowdsourcing:

“Il crowdsourcing è una tipologia di attività partecipativa online nella quale una persona, un’istituzione, un’organizzazione non a scopo di lucro o un’azienda propone ad un gruppo di individui, mediante un annuncio aperto e flessibile, la realizzazione libera e volontaria di un compito specifico. La realizzazione di tale compito, di complessità e modularità variabile, e nella quale il gruppo di riferimento deve partecipare apportando lavoro, denaro, conoscenze e/o esperienza, implica sempre un beneficio per ambe le parti. L’utente otterrà, in cambio della sua partecipazione, il soddisfacimento di una concreta necessità economica, di riconoscimento sociale, di autostima o di sviluppo di capacità personali; il crowdsourcer, d’altro canto, otterrà e utilizzerà a proprio beneficio il contributo offerto dall’utente, la cui forma dipenderà dal tipo di attività realizzata”.

La definizione di crowdsourcing introduce un principio fondamentale del crowdfunding: il ritorno atteso dagli attori coinvolti può essere di varia natura. Questo principio si è rivelato determinante per lo sviluppo e il successo del crowdfunding e, nei successivi capitoli, verrà approfondito sotto vari aspetti.

1.1 La storia del crowdfunding

Si può far risalire la nascita del crowdfunding alla fine degli anni novanta. In questi anni vedevano la luce i primi siti web che si occupavano di raccogliere fondi principalmente per iniziative benefiche. Inoltre, negli stessi anni, sono comparsi i primi esempi di raccolte fondi on-line legate al mondo della musica. Gli artisti potevano contare su una comunità di fan e iniziarono a chiedere finanziamenti per la produzione di nuovi album o per organizzare i propri concerti. Uno dei primi esempi di successo nella raccolta on-line risale al 1997, quando il gruppo inglese Marillion riuscì ad ottenere 60.000 dollari per finanziare un tour negli Stati Uniti.

Nel duemila sono nate due tra le prime piattaforme a livello mondiale: JustGiving per le campagne di beneficenza on-line che, in 11 anni di attività, ha raccolto oltre 700 milioni di sterline per le circa 12.000 associazioni registrate; in seguito ArtistShare, una piattaforma per musicisti basata su

donazioni che dava loro la possibilità di concedere ricompense per i finanziamenti ricevuti.

L'evoluzione del crowdfunding è andata poi di pari passo con l'evoluzione del world wide web. Con il nuovo millennio e l'avvento del web 2.0, internet è diventato sempre più accessibile e le connessioni andavano via via velocizzandosi. Questo ha permesso lo sviluppo della rete come la conosciamo oggi in cui la componente social, di fondamentale importanza per il funzionamento del crowdfunding, ha assunto un ruolo cardine nell'utilizzo delle risorse on-line. Tale fenomeno ha portato alla nascita di siti come Facebook e Youtube e all'avvento del "social web". La possibilità di creare reti "orizzontali" ha permesso lo sviluppo verso la metà degli anni 2000 delle prime piattaforme di peer2peer lending come Kiva, Zopa e LendingClub.

Nel 2006 il termine crowdfunding è stato coniato da Michael Sullivan, creatore di Fundavlog. L'obiettivo di questo sito era quello di creare un incubatore per progetti legati al video blog e di dare la possibilità di effettuare donazioni direttamente on-line. Il progetto di Fundavlog è fallito, ma il modello implementato aveva molti punti in comune con il crowdfunding che si sarebbe sviluppato qualche anno dopo. Il sito si proponeva la raccolta di fondi dalla folla raggiunta tramite il web ed era basato sui concetti cardine di trasparenza, interessi condivisi e reciprocità che hanno garantito negli anni successivi il successo delle piattaforme di crowdfunding.

É in questo scenario che è nato il vero e proprio crowdfunding; nel 2008 e nel 2009 sono comparse sul web le due piattaforme ancora oggi più popolari: IndieGoGo e Kickstarter. I fondatori di IndieGoGo, Danae Ringelmann e Slava Rubin, si proponevano di "democratizzare la raccolta fondi" e di "dare potere agli imprenditori creativi". Queste piattaforme hanno da subito sfruttato il "social web" utilizzando i social network come Facebook, Youtube e Twitter e sono diventate in breve tempo il simbolo del finanziamento dal basso.

I primi esempi di successo si basavano sul fatto che chi finanzia un progetto non si aspetta necessariamente denaro in cambio, ma accetta anche ricompense come premi o riconoscimenti, quindi risarcimenti di natura materiale o esperienziale.

Negli anni successivi abbiamo assistito alla nascita di un numero elevato di piattaforme *reward-based* in ogni parte del mondo. Molte delle piattaforme nate negli ultimi anni basate su questo modello si sono specializzate per determinate tipologie di progetto o su specifiche aree geografiche.

Nel 2010 infine è nato il crowdfunding basato su partecipazioni finanziarie (*equity-based*). GrowVC e CrowdCube sono le prime due piattaforme che hanno visto la luce rispettivamente nel 2010 e nel 2011. GrowVC si definisce come “un nuovo modello di finanziamento comunitario” e si pone l’obiettivo di sviluppare un mercato per sostenere le start-up tecnologiche con finanziamenti fino ad 1 milione di dollari. Il grande successo di questo modello di crowdfunding può essere letto alla luce della situazione economica degli ultimi anni: la stretta creditizia (credit crunch) causata dalla crisi che ha colpito l’economia globale, ha impattato in particolar modo sulle start-up. Queste, essendo aziende rischiose per definizione, hanno incontrato sempre più difficoltà nell’ottenere finanziamenti dal settore bancario, il quale allo stesso tempo, ha dovuto limitare gli investimenti rischiosi in risposta al nuovo scenario di crisi economica. Lo sviluppo delle piattaforme *equity-based*, però, è stato rallentato dalla necessità di nuove regolamentazioni, essendo le quote acquistate dagli investitori titoli finanziari a tutti gli effetti. I legislatori si stanno adoperando per definire le norme entro cui questo modello di finanziamento può svilupparsi, per questo oggi l’equity crowdfunding è un modello ancora in evoluzione e deve confrontarsi continuamente con l’introduzione delle normative da parte delle autorità.

La storia dello sviluppo del crowdfunding permette di evidenziare il forte impatto dei fattori sociali ed emozionali legati al supporto dei progetti on-line.

Le prime forme di crowdfunding non prevedevano ritorni economici dai finanziamenti e i crowdfunders riconoscevano il valore del progetto esclusivamente in fattori sociali ed emozionali, nella possibilità di realizzare qualcosa di utile o, in alcuni casi, nel reward non monetario corrisposto. Per questi motivi lo sviluppo del crowdfunding è strettamente connesso al social web, ed è proprio grazie a quest'ultimo che i funders hanno avuto la possibilità di creare reti sociali di peer-investor con interessi comuni.

Perché un progetto di crowdfunding possa nascere serve la collaborazione di tre diversi attori:

Il “*Creator*” o proponente: è il soggetto, la società o l'associazione che propone il progetto su un portale di crowdfunding. A seconda delle diverse tipologie di progetto il creator può essere quindi un soggetto che raccoglie capitali per scopi personali, una società che cerca finanziamenti per svolgere la sua attività oppure un' associazione che raccoglie fondi per scopi sociali, umanitari o scientifici.

La piattaforma di crowdfunding: è il luogo virtuale dove avviene il trasferimento dei capitali. Le piattaforme si possono dividere in base alla tipologia di progetti che permettono di finanziare, in base ai proponenti e/o investitori a cui si rivolgono oppure in base all'area geografica sulla quale operano (nel paragrafo 1.2 forniremo nel dettaglio le classificazioni presenti ad oggi nella letteratura). La maggior parte delle piattaforme è collegata al social web e permettono di condividere i progetti sui più importanti social network. Questo conferma e sottolinea l'importanza della componente sociale che è alla base del fenomeno del crowdfunding.

Il crowdfunder: è il rappresentante della folla che mette a disposizione risorse per il progetto. In base alle caratteristiche della raccolta esso può ottenere ritorni di natura completamente diversa; questi possono fare riferimento alla sfera sociale ed emozionale, possono essere *reward* proposti dal creator e infine ritorni di tipo finanziario.

1.2 Le classificazioni del crowdfunding

Come detto in precedenza ci sono varie dimensioni che caratterizzano i diversi progetti di crowdfunding, per questo nella letteratura si trovano altrettante classificazioni basate su punti di vista differenti. Presenteremo inizialmente la classificazione più utilizzata a livello internazionale e ricorrente nella letteratura, che suddivide i progetti in base alla natura dello scambio tra proponente e crowdfunders.

La seconda classificazione presentata è quella utilizzata dal gruppo di ricerca del Politecnico di Milano che si basa su due dimensioni: l'obiettivo della raccolta e le ricompense offerte ai crowdfunders.

Infine presenteremo le diverse tipologie di piattaforme che si distinguono in base alla natura dei progetti proposti, al metodo di gestione della raccolta o sulla base delle specializzazioni per settore o per area geografica.

1.2.1 Classificazione per natura dello scambio

In base alla diversa natura dello scambio i progetti vengono suddivisi in quattro categorie: donation-based, reward-base, lending-based ed equity-based. Oltre a queste quattro classi possiamo identificarne altre che vengono definite ibride in quanto presentano caratteristiche riconducibili a diverse tipologie di progetto.

Donation-based

I progetti di questa classe prevedono che il finanziamento sia a tutti gli effetti una donazione e quindi non contemplano alcun tipo di ritorno tangibile. In tale classe, quindi, rientrano tutti i progetti proposti da ONLUS e in generale dalle organizzazioni no-profit. Inoltre appartengono alla categoria anche i progetti di privati che cercano fondi per scopi personali e quelli proposti da associazioni o istituzioni con lo scopo di finanziare attività socialmente utili (eventi culturali, realizzazione di strutture per le comunità, iniziative legate al mondo dell'istruzione ecc.).

Reward-based

I progetti di questa classe prevedono che a fronte del finanziamento il proponente riconosca una ricompensa (*reward*) non legata al risultato o ai profitti derivanti dal progetto. Questi reward possono essere di diversa natura; si va dai ringraziamenti personali da parte del proponente, alla consegna dell'output del progetto una volta ultimato, fino allo sconto per l'acquisto di un prodotto. In questa categoria rientrano i progetti legati al mondo creativo: artisti che cercano finanziamenti per produrre un libro, un disco, un film, per organizzare una tournée o una mostra, e che riconoscono al finanziatore una ricompensa come ad esempio i ringraziamenti nei titoli di coda del film e la consegna del disco o del libro una volta ultimato. Il valore economico del reward è ovviamente minore rispetto alla quota finanziata, ma questo meccanismo consente di incentivare la donazione da parte dell'investitore che in molti casi riconosce nel reward un valore maggiore rispetto al suo valore economico. Pratica molto diffusa è quella di proporre diverse classi di reward in base al numero di quote finanziate in modo da incentivare i crowdfunders ad investire maggiori somme di denaro.

I primi progetti di crowdfunding lanciati a partire dalla metà degli anni '90 facevano parte di queste due classi ed è per questo che sono considerate le più consolidate.

Lending-based

I progetti di questa classe sono forme di prestito collettivo e prevedono che i crowdfunders prestino del denaro al proponente (società o privato) il quale in una data prestabilita si impegna a restituire il capitale e gli interessi dovuti. A loro volta questi progetti si dividono in due sotto classi: (i) il microprestito che consiste nella fornitura di servizi finanziari a persone con basso reddito o che hanno difficoltà ad ottenere denaro dai canali di finanziamento tradizionali. In questo caso il prestito è raccolto da un gruppo di crowdfunders ed è gestito da un intermediario che solitamente è nominato dalla piattaforma; (ii) i prestiti P2P (peer-to-peer) che avvengono

direttamente tra individui senza l'intermediazione di istituzioni finanziarie. In queste forme di prestito il rapporto tra proponente e investitori è di tipo uno a molti: il promotore richiede il finanziamento e questo viene spalmato tra diversi crowdfunders in modo tale da limitare l'impatto dei rischi di insolvenza sulla singola persona.

Equity-based

I progetti di questa classe consistono in offerte di capitale di rischio da parte di start-up o imprese in generale e i crowdfunders diventano a tutti gli effetti proprietari della stessa. Questa forma di crowdfunding è l'ultima nata e tuttora in continua evoluzione. La più grande limitazione di questa classe sono le normative vigenti che regolano i mercati finanziari. Infatti, ciò che viene offerto ai finanziatori sono a tutti gli effetti strumenti finanziari e, di conseguenza, le piattaforme e i soggetti emittenti devono sottostare ad una serie di norme stringenti. Nei diversi paesi si stanno sviluppando normative specifiche perché l'equity crowdfunding possa diventare un importante strumento di sostegno finanziario per le piccole imprese. Ad oggi l'unico paese ad avere una normativa rimane l'Italia, ma altri stati come USA e UK si stanno muovendo per pubblicare al più presto un loro regolamento. Introdurremo questi temi nel capitolo successivo dedicato all'equity crowdfunding.

L'impegno profuso dai soggetti coinvolti nello sviluppo di questo modello testimonia l'importanza che si attribuisce allo strumento per il sostegno alle start-up e in generale alle piccole medie imprese che, nel contesto economico attuale, faticano a ricevere capitali dai canali di finanziamento tradizionali. Nel capitolo successivo proporremo una classificazione per le piattaforme di equity crowdfunding basata sulle diverse modalità di operare anche in risposta al contesto normativo caratterizzante i vari paesi.

Oltre alle quattro classi sopra descritte ci sono altre tipologie di progetti che non possono essere ricondotti a una di queste o che appartengono a più

classi contemporaneamente. Queste tipologie di progetto si definiscono “ibride”:

Social lending

È un modello molto simile al lending-based, ma con un'importante differenza: il proponente si impegna a restituire il capitale ai finanziatori, ma non paga alcun interesse sul prestito. Questa classe quindi unisce i progetti lending-based con quelli donation-based.

Revenue sharing o royalty-based

I progetti di questa classe sono analoghi a quelli equity-based, ma l'investitore non diviene azionista dell'impresa e il ritorno non dipende necessariamente dagli utili generati ma può essere pari ad una percentuale del fatturato o calcolata in base ad altre grandezze di risultato del progetto finanziato.

Ibridi

Questi progetti trattano gli investimenti ottenuti in modo diverso a seconda dell'ammontare investito: adottano il modello donation-based per finanziamenti di importo ridotto, il modello reward-based per chi sottoscrive più quote e il modello equity-based o revenue sharing per chi investe importi elevati.

1.2.2 Classificazione obiettivo della raccolta – ricompense offerte

La classificazione formulata dal gruppo di ricerca del Politecnico di Milano prevede una suddivisione dei progetti in quattro classi, mutuamente esclusive, definite in base alla combinazione di due dimensioni: la prima variabile fa riferimento all'obiettivo del proponente che può essere personale oppure sociale, la seconda è legata alla ricompensa dell'investimento che può essere monetaria o di altra natura. Combinando queste due dimensioni

si ottengono le quattro classi: Business, Mecenatismo, Donazione/Beneficenza e Cooperazione.



Figura 1.2.1: Classificazione gruppo di ricerca Politecnico di Milano. Fonte: V° rapporto RITA (2013).

Business

I progetti di questa classe sono orientati al profitto e alla creazione di valore economico di cui beneficiano sia il proponente sia l'investitore, a cui viene riconosciuto un ritorno monetario. Questa classe comprende, ad esclusione di alcune eccezioni, i progetti revenue-sharing, i progetti equity-based e i progetti lending-based in cui il proponente richiede il prestito con lo scopo di creare valore economico.

Mecenatismo

Sono quei progetti orientati al profitto, ma che non prevedono ritorno monetario per il crowdfunder. Questa classe quindi comprende la maggior parte dei progetti reward-based (rimangono esclusi quei progetti che non hanno scopo di lucro come ad esempio le iniziative culturali).

Donazione/Beneficenza

Progetti senza scopo di lucro e che non prevedono ricompense monetarie. In questa classe rientrano tutti quei progetti a scopo sociale che fanno parte della classe donation-based.

Cooperazione

Sono progetti a scopo sociale o filantropico, ma che incoraggiano gli investimenti proponendo un ritorno economico. Questa classe comprende un numero di progetti nettamente inferiore a quelli di donazione/beneficienza.

1.1.1 Classificazione delle piattaforme

La classificazione più diffusa per le piattaforme si basa sui modelli di crowdfunding presentati. Avremo quindi piattaforme donation-based, reward-based, lending-based ed equity-based; e naturalmente alcune piattaforme che non sono specializzate su un singolo modello, ma che consentono di presentare progetti che rientrano in diverse classi.

Un secondo modo per classificare le piattaforme è quello basato sulle modalità con le quali vengono trattati i fondi raccolti::

- piattaforme che applicano la regola *all-or-nothing* (tutto o niente): il proponente riceve il finanziamento solamente se la raccolta fondi raggiunge l'obiettivo minimo di raccolta. Se alla data di scadenza della raccolta il finanziamento non raggiunge la soglia minima la piattaforma non procede con il trasferimento dei finanziamenti al promotore, ma si incaricherà di restituire il capitale ai crowdfunders.
- piattaforme *take it all* (prendi il tutto): non applicano la regola dell'*all-or-nothing* e a scadenza trasferiscono i finanziamenti ricevuti al proponente anche se il progetto non ha raggiunto la soglia di finanziamento prestabilita.

Alcune piattaforme di crowdfunding, inoltre, si concentrano solo su progetti che riguardano particolari tematiche o obiettivi. Per esempio ci sono piattaforme che raccolgono progetti che riguardano solamente il mondo della musica o del giornalismo, piattaforme equity-based che si focalizzano solamente su start-up di un particolare settore industriale e così via.

Infine ci sono piattaforme che raccolgono progetti che provengono da una particolare area geografica, come per esempio la piattaforma italiana Idea Ginger, che raccoglie solo progetti con proponenti residenti in Emilia Romagna.

1.3 I numeri del mercato del crowdfunding

Come riporta il più recente report di Massolution il 2012 è stato un anno di forte crescita per il mercato del crowdfunding. Sono stati raccolti dalle piattaforme \$ 2,7 miliardi a livello globale con più di 1,1 milioni di campagne finanziate che, se confrontati con gli \$ 1.5 miliardi raccolti nel 2011, fanno registrare una crescita pari all' 81% su base annua. Per il 2013 era stata prevista una crescita dei volumi di circa due volte quelli raccolti nel 2012 raggiungendo la cifra di \$ 5,1 miliardi a livello globale.

Entrando più nel dettaglio per quanto riguarda la suddivisione geografica dei volumi raccolti si nota come il Nord America cuba circa il 60% del mercato globale, con volumi transati pari a \$ 1,6 miliardi e un tasso di crescita del 105% rispetto al 2011. Segue l'Europa con \$ 945 milioni raccolti (35 % del mercato globale) e un tasso di crescita pari al 60% rispetto al precedente anno. E' importante notare che anche in altre regioni del mondo, pur essendoci un mercato relativamente piccolo, il tasso di crescita dei volumi transati è elevato ed in media pari al 125% rispetto al 2011.

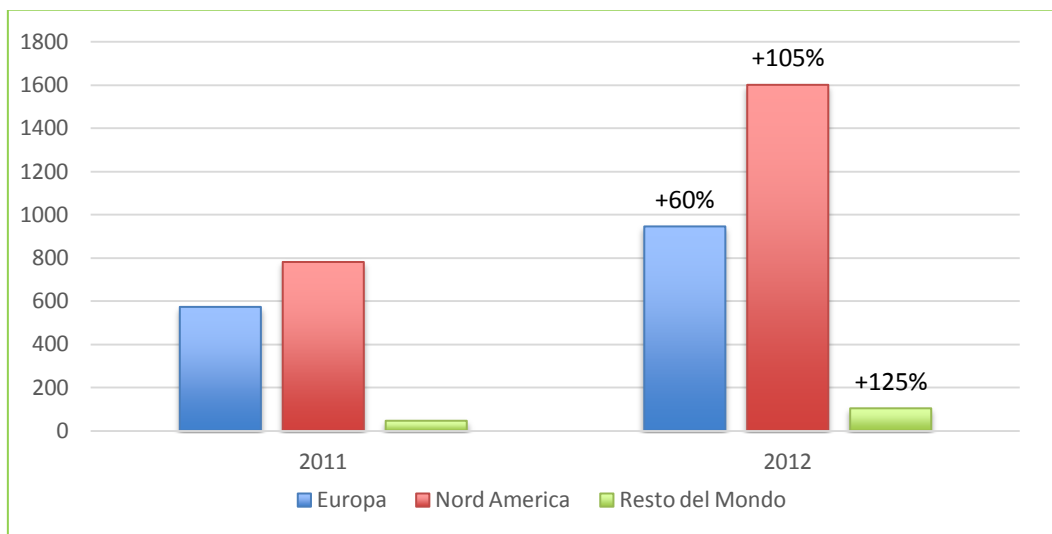


Figura 1.3.1: Totale campagne di crowdfunding finanziate. Fonte: Massolution.

Analizzando i volumi in relazione ai diversi modelli di crowdfunding si nota come il lending-based e il donation-based risultano i maggiori trascinatori, rispettivamente con \$ 1,1 miliardi e una crescita del 111% per quanto riguarda il modello lending, \$ 979 milioni e una crescita pari al 45% per il modello donation.

I progetti di tipo reward-based invece mostrano il tasso di crescita più elevato con il 553% rispetto al 2011 e un controvalore della raccolta pari a \$ 383,3 milioni.

I progetti di tipo equity-based si attestano a quota \$ 116 milioni raccolti con una crescita del 30% rispetto al precedente anno. Quest'ultimo dato però deve essere interpretato tenendo in considerazione il fattore regolamentazione (per la tutela degli investitori) che è tutt'ora in fase di discussione in diversi Paesi e che, evidentemente, pone ancora delle limitazioni al pieno sviluppo di questo modello di crowdfunding.

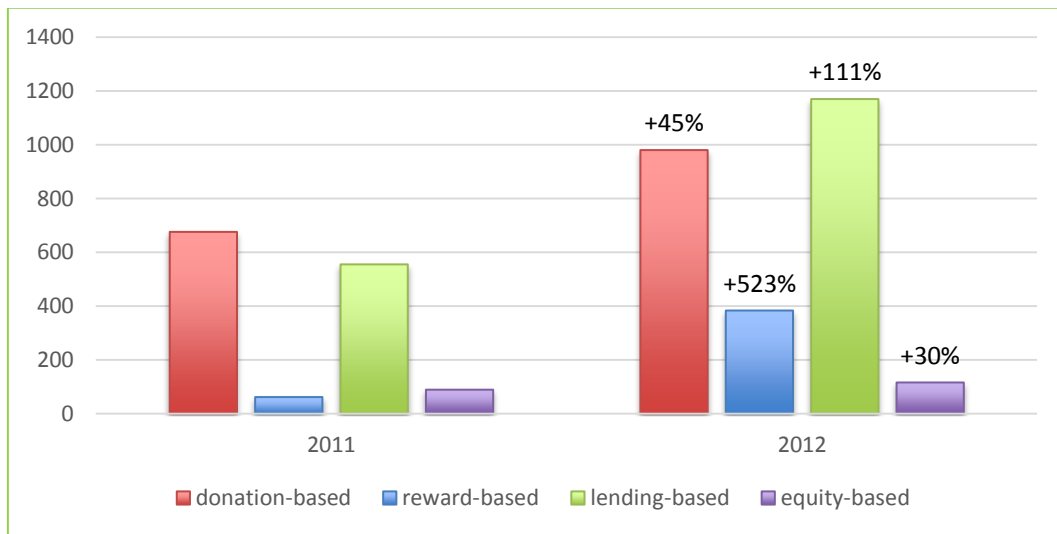


Figura 1.3.2: Crescita mercato mondiale crowdfunding per tipologia di progetto. Fonte: Massolution.

Guardando la distribuzione geografica delle campagne di crowdfunding emerge come Nord America ed Europa dominano la scena a livello mondiale. In Nord America sono state finanziate 625.000 campagne mentre in Europa 470.000.

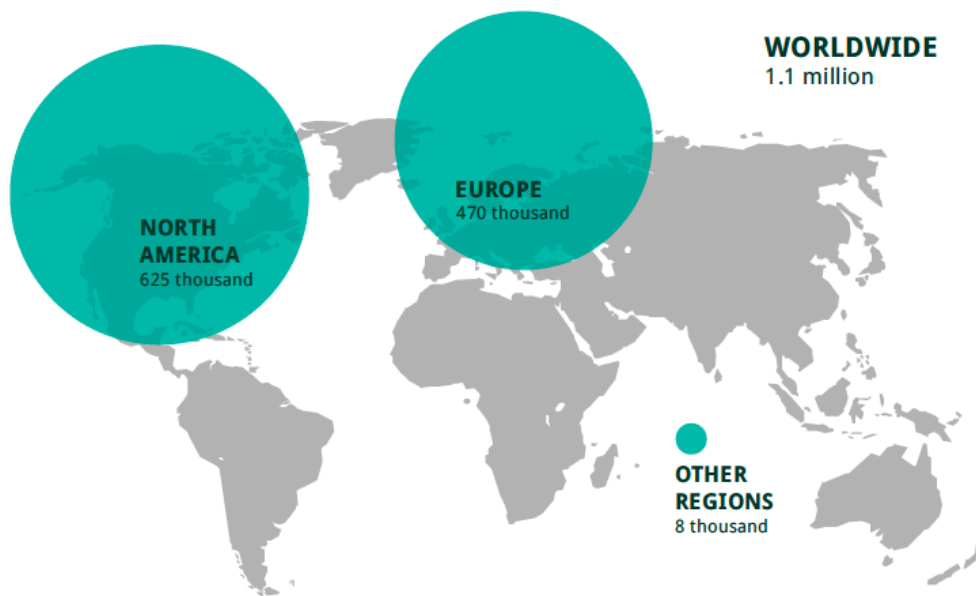


Figura 1.3.3: Totale campagne di crowdfunding finanziate nel 2012. Fonte: Massolution.

Più della metà del totale delle campagne realizzate sono di tipo donation-based con 680.000 progetti finanziati, segue il modello lending-based con quasi 250.000 progetti.

Analizzando il taglio medio del capitale raccolto nelle singole campagne si osserva come i progetti equity, con una media di \$ 190.000, sono in assoluto quelli che raccolgono maggiore capitale. Questo dato non è affatto sorprendente se pensiamo alle finalità con cui questi ultimi vengono promossi, tipicamente per la realizzazione di un'idea di business di una start-up o più in generale di un'impresa for-profit che, tendenzialmente, necessitano di maggiori capitali.

I progetti di tipo lending raccolgono in media \$ 4.700, quelli di tipo donation e reward invece hanno un taglio medio di \$ 2.300 dollari.

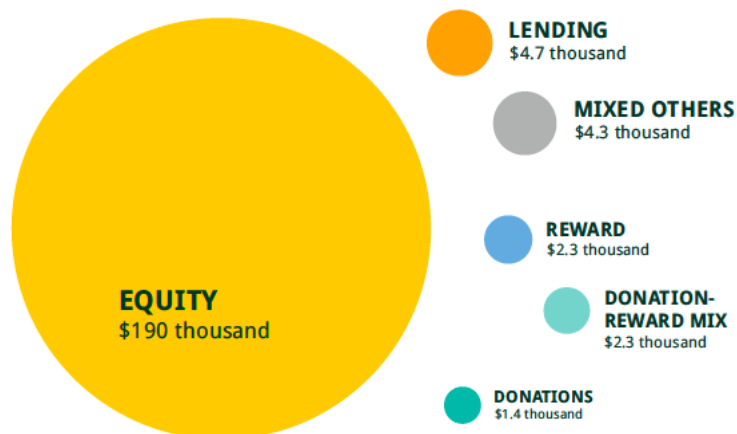


Figura 1.3.4: Taglio medio della singola campagna per differente tipologia. Fonte: Massolution.

Un ulteriore livello di analisi può essere fatto osservando quali siano i settori o le categorie di progetti maggiormente interessati al fenomeno del crowdfunding. Da un'indagine effettuata da Massolution su 49 piattaforme di crowdfunding, le "cause sociali" sono preponderanti con il 27,4% sul totale. Questi progetti raccolgono capitali per la maggior parte attraverso i modelli donation-based o reward-based e possono essere finalizzati al finanziamento di un'iniziativa filantropica, di beneficenza o più in generale di utilità sociale.

L'altra categoria di forte interesse è quella relativa alle iniziative imprenditoriali e di business, che occupano il 16,9 % del totale. Molti dei progetti di tipo lending-based ed equity-based sono rivolti al finanziamento di progetti imprenditoriali per la creazione di un'impresa o per la realizzazione di un'idea di business. Vi sono inoltre imprese già esistenti o consolidate e numerose istituzioni che ricorrono a queste tipologie di crowdfunding per finanziare dei propri progetti speciali.

Le iniziative riconducibili alle industrie creative e culturali riguardano il finanziamento di film e opere teatrali (11,9%), cortometraggi e album musicali (7,5%), collezioni di moda (5,5%), ICT (4,8%), arte in generale (4,8%) e infine giornalismo, editoria e fotografia (3,5%). Per quanto riguarda i progetti di tipo energy e ambientali (5,9%) sono considerati la categoria emergente fra le prime cinque. Benché alcuni di questi progetti potrebbero essere inglobati all'interno delle categorie cause sociali o business e imprenditorialità, dato il forte trend di sviluppo delle iniziative di tipo green e le prospettive di crescita future, sono stati classificati come una categoria a parte.

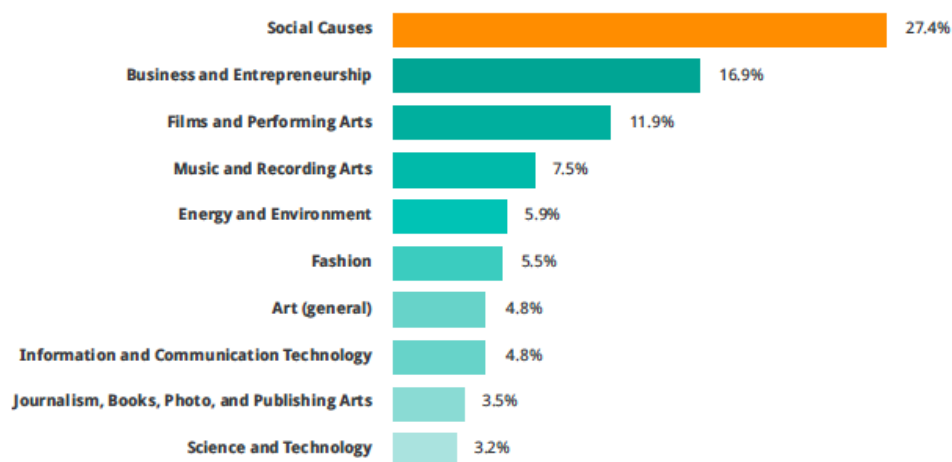


Figura 1.3.5: Distribuzione delle campagne di crowdfunding per categoria. Fonte: Massolution.

E' importante fare un ulteriore approfondimento, dati gli obiettivi di questa tesi, in merito alle categorie di progetti finanziati attraverso il modello equity-based.

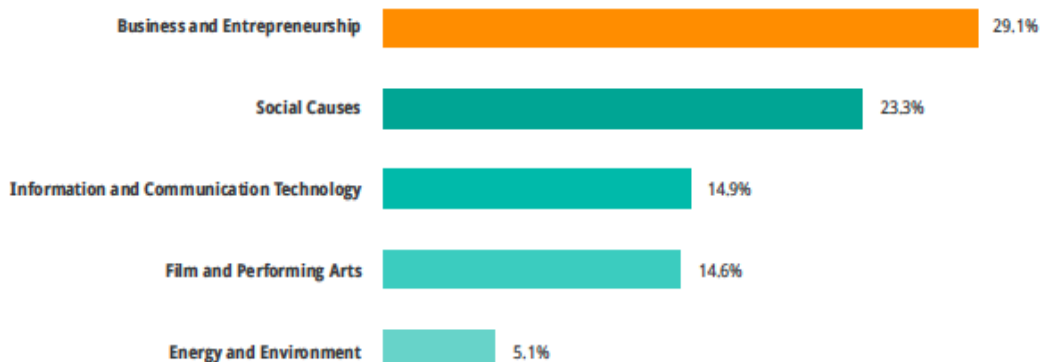


Figura 1.3.6: Distribuzione dei progetti equity-based per categoria. Fonte: Massolution.

Come si può notare dalla figura 1.7 i progetti equity-based sono legati principalmente a iniziative di tipo commerciale. Guidano la classifica i progetti business e imprenditoriali con il 29,1% sul totale, seguono le cause sociali con il 23,3% e l'ICT con il 14,9% che, così come per i progetti energy citati precedentemente, è in forte crescita tra i progetti equity e mostra delle buone prospettive di sviluppo futuro, per cui merita di essere classificato in maniera distinta rispetto alla categoria business e imprenditorialità.

Un'ulteriore osservazione può essere fatta in relazione alle probabilità di successo che le campagne di crowdfunding hanno fatto registrare nel 2012. Dallo studio effettuato da Massolution emerge come il 50% dei progetti è stato finanziato con successo ma a tenere alta questa percentuale sono i progetti di tipo lending che mostrano percentuali di successo elevate pari al 91% dei casi. A seguire ci sono i progetti di tipo reward con il 51%, quelli donation con il 45 % dei casi di successo e infine le campagne equity con una probabilità di successo del 43%.

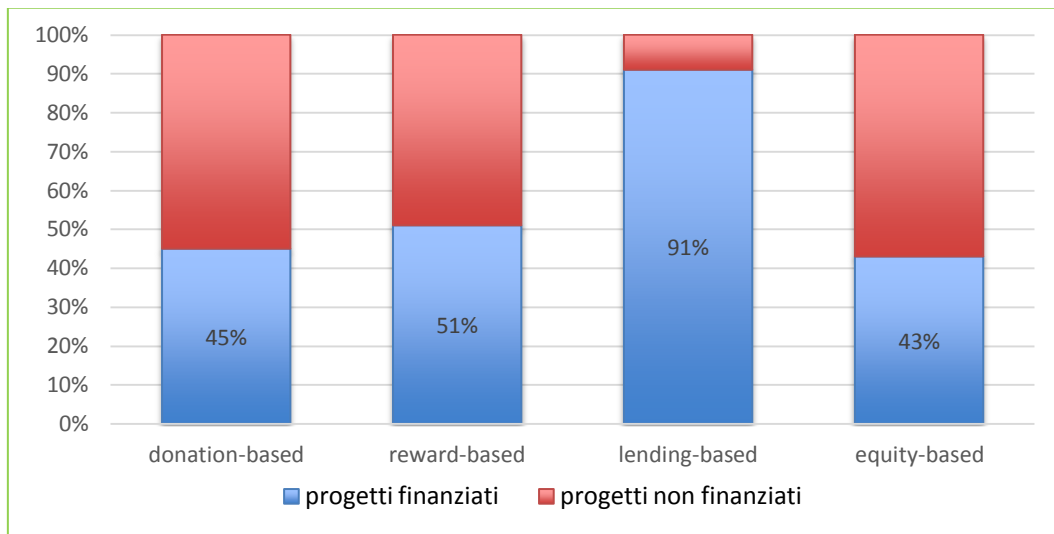


Figura 1.3.7: Probabilità di successo per modello di crowdfunding. Fonte: Massolution.

Concludiamo l'analisi con una panoramica a livello globale sulle piattaforme di crowdfunding attive e in fase di pre lancio al 2012. In totale sono state censite 308 piattaforme attive in tutto il mondo di cui circa l'85% si distribuisce in egual misura in Nord America (42,3%) ed Europa (42,3%), la restante parte in Asia (6,7%), Sud America (4,3%), Oceania (2,49%) e infine Africa (1,9%). Le piattaforme in fase di pre lancio sono oltre 250 e più del 50% si colloca in Nord America che, tuttavia, dal punto di vista dell'equity-based si configura ancora come un mercato giovane a causa dell'incertezza legata allo stallo da parte delle autorità nella definizione di una normativa sull'equity crowdfunding.

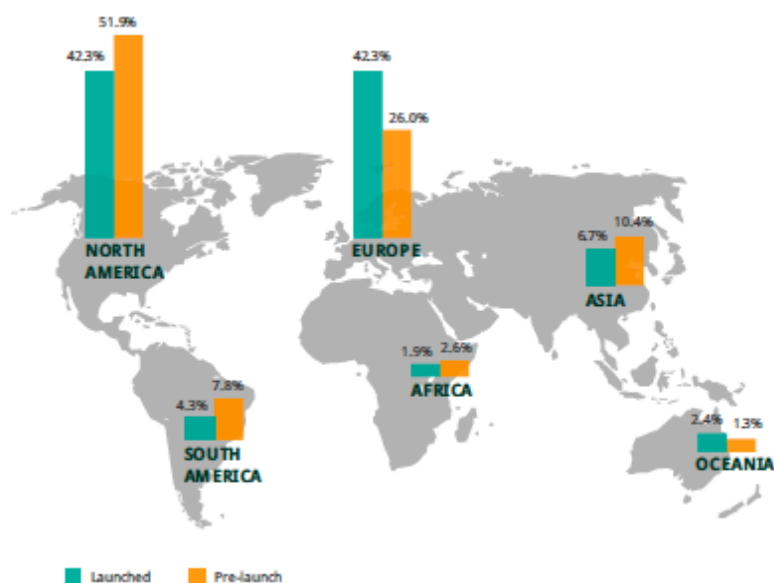


Figura 1.3.8: Distribuzione geografica delle piattaforme di crowdfunding attive e in fase di pre lancio. Fonte: Massolution.

1.1.2 Focus sulla situazione in Italia

Come abbiamo riportato nel precedente paragrafo, Nord America ed Europa producono oltre il 95% del mercato globale del crowdfunding. Se andiamo a guardare la sola Europa emerge che la quota maggiore in termini di volumi di denaro raccolti spetta alla Gran Bretagna con il 63%, seguono Germania, Polonia, Francia, Italia e Spagna.

In Italia il fenomeno del crowdfunding nasce nel 2005 con la prima piattaforma reward-based *Distribuzioni Dal Basso* e con le prime piattaforme di social lending tra il 2008 e il 2009, ma comincia a prendere forma un vero e proprio mercato solo nella prima metà del 2011 con il lancio di molte delle piattaforme odierne. Successivamente con l'emanazione in tempi record da parte della Consob di una regolamentazione sull' equity crowdfunding si assiste, a partire dalla prima metà del 2013, a un vero e proprio proliferare di nuove piattaforme tutt'ora in corso.

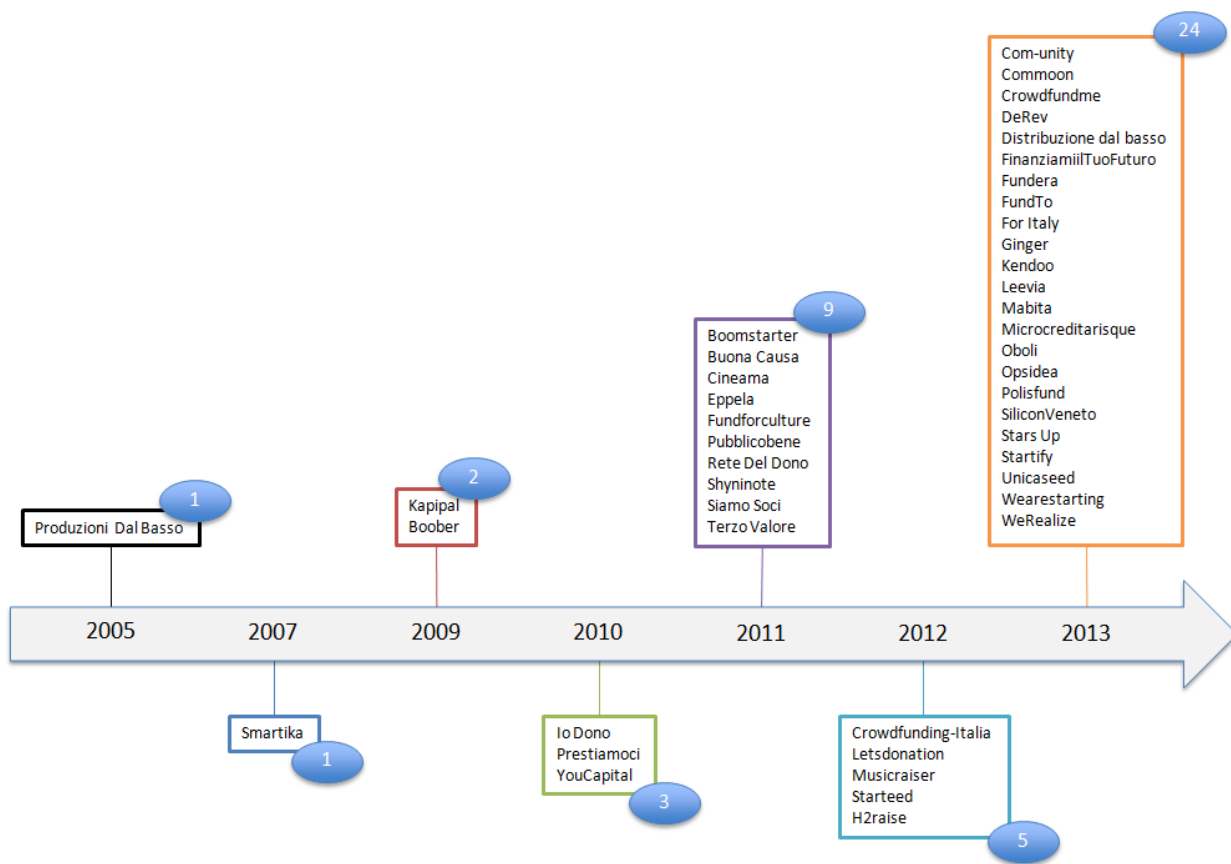


Figura 1.3.9: Cronologia nascita piattaforme italiane (Gennaio 2013).

Come riportato da Daniela Castrataro e Ivana Pais nel report pubblicato da ICN (*Italian Crowdfunding Network*) dello scorso anno, le piattaforme attive al 18 ottobre 2013 sono 27 mentre 14 quelle in fase di lancio, di cui 9 di tipo equity. Delle 27 piattaforme attive 15 appartengono al modello reward-based, 9 al donation e 3 al lending. In quella data nessuna piattaforma di tipo equity risultava attiva. Ad oggi invece le piattaforme attive del modello equity-based sono 2 e altre sono ancora in fase di approvazione per l'iscrizione al registro Consob dei portali accreditati¹. In Italia il modello prevalente, in linea con il trend internazionale, risulta quello reward-based che è scelto da oltre il 50% delle attuali piattaforme. Confrontando la situazione con l'ottobre del 2012 emerge come il numero di piattaforme sia raddoppiato in un solo anno.

¹ Dati aggiornati a Marzo 2014

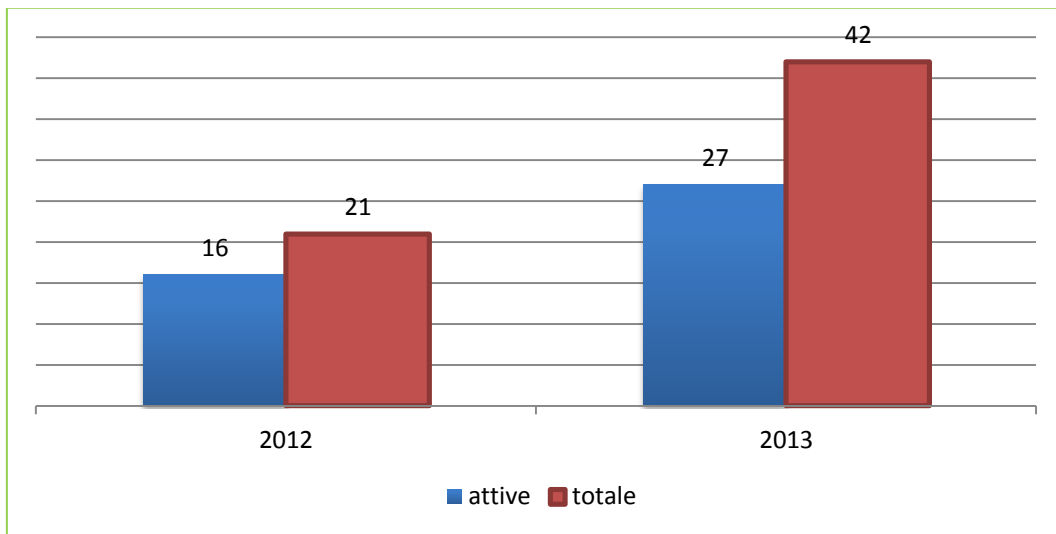


Figura 1.3.10: Numero piattaforme in Italia. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Di seguito riportiamo i dati aggiornati a marzo 2014: il numero di piattaforme attive è pari a 31 di cui 17 di tipo reward-based, 8 di tipo donation-based, 3 di tipo lending-based e 3 di tipo equity-based. Mentre risultano in fase di lancio 13 piattaforme di cui 9 di tipo equity-based e 4 di tipo reward-based.

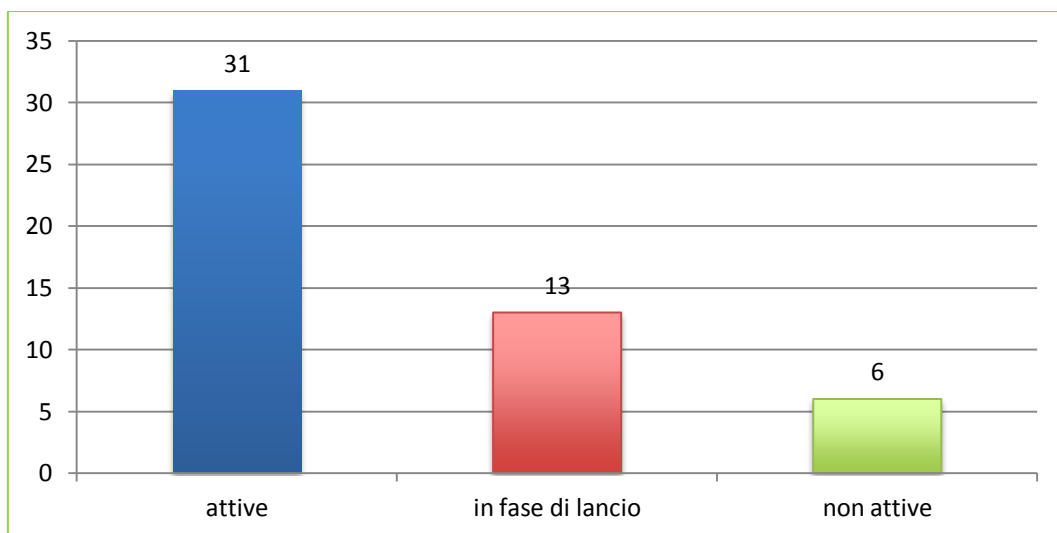


Figura 1.3.11: Numero di piattaforme in Italia. Fonte: ICN (Novembre 2013).

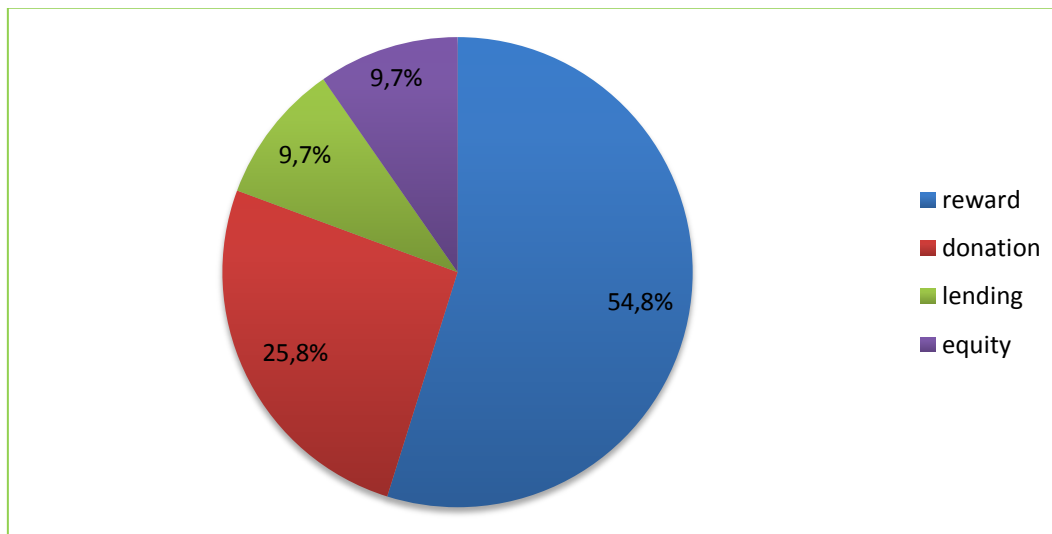


Figura 1.3.12: Suddivisione piattaforme attive per tipologia (Marzo 2014).

Tabella 1: Elenco piattaforme italiane (Marzo 2014).

	<i>nome</i>	<i>stato piattaforma</i>	<i>anno pubblicazione</i>	<i>note</i>
reward-based	Com-unity	Attiva	2013	
	Commoon	Attiva	2013	
	Crowdfunding Italia	Attiva	2012	
	De Rev	Attiva	2013	
	Distribuzioni dal basso	Attiva	2013	
	Eppela	Attiva	2011	
	Finaziami il tuo futuro	Attiva	2013	
	For Italy	Attiva	2013	
	Idea Ginger	Attiva	2013	
	Kendoo	Attiva	2013	
	Microcreditartistique	Attiva	2013	
	Music raiser	Attiva	2012	
	Produzioni dal basso	Attiva	2005	
	Strateed	Attiva	2012	
	TakeOff crowdfunding	Attiva	2013	
	School raising	Attiva	2014	
	We Realise	Attiva	2014	versione beta
	Cineama	Fase di lancio		
	Mabita	Fase di lancio		
	Polis found	Fase di lancio		
WallRaise	Fase di lancio			
Boober	Non attiva	2009		
BoomStarter	Non attiva	2011		
H2Raise	Non attiva	2012		
Found for culture	Non attiva	2011		
FundTo	Non attiva	2013		
Youcapital	Non attiva	2010		
Kapipal	Attiva	2009	acquisita da GrowVC (USA)	
donatio n-based	Buonacausa	Attiva	2011	
	Io dono	Attiva	2010	
	Let's donation	Attiva	2012	

	Leevia	Attiva	2013	
	Oboli	Attiva	2013	
	Pubblico Bene	Attiva	2011	
	Rete del dono	Attiva	2011	
	Shinynote	Attiva	2011	
lending-based	Prestiamoci	Attiva	2010	
	Smartika	Attiva	2007	
	Terzo Valore	Attiva	2011	
equity-based	Siamo soci	Attiva	2011	clubfunding off-line
	StrasUp	Attiva	2014	
	UnicaSeed	Attiva	2014	
	Agis.co	Fase di lancio		
	CrowdfoundME	Fase di lancio		
	Foundera	Fase di lancio		
	OpsIdea	Fase di lancio		
	Startify	Fase di lancio		
	Startzai	Fase di lancio		
	WeVenture	Fase di lancio		
	WeAreStarting	Fase di lancio		
	The ING Project	Fase di lancio		

I numeri dei progetti in Italia

Escludendo dall'analisi i dati relativi alle piattaforme di tipo equity, l'indagine effettuata da ICN riporta la situazione ad ottobre 2013. In particolare le richieste di pubblicazione di progetti ricevute dalle 30 piattaforme intervistate, a partire dal loro lancio, risultano più di 52.000. Il 66% di questi progetti sono di tipo lending, il 30% di tipo reward e il 4% donation. Quelli approvati e pubblicati sono circa 15.000, di cui il 58% reward-based, il 30% lending-based e il 12% donation-based.

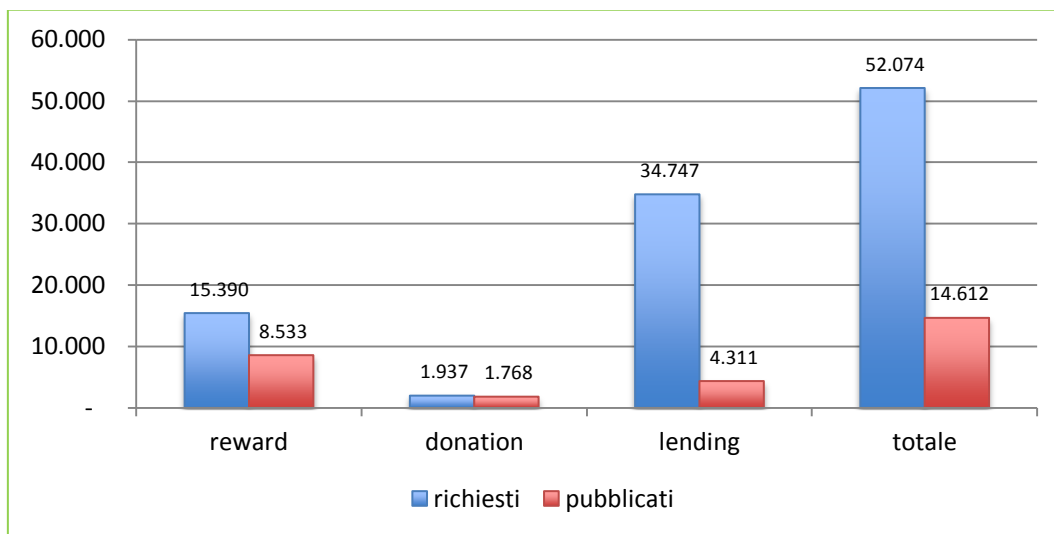


Figura 1.3.13: Numero di progetti richiesti e pubblicati. Fonte: ICN (Novembre 2013)

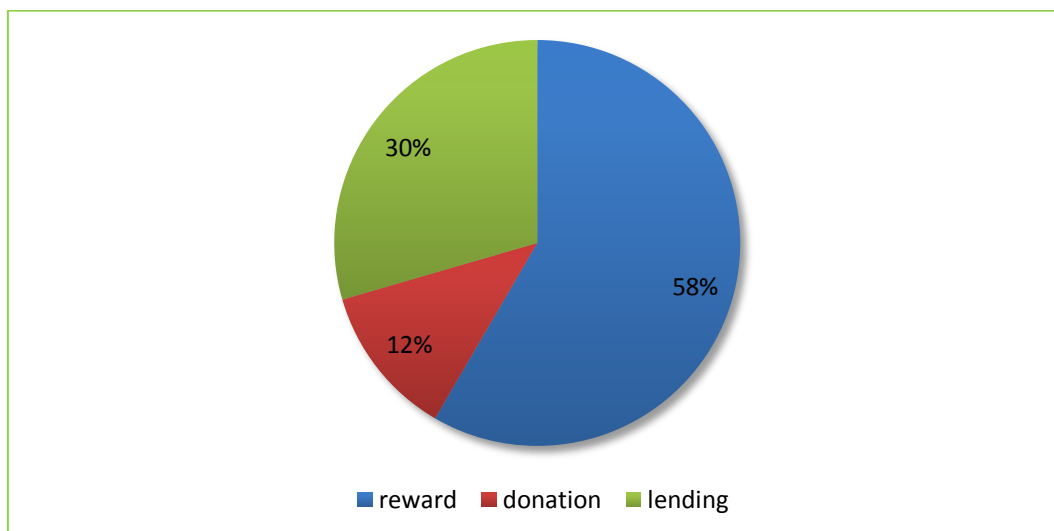


Figura 1.3.14: Suddivisione dei progetti pubblicati per tipologia. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Il valore complessivo dei progetti finanziati sulle piattaforme italiane di crowdfunding a partire dal loro lancio fino all'ottobre 2013 è pari a circa € 23 milioni (volumi cumulati). Di questi l'80% è riconducibile a progetti di tipo lending, il 15% sono di tipo reward e il restante 5% donation. Per avere un'idea chiara del posizionamento dell'Italia nel mercato del crowdfunding in un contesto Europeo, il totale raccolto in Europa solo nel 2012, secondo i dati Massolution, è pari a \$ 945 milioni (per il 2013 sono stati previsti più di \$ 1.300 milioni). Ciò testimonia come nonostante l'Italia sia considerato uno dei

precursori nel settore, con la prima piattaforma lanciata nel 2005 e il primato in termini di regolamentazione della raccolta di capitale di rischio attraverso i portali di equity crowdfunding, i numeri di progetti e i volumi transati sono ancora relativamente bassi rispetto alla media europea e ancor più rispetto a quella globale.

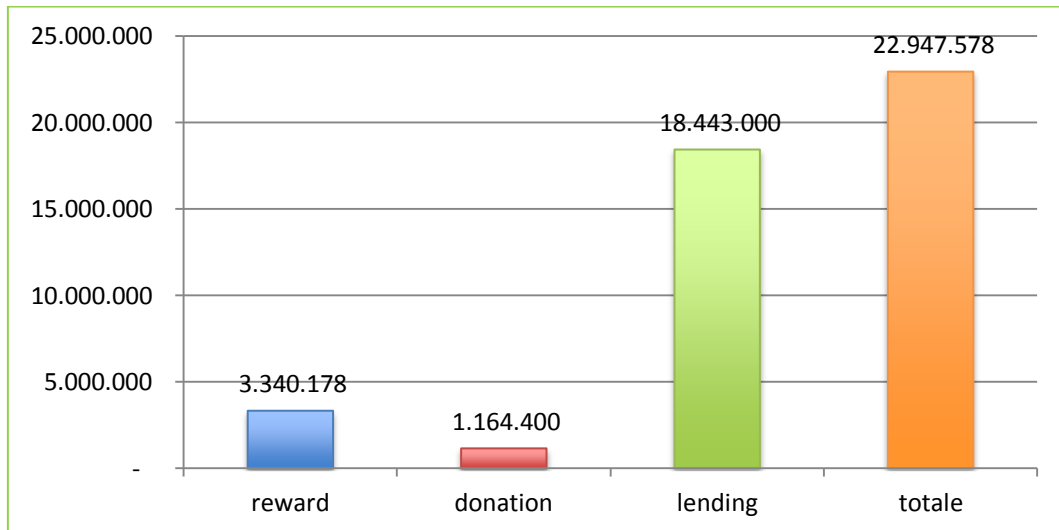


Figura 1.3.15: Volumi cumulati raccolti (€ Mln) sulle piattaforme italiane suddivisi per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Per quanto riguarda invece la raccolta avvenuta nei 12 mesi tra l'ottobre 2012 e l'ottobre 2013 l'ammontare è di circa € 12 milioni e indica che più del 50% dei volumi cumulati dalla nascita delle piattaforme sono stati raccolti solo nell'ultimo anno. Questo dato può essere interpretato anche in relazione al crescente numero di piattaforme registrato a cavallo del periodo considerato e testimonia sicuramente una rapida crescita del mercato avvenuta proprio nel 2013. Dalla ripartizione dei volumi raccolti per tipologia di progetto si nota un'inversione di tendenza rispetto ai precedenti anni, in particolare nell'ultimo anno i progetti reward e donation hanno fatto registrare tassi di crescita di gran lunga superiori rispetto ai progetti lending, pari a più del 350% rispetto al totale cumulato fino all'ottobre 2012. I volumi transati riconducibili ai progetti di tipo lending rimangono pur sempre al primo posto con il 70% sul totale, seguiti dai progetti di tipo reward con il 22% e infine le donazioni con l'8%.

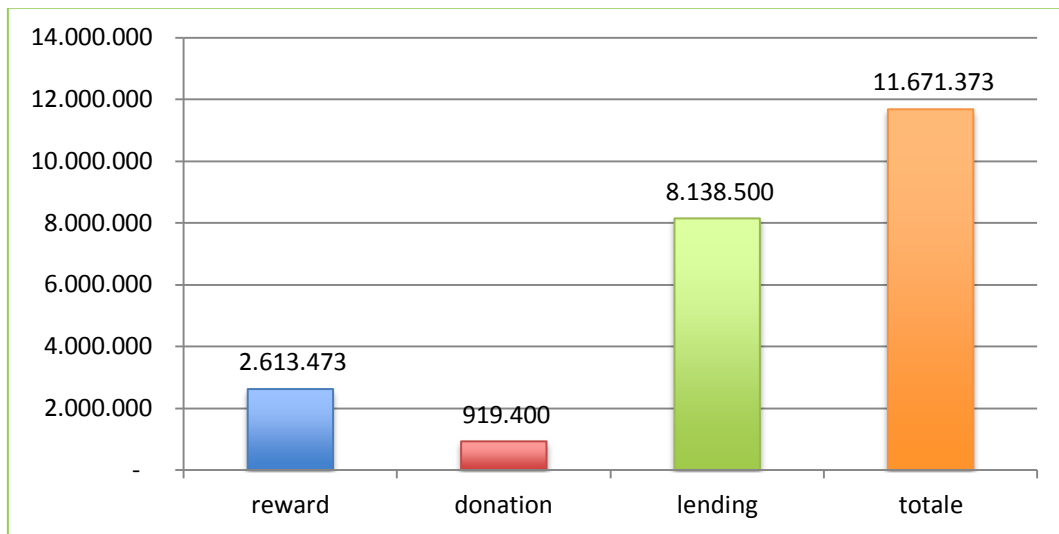


Figura 1.3.16: Volumi raccolti nel 2013 (€ Mn) sulle piattaforme italiane suddivisi per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Confrontando il valore medio raccolto dalle diverse tipologie di progetti si nota come i progetti di tipo lending registrano il più alto valore con un ticket medio pari a € 7.892 (oltre il doppio rispetto alla media mondiale di € 3.433 euro). Anche le donazioni con un valore medio di € 1.501 vincono il confronto internazionale di € 1.023 raccolti per singolo progetto.

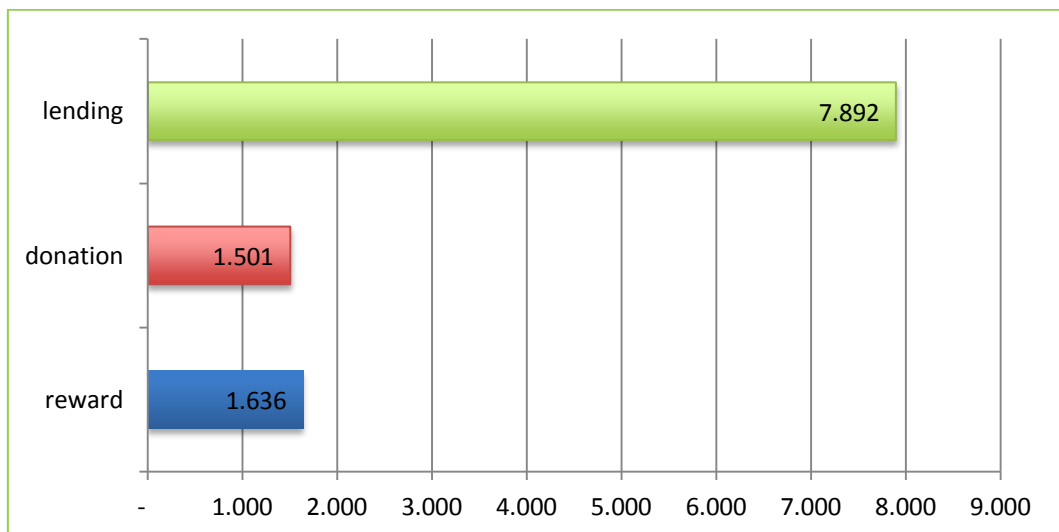


Figura 1.3.17: Valore medio raccolto (€) per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Concludiamo l'analisi riportando le percentuali di successo registrate dalle diverse tipologie di progetti. Guidano la classifica i progetti di tipo lending con il 54%, seguono le donazioni con il 44% e in ultimo i progetti reward con il 24%.

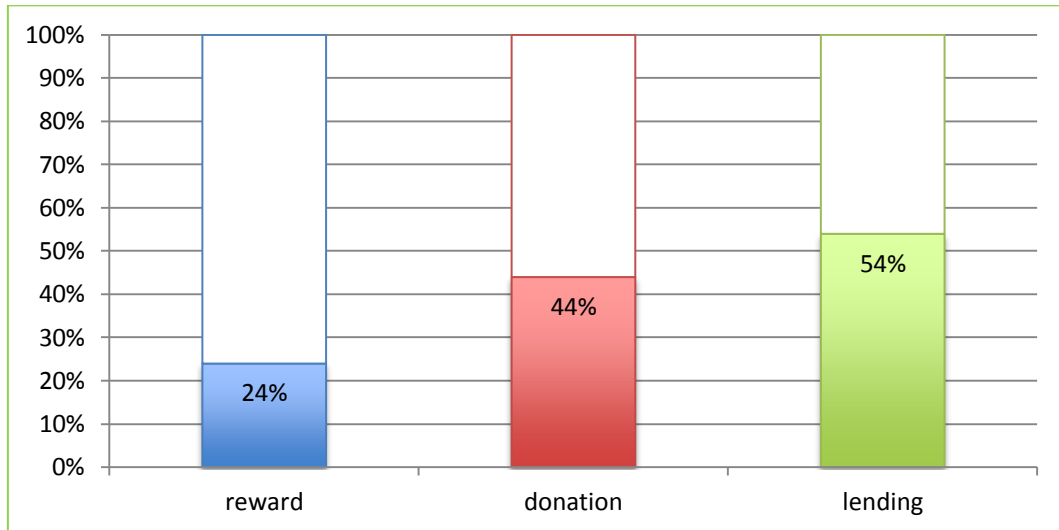


Figura 1.3.18: Probabilità di successo per tipologia di progetto. Fonte: ICN (Novembre 2013).

Alcune considerazioni di sintesi possono essere fatte in merito alle difficoltà riscontrate dalle piattaforme italiane di crowdfunding. Come riportato dagli stessi autori del report pubblicato da ICN il principale problema che si trovano ad affrontare i gestori di piattaforme è di tipo culturale, cioè di scarsa conoscenza del fenomeno da parte della massa, tant'è vero che alcune piattaforme si sono attivate promuovendo massicce campagne di sensibilizzazione (eventi, conferenze, azioni mediatiche ecc.). Un secondo problema riscontrato è la mancanza di fiducia da parte degli investitori a cui si aggiungono problemi strutturali come la scarsa cultura del web (è noto a tutti il ritardo italiano nell'alfabetizzazione digitale e la mancanza di fiducia nei sistemi di pagamento digitali) e lo scarso coinvolgimento da parte delle istituzioni nello sviluppo del fenomeno. Un'ulteriore evidenza, constatata recentemente, è la nascita delle cosiddette iniziative DIY ("do it yourself") che consistono nella pubblicazione di progetti da parte dei promotori in completa

autonomia attraverso siti internet o portali web di proprietà. Il fenomeno riguarda in particolar modo le donazioni promosse da associazioni non-profit.

In conclusione il crowdfunding in Italia risulta ancora un mercato immaturo (specialmente se confrontato con altri paesi europei e il Nord America) e altamente frammentato, con tante piccole piattaforme di nicchia che nascono e si specializzano per settore o area di interesse. Inoltre, il crowdfunding in Italia soffre la mancanza di un big player di dimensioni internazionali, in grado di attrarre anche investitori esteri e di competere con le maggiori piattaforme europee e nord americane.

L'equity crowdfunding

2

In questo capitolo si analizza nello specifico l'equity crowdfunding. Dopo aver presentato le definizioni trovate in letteratura, si analizzeranno le differenze tra questo canale di finanziamento e i canali tradizionali. Successivamente verrà analizzata la situazione dei regolamenti a livello internazionale. Il capitolo tratta e spiega quali sono le principali sfide ancora aperte per il successo dell'equity crowdfunding. Infine nell'ultima parte dedicata alle piattaforme si propone una possibile classificazione

2. L'equity crowdfunding

Nel primo capitolo è stata fornita una definizione ampia del fenomeno del crowdfunding che può essere considerata valida per tutte le diverse tipologie: reward-based, donation-based, lending-based ed equity-based. Nel presente capitolo saranno invece approfonditi gli aspetti legati all'equity crowdfunding.

2.1 Introduzione al fenomeno

In questo paragrafo introduciamo nello specifico il fenomeno dell'equity crowdfunding e a tal proposito riportiamo come prima definizione quella rilasciata da Consob: *“si parla di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento online si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società” e “la ricompensa per il finanziamento è rappresentata dal complesso dei diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa”*.

Si tratta quindi di investimenti in capitale di rischio delle imprese che costituisce a tutti gli effetti un'alternativa ai tradizionali canali di finanziamento del mercato (Business Angel, Venture Capital, Private Equity ecc.). Tipicamente le “imprese” che ricorrono al finanziamento attraverso l'equity crowdfunding sono quelle che si trovano ad affrontare le prime fasi del ciclo di vita (seed, start-up) e che proprio negli ultimi anni, a partire dalla crisi del 2008, hanno avuto difficoltà nel reperire risorse finanziarie attraverso le più tradizionali forme di raccolta fondi.

L'equity tuttavia, a differenza delle altre tipologie di crowdfunding, è un fenomeno di dimensioni ancora ristrette in termini di mercato e cresce con ritmi meno sostenuti rispetto al reward-based e al donation-based (si veda capitolo 1). Uno dei principali fattori che ne frenano tutt'oggi la crescita e, in alcuni paesi anche la nascita, è sicuramente l'aspetto normativo che

interviene necessariamente nei meccanismi di funzionamento del fenomeno. Il processo di acquisto di titoli partecipativi è infatti un processo regolato nella maggior parte delle giurisdizioni con l'obiettivo duplice di mitigare il rischio per gli investitori e prevenire le frodi. L'equity crowdfunding, almeno in linea teorica, ha l'obiettivo di sfruttare tutte le potenzialità della cosiddetta "long tail" o coda lunga, facendo entrare in gioco tutti coloro che altrimenti non verrebbero coinvolti, essendo troppo stringenti i requisiti caratterizzanti i mercati tradizionali (es. il mercato borsistico).

Esso dunque si configura come un modello di finanziamento basato sulla partecipazione il più ampia possibile e il cui motore centrale è lo spirito di partecipazione sociale che accomuna gli investitori e più in generale tutti i partecipanti alla community. In tal senso l'equity crowdfunding è uno strumento in grado di abilitare gli investitori ad una partecipazione attiva nello sviluppo di un progetto, proprio perché i soggetti finanziatori non si limitano solo ed esclusivamente al contributo economico, ma prendono parte in prima persona alla valutazione del progetto, alla creazione di legami sociali con il team di imprenditori, con gli altri finanziatori e tutti i soggetti che nutrono interesse nella realizzazione dell'idea imprenditoriale.

2.1.1 Le definizioni proposte in letteratura

Nel presente paragrafo forniamo una rivisitazione delle definizioni di equity crowdfunding proposte in letteratura.

Gerrit K.C. Ahlers et al. (2013) definiscono l'Equity Crowdfunding come di seguito: *"Equity crowdfunding is a method of financing whereby an entrepreneur sells equity or equity-like shares in a company to a group of (small) investors through an open call for funding on Internet-based platforms"*.

Questa definizione mostra come l'equity crowdfunding sia a tutti gli effetti una tipologia di crowdfunding e come ne mantenga le caratteristiche principali. Il finanziamento, infatti, deriva da un gruppo di piccoli investitori (folla) e

attraverso una piattaforma online.

Belleflamme et al. (2013) danno invece una definizione di equity crowdfunding che sottolinea le differenze tra questa forma di finanziamento e quelle tradizionali: *“Entrepreneurs make an open call for funding on a crowdfunding platform, and investors make their decisions based on the information provided therein. Moreover, the crowdfunding platform facilitates the transaction by providing a standardized investment contract and settling the payments”*.

Questa definizione sottolinea due punti fondamentali per il funzionamento dell'equity crowdfunding: l'imprenditore si deve impegnare a fornire le informazioni necessarie affinché gli investitori possano prendere le loro decisioni di investimento, e la piattaforma non svolge un ruolo passivo, ma deve contribuire alla definizione di un contratto di finanziamento standard e allo stesso tempo occuparsi del trasferimento dei pagamenti.

Un'ulteriore definizione che riportiamo è quella fornita da Pierrakis e Collins (2014): *“equity crowdfunding is defined as the offering of securities by a privately held business to the general public, usually through the medium of an online platform. The model permits anyone to acquire a share in privately held businesses, i.e. those that have yet to float on the stock exchange, by allowing a business to offer a certain proportion of its equity for a set amount of capital it is aiming to raise. Investors can then, through the platform, buy small parts of this equity stake”*.

Anche quest'ultima definizione include tutti i punti fondamentali che caratterizzano l'equity crowdfunding così come descritti nelle precedenti.

2.1.2 Gli attori coinvolti

Il fenomeno dell'equity crowdfunding si basa su cinque attori principali: il proponente (uno o più imprenditori), la piattaforma di equity crowdfunding, gli investitori (comunemente chiamati crowdfunders), il progetto (o idea imprenditoriale) e la regolamentazione. Come vedremo di seguito, l'equity è

la tipologia di crowdfunding maggiormente coinvolta nelle tematiche di tutela degli investitori (si veda paragrafo 2.5), per cui abbiamo ritenuto opportuno introdurre come quinto attore anche la regolamentazione, visto l'impatto significativo che ha sul fenomeno e in particolar modo sui suoi meccanismi di funzionamento.

Il proponente

Il proponente (o team di proponenti) è colui che lancia il progetto e lo pubblica su una piattaforma on-line con l'obiettivo di raccogliere le risorse finanziarie necessarie per la realizzazione dell'idea di business. Le motivazioni che spingono il proponente ad avviare una campagna di raccolta fondi possono essere di varia natura e spesso hanno caratteristiche di forte soggettività. Da un'indagine condotta da Gerber et al. (2011) emerge che i creators sono incentivati a partecipare al crowdfunding principalmente per raccogliere denaro e allo stesso tempo mostra come le dinamiche sociali hanno anch'esse un impatto rilevante. Tra queste l'intenzione di aumentare la consapevolezza del proprio lavoro facendolo conoscere ad altre persone e ricevere dei feedback per soddisfare il proprio desiderio di approvazione; a ciò si aggiunge la possibilità di mettersi in contatto con le persone attraverso un'interazione di lungo termine che può estendersi anche al di là della singola transazione finanziaria. Un'ulteriore motivazione è legata all'esperienza e all'apprendimento; l'indagine mostra, infatti, come alcuni creators dopo aver concluso una campagna, con o senza successo, sono motivati a continuare a svolgere un ruolo attivo nel crowdfunding per migliorare le proprie competenze nel marketing, nella gestione e nella pianificazione finanziaria con l'obiettivo di raccogliere fondi in seguito in maniera efficace.

La piattaforma

Le piattaforme di equity crowdfunding sono portali on-line che mettono in contatto creators e potenziali investitori e sono il mezzo virtuale attraverso il quale avviene la raccolta di capitale di rischio. Le piattaforme offrono la

possibilità ai proponenti di pubblicare il proprio progetto e agli investitori di effettuare le transazioni finanziarie per dar luogo all'acquisto degli strumenti finanziari.

Le modalità di remunerazione dei gestori di piattaforme possono variare notevolmente. Tipicamente viene applicata una success fee qualora l'esito della raccolta si riveli positivo. Ci sono poi alcune piattaforme che applicano delle commissioni di gestione a prescindere dall'esito del progetto e altre che offrono pacchetti di servizi aggiuntivi per migliorarne la visibilità. Nel censimento effettuato sulle piattaforme presenti a livello globale emerge come i gestori scelgono di operare con business model che si differenziano tra loro (si veda paragrafo 2.6). Anche la normativa vigente nel paese di appartenenza della piattaforma può avere un impatto rilevante sulle modalità di operare e ,nei successivi paragrafi, vedremo come in Italia per esempio le piattaforme sono sottoposte al regolamento Consob e devono rispettare determinate norme per poter svolgere la loro funzione di intermediario. Nella conferenza sul crowdfunding tenutasi a Roma nell'ottobre del 2012 è stata sottolineata l'importanza del ruolo delle piattaforme nel fenomeno del crowdfunding e a tal proposito Castrataro et al. (2012) nel loro report "The Future of Crowdfunding" scrivono:

"Il punto forte delle piattaforme di crowdfunding non sta solo nell'offrire una soluzione "chiavi in mano", ma anche nel fatto che, attraverso le loro attività di routine, sviluppano conoscenze e esperienza che si rivelano spesso fondamentali. Inoltre, contribuiscono a ridurre i costi di transazione e le complessità legislative e garantiscono infine una certa quantità di utenti che passano regolarmente a controllare i nuovi progetti, tutti potenziali investitori che sono fuori dalla rete di contatti abituale - spesso un aspetto cruciale di una campagna di successo".

Ingram & Taigland (2013) in uno studio condotto sull'adozione del crowdfunding in Svezia da parte delle giovani imprese IT, affermano che il ruolo delle piattaforme è quello di offrire agli imprenditori la possibilità di testare il mercato, di attrarre *skills* ed *expertise* e di creare *brand awarness*.

Proprio in tal senso le piattaforme facilitano la creazione della community e abilitano gli imprenditori allo sviluppo congiunto del progetto con tutti i membri che ne fanno parte.

Agrawal et al. (2013) affermano che l'obiettivo delle piattaforme è quello di massimizzare il numero e la dimensione dei progetti di successo, essendo la remunerazione principalmente legata ad una success fee sull'ammontare raccolto nelle singole campagne. Di conseguenza l'incentivo per le piattaforme è quello di coinvolgere il maggior numero di creators e investitori, attrarre progetti di qualità, ridurre il rischio di frodi e facilitare la corrispondenza tra idee imprenditoriali e capitali disponibili; ad esempio aumentando da un lato il grado di diffusione delle informazioni e dall'altro permettendo una ricerca efficace delle possibilità di investimento da parte dei potenziali investitori.

Gli investitori

Gli investitori (o crowdfunders) sono i finanziatori del progetto, ossia coloro che apportano le risorse finanziarie per la realizzazione di quest'ultimo. La letteratura tratta delle motivazioni che spingono gli individui ad investire e in generale a partecipare al fenomeno del crowdfunding. Così come per i proponenti, anche per i crowdfunders le motivazioni risultano eterogenee e con caratteristiche di forte soggettività. Nel paragrafo 2.3 tratteremo il tema in maniera approfondita, evidenziandone gli aspetti maggiormente utili anche ai fini della comprensione del modello teorico che sarà esposto nel capitolo 4.

Il Progetto

Il progetto è l'idea imprenditoriale che viene pubblicata sulla piattaforma ed è l'elemento centrale attorno al quale ruota il fenomeno dell'equity crowdfunding. Volendoli identificare secondo la classificazione proposta dal centro di ricerca del politecnico di Milano, i progetti che raccolgono capitale di rischio attraverso il modello equity-based sono progetti di tipo business, che riconoscono un ritorno monetario al finanziatore e sono orientati alla generazione di valore economico. Su alcune piattaforme sono offerti agli

investitori anche altri benefici di tipo non monetario, i cosiddetti reward, con l'obiettivo di incrementare il ritorno atteso dall'investimento. Tipicamente il reward è il prodotto finale (spesso non ancora presente sul mercato) che i proponenti intendono realizzare grazie ai fondi raccolti e viene offerto "a sconto" rispetto al prezzo di vendita obiettivo o di mercato; si parla in tal caso di pre-sales.

Tra le caratteristiche che un progetto pubblicato su una piattaforma deve possedere per poter attrarre il maggior numero di investitori vi è sicuramente la descrizione dell'idea e dei proponenti e, allo stesso tempo, la chiarezza espositiva con cui queste informazioni vengono fornite al pubblico dei finanziatori. L'importanza di questi elementi è ancora più accentuata per i progetti di tipo equity poiché, essendo caratterizzati da investimenti in capitale di rischio, c'è la necessità di dover fornire ai potenziali investitori tutte le informazioni utili ai fini della decisione di investimento. I proponenti pubblicano sulla piattaforma tutti i documenti riguardanti l'offerta: il business plan con una descrizione dell'impresa e del modello di business, il piano di marketing con le prospettive di mercato per il prodotto/servizio offerto, le proiezioni economico-finanziarie, la struttura organizzativa, la descrizione del management e altre informazioni inerenti all'offerta.

La regolamentazione

Vista la situazione a livello internazionale anche la regolamentazione deve essere considerata un attore influente per lo sviluppo del fenomeno. Ogni paese sta definendo in modo autonomo le regole entro cui si può sviluppare l'equity crowdfunding, per questo, nell'analisi delle dinamiche di funzionamento di questa nuova forma di finanziamento, non si può prescindere dallo studio delle implicazioni apportate dal regolamento vigente in ogni singola nazione.

Nel paragrafo 2.5 forniremo un'analisi dello stato attuale dei regolamenti nei principali paesi europei, negli USA e in Australia.

2.1.3 Gli step della raccolta fondi per il proponente

Ogni progetto di equity crowdfunding è caratterizzato da una serie di step che vanno dall'invio della proposta di raccolta fondi al rapporto post finanziamento con i crowdfunders. Di seguito riportiamo cinque fasi comuni a tutti i progetti, ma ci possono essere alcune differenze riguardanti le idee di business delle start-up e i diversi modelli di gestione adottati dalle singole piattaforme di equity crowdfunding:

(i) *Contatto imprenditore-piattaforma:*

Il primo passo avviene quando l'imprenditore invia la proposta di raccolta fondi ad una piattaforma. La scelta della piattaforma può dipendere da molti fattori: la reputazione nella community di imprenditori, la specializzazione per un certo settore, il paese di appartenenza e la relativa normativa e i costi di intermediazione richiesti.

La piattaforma, ricevuta la proposta, può pubblicare direttamente il progetto, oppure analizzare una serie di fattori prima di convalidare la raccolta fondi: la qualità dell'idea di business, l'adeguatezza del progetto alle caratteristiche del finanziamento tramite equity crowdfunding, la reputazione dell'imprenditore e le probabilità di frode. L'analisi dell'offerta, quindi, può avvenire in istanti temporali differenti a seconda del modo di operare delle diverse piattaforme. Alcune piattaforme come Crowdcube (www.crowdcube.com) eseguono questa analisi prima di pubblicare il progetto (il fondatore di Crowdcube Darren Westlake ha affermato che circa il 75% delle richieste ricevute vengono rigettate); altre invece, come la tedesca Symbid (www.symbid.com), effettuano la due diligence solamente una volta che la raccolta fondi ha raggiunto il target richiesto ma allo stesso tempo prima di effettuare il trasferimento dei capitali raccolti alla start-up.

(ii) Trasferimento delle informazioni agli investitori

Una volta pubblicato il progetto la piattaforma deve fornire tutte le informazioni riguardanti l'idea di business in modo da garantire agli investitori gli strumenti necessari alla valutazione dell'opportunità di investimento. Oltre alla presentazione del business model si forniscono informazioni sull'imprenditore e sui componenti del team di lavoro, spiegazioni riguardo all'impiego del capitale raccolto e tutti gli altri dettagli finanziari (la percentuale di capitale offerta, l'esistenza di limiti massimi di raccolta ecc.). Queste informazioni sono spesso veicolate con strumenti multimediali come immagini e video, in modo tale da essere meglio comprese anche dagli investitori meno esperti.

(iii) Connessione con gli investitori

Solamente una piccola parte dei potenziali investitori raggiungerà in modo autonomo la pagina della raccolta fondi, quindi gli imprenditori e la piattaforma devono sfruttare i network a disposizione in maniera tale da raggiungere con l'offerta il maggior numero di investitori possibile. Durante l'avanzamento della campagna è fondamentale che l'imprenditore rimanga in contatto con i potenziali investitori attraverso forum messi a disposizione dalla piattaforma, mail, oppure attraverso i social network, al fine di poter fornire tutte le informazioni riguardo lo stato di avanzamento della raccolta e rispondere alle domande dei potenziali investitori.

(iv) Il modello all-or-nothing

All'inizio della raccolta fondi l'imprenditore definisce in accordo con la piattaforma una "*funding window*" (solitamente la piattaforma propone una finestra standard, oppure definisce un limite massimo di durata per la raccolta). Tutte le piattaforme di crowdfunding che offrono strumenti finanziari adottano il modello all-or-nothing; questo modello prevede che l'imprenditore riceverà i finanziamenti raccolti solo se al termine della "*funding window*" è stata raggiunta la soglia minima di finanziamento prefissata. In caso contrario

i fondi raccolti dalla piattaforma non vengono trasferiti all'imprenditore, ma restituiti ai finanziatori (in genere le piattaforme prevedono una success fee sull'importo raccolto che viene prelevata solamente in caso di raggiungimento della soglia minima di finanziamento).

(v) Post finanziamento

Il trasferimento dei fondi solitamente coinvolge un istituto finanziario esterno che al termine della/e "*funding window*" trasferisce il capitale alla start-up in caso di successo. Le pratiche di gestione post investimento differiscono da piattaforma a piattaforma. Alcune, come ad esempio Seedrs (seedrs.com), operano attraverso una *nominee structure*: nel libro soci della start-up non compare il singolo investitore, bensì tutte le azioni sono registrate a nome della piattaforma che ha raccolto i finanziamenti. Questa si impegna ad intrattenere i rapporti con la start-up nell'interesse dei crowdfunders, i quali non hanno diritto di voto, ma ottengono solamente i flussi finanziari derivanti dall'investimento. Altre piattaforme come Crowdcube (www.crowdcube.com) e Symbid (symbid.com), invece, non hanno previsto meccanismi di gestione collettiva, ma lasciano al singolo investitore la gestione del rapporto con la start-up.

Questi sono gli step comuni a tutte le piattaforme operanti sul mercato. Ogni piattaforma, però, può apportare piccole modifiche a queste fasi; per esempio gli step possono essere suddivisi in una serie di attività semplificate, in modo da offrire un servizio più efficiente sia agli imprenditori sia agli investitori.

Di seguito riportiamo un esempio illustrativo di come sono strutturati gli step della raccolta fondi per la piattaforma inglese Sharein (www.sharein.com):

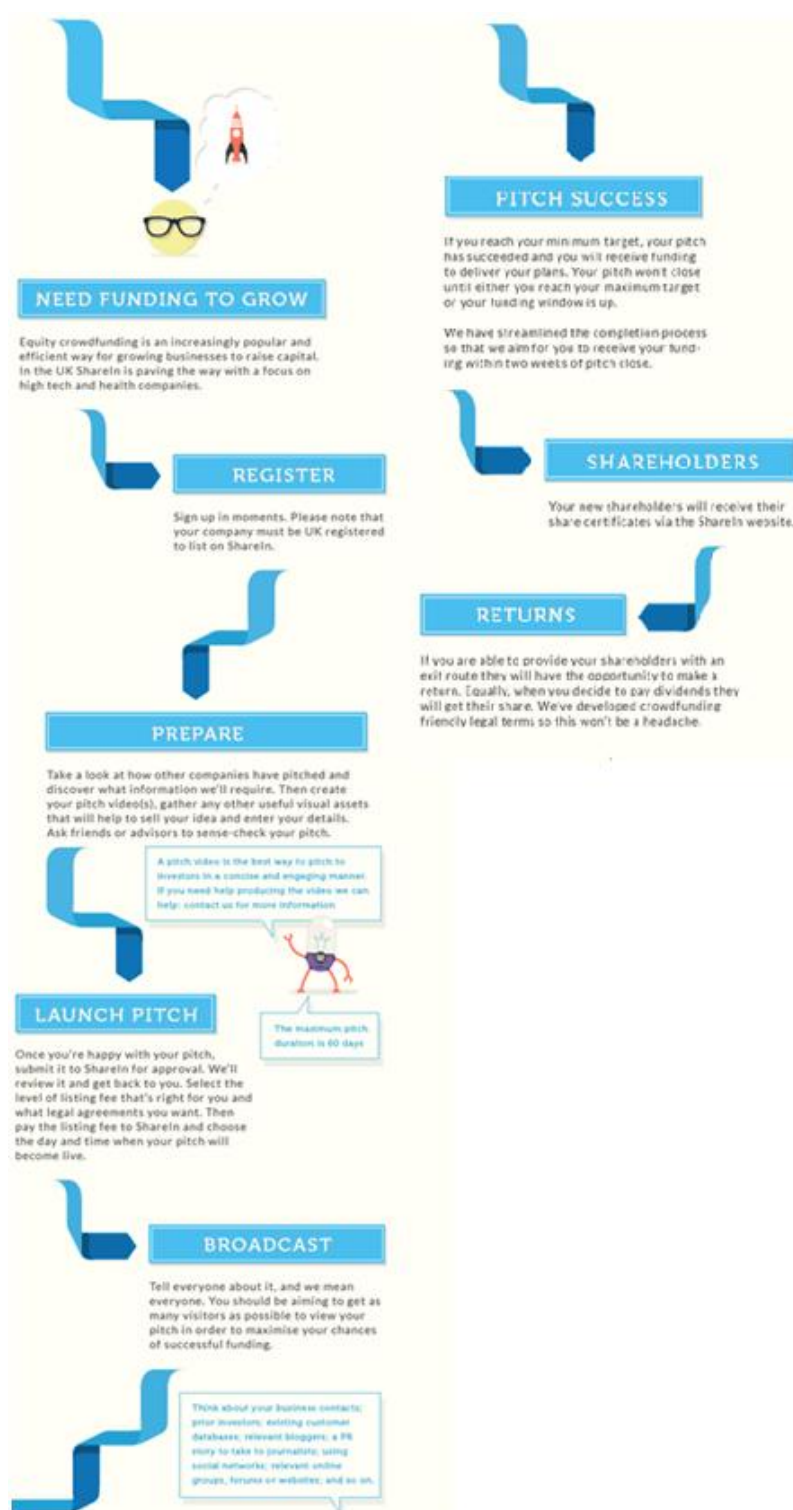


Figura 2.1.1: Step per l'imprenditore. Fonte: www.sharein.com.

Nella fase di preparazione l'imprenditore raccoglie le informazioni necessarie e, in alcuni casi con l'aiuto della piattaforma, prepara il pitch da presentare

agli investitori. Successivamente si passa al lancio del progetto dopo l'approvazione da parte dei gestori e quindi al trasferimento delle informazioni agli investitori. Infine c'è la fase di broadcast o di connessione con gli investitori, fondamentale per massimizzare le probabilità di successo della campagna. La gestione della raccolta viene fatta con logica all-or-nothing, la piattaforma trasferisce i fondi alla start-up al termine della funding window (in questo caso fissata a sessanta giorni) solamente se si raggiunge la soglia minima di finanziamento prefissata. Sharein non utilizza nominee structure, ma trasferisce le azioni agli investitori che diventano a tutti gli effetti proprietari della start-up e, come sottolineato nello step "returns", il sistema legale definito dalla piattaforma permette di avere un rapporto semplificato con gli investitori.

2.1.4 Gli step della raccolta fondi per il crowdfunder

Per quanto riguarda i crowdfunders non ci sono dei veri e propri step da seguire obbligatoriamente. L'investitore dopo essersi registrato alla piattaforma prende le decisioni di investimento in base alle informazioni raccolte e, in caso di successo della raccolta, riceve le azioni comprate diventando azionista della società.

Il successo del crowdfunding, però, si basa sulla partecipazione attiva di tutti gli attori coinvolti. La piattaforma e l'imprenditore chiedono agli investitori un supporto attivo. Perché la raccolta fondi abbia successo e il mercato del crowdfunding possa crescere, viene chiesto ai crowdfunders di pubblicizzare il pitch durante la raccolta e, in alcuni casi, gli investitori sono chiamati a supportare l'imprenditore nello sviluppo del progetto. Far sentire anche il finanziatore attore fondamentale del processo di finanziamento permette inoltre di creare network e reti sociali molto forti e che certamente aumentano le probabilità di successo della campagna.

Sharein definisce una serie di step anche per l'investitore:



Figura 2.1.2: Step per il crowdfunder. Fonte: www.sharein.com

Dalla figura 2.1.2 si può notare come la piattaforma faciliti e spinga gli investitori ad utilizzare gli strumenti a disposizione, come i social network, per favorire la visibilità del pitch. In caso di successo le azioni sono consegnate all'investitore che diventa uno shareholder della start-up. L'ultima fase "returns" è il momento in cui il crowdfunder vede i ritorni finanziari dall'investimento. Nella figura, inoltre, si avvisano i potenziali investitori che nelle loro decisioni di investimento devono tener conto che l'investimento in una start-up è un investimento di lungo termine e che, nella maggior parte dei casi, una start-up non paga dividendi perché i profitti sono utilizzati per finanziare la crescita della società.

2.2 Il Crowdfunding come alternativa ai canali di finanziamento tradizionali

Nei precedenti capitoli abbiamo visto come il crowdfunding, nato sotto la spinta delle donazioni e degli impegni da parte della folla nelle cause sociali, sia divenuto oggi un'industria multimiliardaria globale. Il crowdfunding permette alle persone e alle organizzazioni di raccogliere denaro nelle fasi di avvio di un'impresa per lo sviluppo di un prodotto/servizio o per la realizzazione delle suddette cause sociali.

L'equity crowdfunding, che si è diffuso in ritardo rispetto alle altre tipologie, è emerso come alternativa agli strumenti di finanziamento tradizionali (prestiti bancari, Business Angel, Venture Capital ecc.) utilizzati principalmente dalle start-up e dalle piccole medie imprese. L'adozione su larga scala delle informazioni e delle tecnologie di comunicazione, insieme all'ampia accettazione dei social network, hanno consentito la nascita e l'utilizzo delle piattaforme on-line da parte di un numero sempre più elevato di persone. Queste infatti sono in grado di offrire scala e scopo e possono aiutare a superare le innumerevoli sfide che la finanza d'impresa sta affrontando in questi tempi e che hanno impedito la crescita delle imprese e lo sviluppo economico in molte regioni del mondo. Queste sfide includono:

- fornire alle piccole e medie imprese l'accesso ai capitali;
- coltivare la crescita degli imprenditori ad alto potenziale nei paesi in via di sviluppo;
- sostenere l'accesso ai mercati delle esportazioni;
- concentrare i flussi di capitale all'interno e tra le comunità, indipendentemente dalla distanza fisica che li divide.

L'investimento attraverso l'equity crowdfunding si adatta a diverse tipologie di imprese ma in particolar modo alle le start-up ad elevata crescita (spesso appartenenti ai settori tecnologici), agli istituti di ricerca ma anche alle più tradizionali piccole e medie imprese. Le start-up che si servono degli

ecosistemi di incubatori e acceleratori di imprese proprio nelle prime fasi del ciclo di vita, sono particolarmente adatte a poter beneficiare degli investimenti attraverso l'equity crowdfunding. Queste infatti trovano ampia comprensione e accettazione da parte del mercato, possono sfruttare le alte competenze e le strutture messe a disposizione dagli ecosistemi di incubatori e in seguito accedere al mercato dei capitali per raccogliere i fondi necessari per le fasi di crescita successive. Anche le imprese più tradizionali non appartenenti a settori ad alto contenuto tecnologico o a elevata crescita, in generale non hanno accesso a prestiti bancari e altre forme di debito poiché hanno poche garanzie da offrire; per cui il crowdfunding, e in particolar modo il modello equity-based, può offrire loro l'opportunità di convertire i clienti in investitori, fornendo i finanziamenti necessari per la crescita. Naturalmente l'equity crowdfunding non è adatto alle imprese con costi di struttura molto alti e con business model che prevedono tempi di payback troppo lunghi, o che richiedono un grande apporto di capitale iniziale come ad esempio i progetti infrastrutturali su larga scala. I limiti per queste imprese nell'utilizzo dell'equity crowdfunding sono in primis la quantità di denaro che può essere raccolta la quale non è in grado di raggiungere la massa critica necessaria; in secundis, l'orizzonte temporale di recupero dell'investimento troppo lontano nel futuro, non in linea con le preferenze dei crowdfunders che sono orientati al ritorno in un periodo più corto.

2.2.1 Crowdfunding versus micro funding

Le fonti di finanziamento alternative possono essere di varia natura ma sono tutte accomunate da una caratteristica fondamentale, quella di fornire l'accesso ai capitali ad un segmento della popolazione che non vi può accedere attraverso le forme tradizionali. Esistono tuttavia differenze significative tra il crowdfunding e un altro comune meccanismo di finanziamento, il micro funding, che comprende la microfinanza e il social lending (peer-to-peer lending). Questi modelli si differenziano profondamente, incluse le loro finalità e obiettivi.

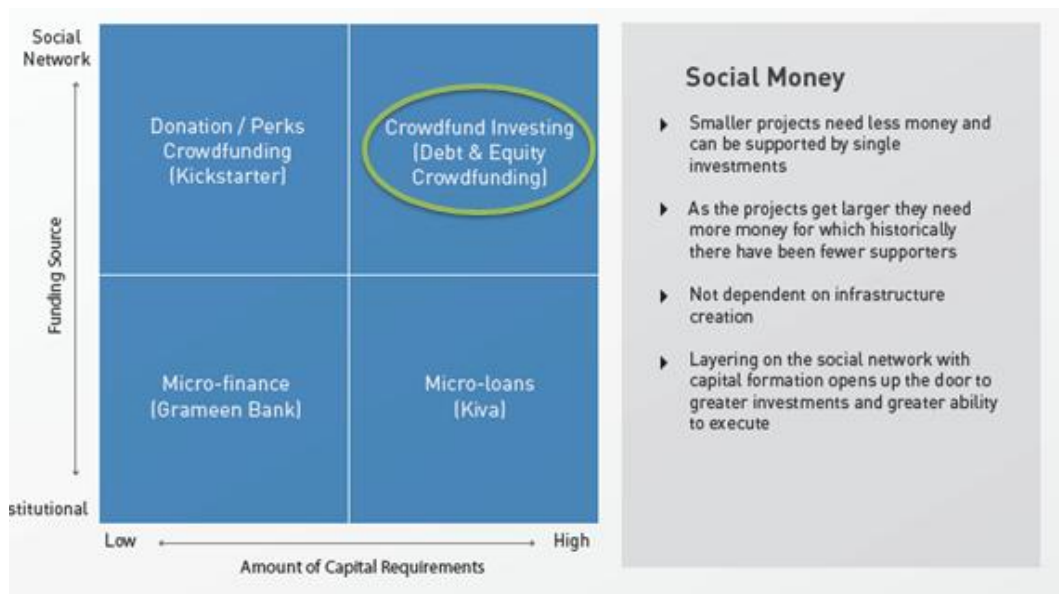


Figura 2.2.1: Classificazione fonti di finanziamento alternative. Fonte: infoDev (2013).

La microfinanza fornisce prestiti e altri servizi finanziari di base per la popolazione più povera, ossia le persone con poco o addirittura nessun reddito. Questa forma di finanziamento è molto diffusa nei paesi del terzo mondo e il principale servizio offerto dagli istituti specializzati, spesso chiamate “banche dei poveri” o “banche etiche”, è costituito dal microcredito, cioè la concessione di prestiti di modesto importo a piccoli imprenditori, tipicamente artigiani commercianti e agricoltori, che hanno bisogno di avviare o ampliare la loro piccola attività. Ci sono poi altri servizi e strumenti finanziari offerti come ad esempio la raccolta del risparmio, le assicurazioni (microassicurazioni) e il microleasing. Ad oggi, uno dei maggiori operatori di questo mercato è la Grameen Bank, che si occupa di microfinanza in Bangladesh e in India, concedendo microprestiti alle popolazioni locali molto povere senza richiedere garanzie collaterali e garantendo così il loro accesso al credito.

Il social lending è una sottocategoria della microfinanza e costituisce un prestito personale erogato da privati ad altri privati su internet. Kiva Microfund, un'organizzazione non governativa statunitense, ispirandosi proprio all'esperienza della Grameen Bank promuove azioni di microcredito nei paesi meno agiati attraverso una raccolta fondi che avviene tramite il

canale internet e avvalendosi dell'aiuto di intermediari sul campo (field partners), che stringono accordi direttamente con i piccoli imprenditori locali.

I modelli equity-based e lending-based del crowdfunding sono l'asset class più recente nel mercato dei capitali privato e vanno a riempire il vuoto lasciato tra microfinanza e investitori istituzionali (Business Angel, Venture Capital). Queste forme di finanziamento sono potenzialmente in grado di fornire maggiori quantità di capitale sia rispetto alla microfinanza che rispetto agli investitori istituzionali data la loro scarsità di capitale. Inoltre possono essere visti come un'estensione dei meccanismi sociali della microfinanza per aiutare le start-up con potenziali di crescita elevati e in alcuni casi permettere l'espansione per le imprese già esistenti.

2.2.2 L'equity crowdfunding nel ciclo di vita dell'impresa

Il percorso di crescita di un'impresa, comunemente chiamato ciclo di vita, si articola in diverse fasi:

- seed stage: è il primissimo step nel quale l'imprenditore ha concepito l'idea di business che tuttavia deve essere ancora sviluppata e collaudata. In questa fase il focus è sullo sviluppo del prodotto e sulla redazione del business plan;
- start-up stage: l'idea è stata sviluppata al punto tale da consentire la commercializzazione del prodotto/servizio. Questa fase dura mediamente meno di un anno.
- early stage: ha luogo la produzione e la distribuzione del prodotto/servizio. Questa fase può avere una durata di cinque anni e l'impresa può anche non essere profittevole lungo tutto il periodo.
- later stage: l'impresa è già matura e redditizia. In questa fase essa genera cash flow positivi e nel caso in cui continua nel suo percorso di crescita può raggiungere grande popolarità in un periodo compreso fra i sei e i dodici mesi.

In generale le imprese che si trovano ad affrontare le fasi iniziali del loro ciclo di vita, incontrano difficoltà nell'attrarre finanziamenti dall'esterno (Cosh et al. 2009). Come accennato nel paragrafo 2.1 le start-up non hanno la possibilità di accedere al debito sia a causa della natura rischiosa della loro attività sia per la mancanza di garanzie collaterali a sufficienza per poter ricevere un prestito bancario. Per questo al fine di avviare la loro attività e iniziare a generare utili le start-up devono affidarsi a forme di finanziamento alternative che permettono loro di finanziare la crescita e in particolare la fase iniziale di early stage. Tipicamente accade che i primi finanziatori di una start-up, oltre agli stessi imprenditori che spesso utilizzano i propri risparmi, siano amici e parenti (Agrawal et al. 2010). Le start-up infatti, non generando cash flow nei primi anni di attività, non sono in grado di ripagare oneri finanziari ne tantomeno quote di rimborso del capitale eventualmente contratto a prestito. Jeff Lynn, fondatore di Seedrs ha sottolineato come questo fenomeno significhi in realtà che solo chi ha amici o famigliari facoltosi può ottenere le risorse finanziarie necessarie allo sviluppo dell'idea imprenditoriale. Ciò si traduce nel fatto che ci saranno molti casi in cui i finanziamenti da parte di amici e famigliari saranno insufficienti. Per tutte queste ragioni la domanda per l'accesso al capitale di rischio tramite equity crowdfunding in questi casi è potenzialmente molto elevata.

Negli ultimi anni, oltretutto, stiamo assistendo ad uno spostamento degli investimenti da parte di Business Angel e Venture Capitalist verso imprese che si trovano in stadi più avanzati del loro ciclo di vita. I Venture Capitalist in particolare hanno iniziato ad escludere investimenti nella fase di seed anche a causa dell'aumento dei costi di transazione in rapporto all'ammontare di investimenti richiesti in queste fasi embrionali del ciclo di vita.

Questa tendenza costituisce dunque un'opportunità per l'equity Crowdfunding di svolgere un ruolo prezioso all'interno di due mercati: il primo è il seed financing, ossia l'investimento nelle primissime fasi di sperimentazione dell'idea imprenditoriale, dove l'apporto di risorse finanziarie da parte di amici e parenti può non essere sufficiente e, allo stesso tempo,

l'entità di denaro richiesta può risultare troppo piccola per attrarre l'investimento da parte di un Business Angel. Il secondo è lo spazio di mercato che intercorre tra il livello di investimenti tipicamente effettuato da un Business Angel, dove l'ammontare richiesto risulta troppo piccolo per un Venture Capitalist, e il livello di investimenti caratterizzante l'attività del Venture Capitalist.

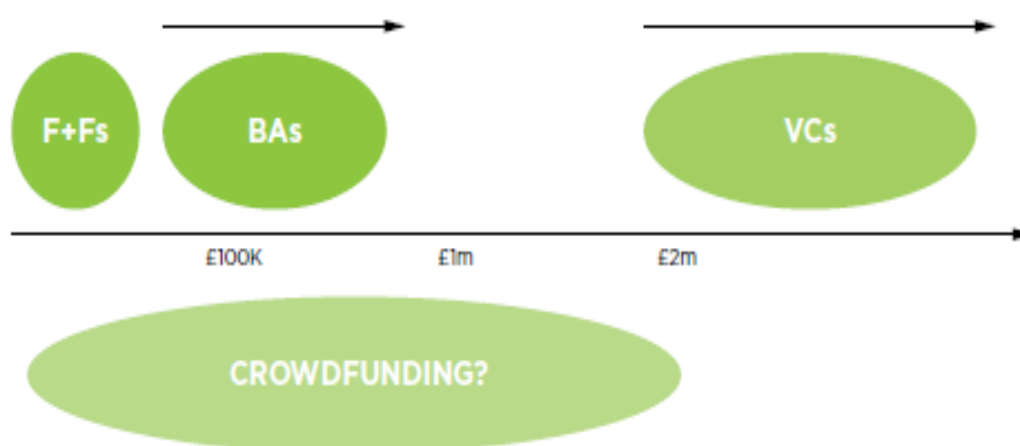


Figura 2.2.2: Ammontare investito per fonti di finanziamento. Fonte: NESTA (2012).

Ad oggi la maggior parte dei capitali raccolti attraverso il crowdfunding è andata ad occupare la parte inferiore dello spazio di mercato ma ciò non esclude la possibilità che possa costituire a tutti gli effetti un'alternativa al Business Angel e al Venture Capitalist, soprattutto se in un futuro aumentasse l'entità dei capitali raccolti grazie anche alla partecipazione degli investitori "più sofisticati" che tendenzialmente hanno una maggiore disponibilità di risorse finanziarie da investire.

2.2.3 Le imprese che si finanziano attraverso l'equity crowdfunding

Quali siano le imprese maggiormente adatte al finanziamento attraverso l'equity crowdfunding è ancora oggetto di discussione e probabilmente solo il tempo potrà svelarlo. Ad oggi infatti non ci sono elementi sufficienti per

poterlo determinare. Tuttavia ci sono alcuni fattori da prendere in considerazione e che possono incidere sulla raccolta di fondi attraverso l'equity crowdfunding:

- la capacità dello strumento di fornire finanziamenti in diversi round. In genere le imprese ricorrono a numerosi step e in alcuni casi accade che la fonte di finanziamento sia sempre la stessa; in altri accade che ve ne siano diverse per ciascun round di finanziamento (Chemmanur e Chan, 2006). Alcune imprese preferiscono le fonti di finanziamento tradizionali perché possono sfruttare le relazioni instaurate con il Venture Capitalist o con il Business Angel proprio per ottenere i finanziamenti nei successivi round;
- le imprese che appartengono a determinati settori e che operano con determinati modelli di business, per esempio quelle dove il contatto impresa cliente è una componente fondamentale nell'utilizzo del prodotto, sono particolarmente adatte alla raccolta attraverso l'equity crowdfunding. Questo perché i consumatori stessi possono fungere anche da finanziatori. Inoltre, per l'impresa, l'entità di questa relazione con potenziali investitori e clienti allo stesso tempo, può essere considerata una conferma della redditività del progetto o dell'idea di business;
- le imprese con focus sulla creazione di valore per il sociale potrebbero beneficiare maggiormente delle opportunità di finanziamento attraverso l'equity crowdfunding. In questi casi le motivazioni non finanziarie che spingono le persone ad investire sono preponderanti. I sostenitori, in particolare, saranno incentivati a coinvolgere altre persone e più propensi a pubblicizzare l'impresa finanziata;
- l'equity crowdfunding non sembra essere adatto a quelle imprese che non vogliono divulgare al mercato le informazioni sulla loro idea di business o altre informazioni riservate sul prodotto/servizio;

- allo stesso modo può risultare inadatto per quelle imprese che necessitano dell'apporto di competenze manageriali e network specifico che solo gli investitori istituzionali sono in grado di fornire.

2.2.4 Business Angel e Venture Capital

I Business Angel (BA), secondo la definizione rilasciata da IBAN (Italian Business Angel Network), sono *“ex titolari di impresa, managers in attività o in pensione, che dispongono di mezzi finanziari (anche limitati), di una buona rete di conoscenze, di una solida capacità gestionale e di un buon bagaglio di esperienze. Hanno il gusto di gestire un business, il desiderio di acquisire una partecipazione in aziende con alto potenziale di sviluppo e l'interesse a monetizzare una significativa plusvalenza al momento dell'uscita; l'obiettivo dei Business Angels è quello di contribuire alla riuscita economica di un'azienda ed alla creazione di nuova occupazione”*.

In accordo con Radamani (2008) *“business angels represent private investors who, during their active work, have gained wealth and experience and are ready to invest them in new small and medium enterprises in order to help the young entrepreneurs and receive profit simultaneously”*.

Dalle definizioni sopra citate è possibile dedurre quali siano le caratteristiche peculiari del BA:

- è dotato di patrimonio e/o ricchezza finanziaria personale;
- è un investitore privato, ossia finanzia le imprese con capitale proprio;
- predilige l'investimento in imprese non quotate che si trovano ad affrontare le prime fasi del loro ciclo di vita, in particolare seed e start-up;
- effettua investimenti con elevato livello di rischio;
- investe tipicamente nelle imprese locali al fine di poterle visitare e monitorare da vicino il loro andamento.

Le imprese oggetto di investimento spesso sono società neo costituite ma ci sono alcuni casi in cui esiste soltanto l'idea imprenditoriale riportata su un business plan.

La letteratura tratta delle motivazioni che spingono i BA ad investire nelle giovani imprese e, da uno studio effettuato dalla Newcastle Business School (Business angels offer more than money www.growingbusiness.co.uk 2007), emerge come l'opportunità di realizzare ritorni monetari non sia l'unica determinante; infatti viene evidenziato come molti BA traggono beneficio nel supportare gli imprenditori attraverso le loro competenze e il loro network di conoscenze. Risultati simili sono stati ottenuti in un'indagine effettuata da France Angels (Business Angels Survey, 2003) e tra le principali motivazioni sono emerse: l'opportunità di creare valore sia per se stessi che per l'impresa oggetto dell'investimento aiutando gli imprenditori nella realizzazione della propria idea di business, la possibilità di divertirsi nel vivere una nuova avventura e, infine, di contribuire allo sviluppo economico delle comunità locali grazie anche alla creazione di nuovi posti di lavoro.

Il processo di investimento del BA si articola in diverse fasi:

- valutazione iniziale (pre-screening), che consiste in un'analisi preliminare del business plan nella quale vengono verificate le potenzialità di business del progetto;
- screening, nella quale il BA incontra l'imprenditore o il team di imprenditori al fine acquisire maggiori informazioni confidenziali sia sul progetto che sui proponenti;
- due diligence, nella quale vengono fatte le valutazioni di dettaglio sulla tecnologia, sul business di riferimento e sugli aspetti legali;
- investimento, nella quale si predispone tutta la contrattualistica, il veicolo societario utilizzato per effettuare l'investimento e il "closing" dell'operazione;
- post-investimento, che consiste nella partecipazione attiva nella gestione dell'impresa

I fondi di Venture Capital (VC) e di Private Equity (PE) sono fondi di investimento che hanno l'obiettivo di realizzare un capital gain su un orizzonte temporale di qualche anno, tipicamente compreso fra i cinque e i sette anni.

Secondo la definizione rilasciata dall'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) con il termine VC (agli inizi degli anni '80) si intendeva *“l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate con elevate potenzialità di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato”*.

La definizione pone enfasi sulle caratteristiche intrinseche dell'impresa oggetto dell'investimento ossia le elevate potenzialità di crescita, ed è in linea con quella riportata sul sito istituzionale di EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association): *“Venture capital is a type of private equity focused on start-up companies. Venture capital funds often back entrepreneurs who have just the germ of a business idea”*.

Dalla definizione emergono due caratteristiche del VC: la prima è che tipicamente i fondi di VC investono in imprese già nate ma ancora in fase di avvio (start-up expansion); la seconda è che dal punto di vista terminologico il VC rientra nella più ampia categoria del PE che in generale identifica l'apporto di capitale di rischio da parte di un soggetto privato.

La stessa EVCA definisce il PE come segue: *“Private equity is a form of equity investment into private companies that are not quoted on a stock exchange. Private equity is distinguished by its active investment model, in which it seeks to deliver operational improvements in its companies, over several years”*.

In quest'ultima definizione emerge un'ulteriore caratteristica del modello d'investimento del Private Equity e allo stesso tempo del Venture Capital,

ossia la partecipazione attiva nella gestione dell'impresa con l'apporto di competenze manageriali al fine di migliorarne le performance.

E' infatti comprovato che alle imprese partecipate da Venture Capital siano riconducibili performance economiche superiori e un maggior tasso di crescita rispetto alle altre realtà imprenditoriali (Keushnigg, 2002 e Bottazzi & Da Rin, 2009), il che significa che l'attività di monitoraggio attivo dei manager ed il coinvolgimento nella gestione sono in grado di aumentarne il valore.

Il processo di investimento del VC si articola in diverse fasi:

- ricerca degli investitori e raccolta delle adesioni al fondo;
- ricerca e selezione delle imprese in cui investire i capitali raccolti, che a sua volta comprende le attività di due diligence, di valutazione del business plan e di negoziazione e closing;
- valorizzazione delle imprese in portafoglio, che consiste nelle attività svolte dal VC atte ad incrementarne le performance;
- exit, cioè la fase di uscita dall'investimento che il VC effettua con l'obiettivo di realizzare un capital gain attraverso la vendita o la quotazione in Borsa.

Metrick e Yasuda (2011) attribuiscono al VC cinque caratteristiche distintive:

- è un intermediario finanziario che investe i capitali raccolti dagli investitori direttamente in un portafoglio di società;
- investe esclusivamente in società non quotate;
- svolge un ruolo attivo di monitoraggio e supporto delle imprese in portafoglio;
- ha l'obiettivo primario di massimizzare il ritorno finanziario con l'uscita dall'investimento attraverso la vendita o la quotazione in borsa (IPO);
- investe per finanziare la crescita interna delle imprese.

Dalle caratteristiche sopra elencate è possibile fare un confronto tra BA e VC che risultano simili sotto alcuni aspetti ma differiscono per altri. Una prima sostanziale differenza è che il VC, rispetto al BA, non è un investitore privato

ossia non investe capitale proprio. Generalmente un fondo di VC è strutturato come una *limited partnership* con due diversi attori: i *general partners* che si occupano della costituzione e della gestione del fondo, i *limited partners* cioè gli investitori che forniscono le risorse finanziarie. Il fatto che il BA investa con le proprie risorse finanziarie cambia notevolmente l'economia delle decisioni d'investimento rispetto al VC. Infatti, dal momento che il BA ha diritto al totale dei ritorni attesi dall'investimento, ha un costo del capitale proporzionalmente inferiore rispetto al VC e ciò significa che ci sono imprese in cui il BA investe ma nelle quali il VC non troverebbe convenienza nell'investire.

Una seconda differenza che impatta sulle diverse logiche di investimento di questi due operatori finanziari riguarda le motivazioni e gli obiettivi con i quali effettuano le loro scelte di investimento. Da parte del VC la selezione dell'investimento è molto più legata a considerazioni di tipo finanziario mentre, come detto in precedenza, è noto che per il BA la redditività non è la sola determinante che li spinge ad investire. Di fatto, una due diligence accurata, la stipula di condizioni contrattuali con eventuali clausole volte ad assicurare una exit favorevole e un'analisi accurata delle proiezioni di flussi di cassa futuri sono elementi indispensabili nella selezione degli investimenti del VC; questi non occupano la stessa rilevanza nel modello decisionale di un BA. A tal proposito Van Osnabrugge (2000), sulla base della teoria dei costi di agenzia, evidenzia come BA e VC adottano diversi approcci per ridurre le asimmetrie informative nel rapporto principale agente con l'imprenditore e, nel caso del VC, anche con i finanziatori del fondo. Il VC utilizza il *principal-agent approach*, nella quale si cerca di ridurre le asimmetrie informative *ex ante* (prima dell'investimento) e ciò si traduce in elevati costi di screening e due diligence per avere una conoscenza approfondita dell'impresa oggetto dell'investimento. Il BA invece non è obbligato a sostenere i costi relativi a una due diligence dettagliata, dal momento che investe il proprio denaro, per cui l'approccio utilizzato per ridurre le asimmetrie informative con il solo imprenditore è l'*incomplete*

contracts approach, ossia il controllo diretto effettuato *ex post* (dopo l'investimento) che si traduce in una maggiore partecipazione del BA alle dinamiche gestionali dell'impresa.

Un ulteriore elemento distintivo è il diverso grado di liquidità delle partecipazioni legato soprattutto alle differenti modalità di way-out dell'investimento. Nel caso del VC che investe nelle imprese in stadi più avanzati del ciclo di vita, spesso con prospettive di quotazione in Borsa, lo smobilizzo dell'investimento può rivelarsi molto meno difficoltoso. Al contrario per il BA la modalità di way-out più frequente è la vendita a terzi, i quali possono essere compratori strategici o i fondatori stessi dell'impresa; in questo caso lo smobilizzo delle partecipazioni è mediamente più complicato.

In ultima analisi possiamo affermare che il BA ha una maggiore propensione ad investire in imprese nelle primissime fasi di seed e start-up poiché in queste fasi il fabbisogno finanziario e le competenze richieste, non solo manageriali ma anche specifiche sulla tecnologia e sul prodotto, sono maggiormente in linea sia con la quantità di capitale che il BA è disposto ad investire sia con la sua naturale predisposizione a fornire le competenze necessarie ad avviare il percorso di crescita dell'impresa.

Il VC non ha convenienza ad intervenire in queste fasi poiché la modesta entità dell'investimento spesso non giustifica i costi di screening e due diligence che devono essere sostenuti; per questo motivo il VC tende ad investire nelle fasi più avanzate del ciclo di vita e assume dunque una posizione di complementarità rispetto al BA.

2.2.5 Il confronto con Business Angel e Venture Capital

Dalle considerazioni fatte nei precedenti paragrafi sulle peculiarità dell'equity crowdfunding e sulle caratteristiche del BA e del VC è possibile dedurre quali siano le principali analogie e differenze tra queste diverse forme di finanziamento.

Il primo fattore da prendere in considerazione è legato al “livello di maturità” delle imprese oggetto dell’investimento. Tutte queste tre forme di finanziamento prendono in considerazione imprese che si trovano ad affrontare le fasi di crescita del ciclo di vita. Sotto questo aspetto c’è una maggiore comunanza tra crowdfunding e BA poiché entrambe si concentrano principalmente nella fase di seed, a differenza del VC che tipicamente interviene nelle fasi di start-up e di early stage.

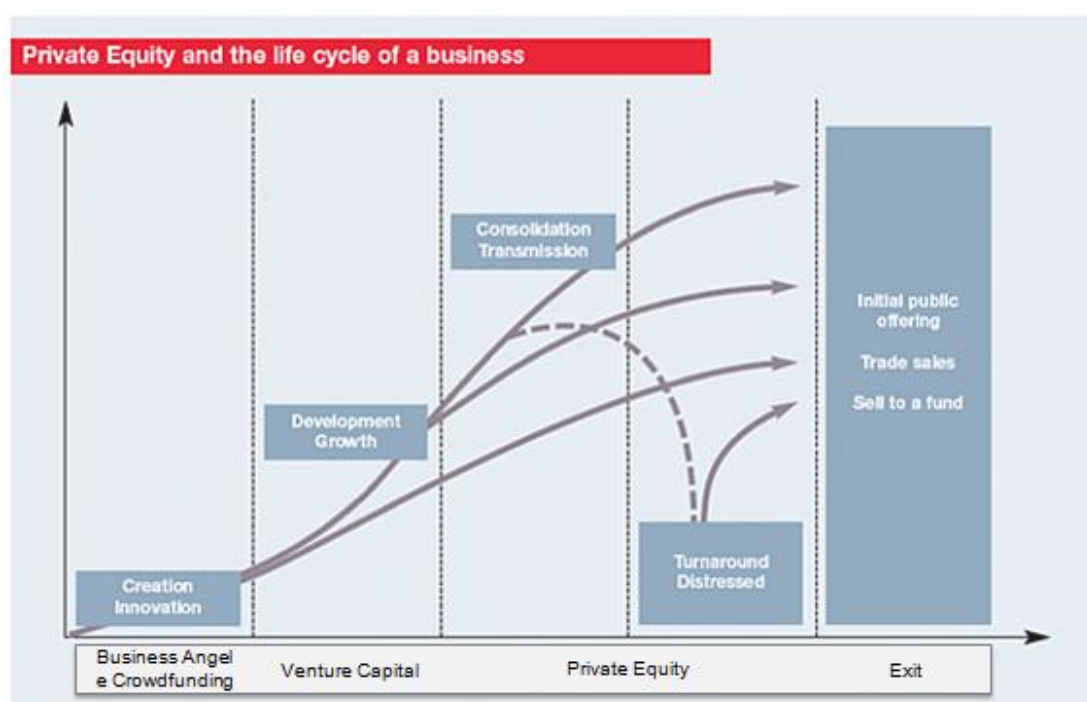


Figura 2.2.3: Fonti di finanziamento nel ciclo di vita dell’impresa. Fonte: Politecnico di Milano.

Un altro fattore è legato alla tipologia d’imprese finanziate, ossia quelle con prospettive di crescita elevate. Nella normativa italiana e nel prospetto di quella americana emerge chiaramente come l’equity crowdfunding sia indirizzato alle imprese che operano in settori ad alto contenuto tecnologico e che investono molto in ricerca e sviluppo.

Infine possiamo asserire che così come BA e VC, anche i crowdfunding investono con l’obiettivo di ottenere un capital gain dalla vendita futura delle partecipazioni e che quindi non hanno interesse a mantenere il controllo dell’impresa nel lungo periodo.

Per quanto riguarda le differenze, una prima considerazione può essere fatta in merito al taglio medio dell'investimento che, nel caso del VC, è notevolmente superiore rispetto al BA e all'equity crowdfunding.

La seconda è in merito alle motivazioni che spingono questi diversi soggetti a investire. Crowdfunders e BA, come detto in precedenza, sono motivati non solo dalla possibilità di ottenere un ritorno monetario ma anche dal coinvolgimento emotivo e dall'interesse nutrito nei confronti dello specifico progetto o dell'idea di business sulla quale investono. Al contrario il VC è spinto dal solo desiderio di realizzare profitti.

L'altra sostanziale differenza sta nel fatto che BA e VC una volta effettuato l'investimento partecipano attivamente all'attività di gestione dell'impresa attraverso l'apporto di competenze tecniche e manageriali. I crowdfunders, a differenza, potrebbero non avere alcuna competenza specifica nel settore, nella tecnologia e soprattutto nella gestione d'impresa. In letteratura si parla di *wisdom of the crowd* in riferimento al fatto che la folla, dotata d'intelligenza collettiva, a volte può essere più efficiente di pochi investitori (quali possono essere BA e VC) a risolvere alcune problematiche aziendali (Schwienbacher & Larrald, 2010). In accordo con Gerber et al. (2012) ciò che spinge la folla a investire è anche il desiderio di partecipazione e sostegno nelle fasi di sviluppo del prodotto; tuttavia l'attività di monitoraggio e la partecipazione attiva alle dinamiche gestionali dell'impresa da parte di BA e VC, non può in alcun modo paragonarsi con lo scambio di idee o la raccolta di feedback e preferenze sui prodotti che, tipicamente, avvengono all'interno della community dei crowdfunders.

Hornuf e Schwienbacher (2014) fanno notare come una differenza sostanziale tra BA e crowdfunders risiede anche nella tipologia di contratti finanziari stipulati con l'impresa finanziata. Nell'equity crowdfunding l'investimento avviene per mezzo di una piattaforma online e l'offerta di strumenti finanziari è rivolta a un pubblico indistinto di potenziali investitori, per cui i contratti sono standardizzati e non c'è possibilità di fare delle

trattative per apportarvi eventuali modifiche. Al contrario uno degli elementi caratterizzanti l'attività d'investimento del BA e del VC è l'utilizzo di contratti e strumenti finanziari personalizzati, spesso oggetto di una lunga negoziazione con il nucleo d'imprenditori.

Un vantaggio dell'equity crowdfunding rispetto alle tradizionali forme di finanziamento è il valore delle informazioni veicolate. Qualora l'interesse dei crowdfunders fosse correlato con la domanda di mercato, l'imprenditore sarebbe in grado di fare una stima sull'apprezzamento del prodotto da parte del pubblico e quindi sul potenziale di mercato (Schwienbacher, 2014). In questo modo si andrebbe a ridurre l'incertezza sulla validità del prodotto e l'imprenditore può decidere di interrompere o proseguire il progetto sulla base delle informazioni raccolte nel corso della campagna di finanziamento. A tal proposito è emblematico il caso di Pebble con l'ideatore Eric Migicovsky che, dopo aver ricevuto rifiuti da una serie di investitori istituzionali, ha raccolto 10,2 milioni di dollari su Kickstarter e le informazioni veicolate attraverso la campagna hanno pienamente convalidato il successo del dispositivo e le sue potenzialità di mercato.

Come detto in precedenza la due diligence rappresenta un'attività fondamentale per BA e VC nel processo di selezione delle imprese oggetto di investimento. Con l'equity crowdfunding ciò non avviene, se non in maniera limitata da parte delle piattaforme, per cui i crowdfunders sono soggetti a un rischio operativo più elevato; questo vale anche in relazione al fatto che il business plan e in particolare le stime in esso contenute potrebbero non essere veritieri non avendo alcuna "certificazione", al contrario di quanto avviene con gli investitori professionali quali BA e VC.

Infine vi è evidenza empirica che il capitale di rischio richiede un mercato azionario ben sviluppato poiché i VC apprezzano molto la possibilità di una exit attraverso IPO che tendenzialmente garantisce un capital gain più elevato rispetto alle altre forme di way-out. Le imprese finanziate attraverso l'equity crowdfunding sono ancora premature e troppo piccole per cui le

possibilità di uscita dall'investimento con una quotazione in borsa sono bassissime. Tuttavia alcune piattaforme, tra cui l'australiana Assob (www.assob.com) e la tedesca Bergfürst (www.Bergfürst.com) si stanno dotando di un mercato secondario dove i crowdfunders possono scambiarsi le azioni delle imprese acquistate sulle rispettive piattaforme.

2.2.6 Il profilo rischio-rendimento

Ad oggi non vi è alcuno studio realizzato sui rendimenti generati dall'equity crowdfunding e vale lo stesso circa la rischiosità degli investimenti. Il motivo è legato principalmente alla mancanza di dati e quindi alla dimensione del campione che non permette di fare delle analisi significative. Tuttavia possono essere fatte alcune considerazioni di tipo qualitativo anche in merito alle differenze rispetto ai profili di rischio rendimento delle fonti tradizionali di finanziamento.

I VC, così come i BA, sono alla ricerca delle imprese con profili di rischio rendimento alti e con prospettive di crescita elevate. Questo potrebbe rivelarsi un limite poiché significa che per le imprese che non rispecchiano tali caratteristiche, non vi è possibilità di raccogliere capitali.

L'equity crowdfunding invece potrebbe consentire il finanziamento di quei progetti con ritorni potenziali più bassi ma che in ogni caso giustificano un investimento di lungo termine. Inoltre i benefici sociali e non monetari come i reward e gli sconti sul prodotto (pre-sales) offerti in aggiunta alle azioni della società, possono contribuire all'abbassamento del costo del capitale (Agrawal et al. 2013). Per questo i crowdfunders sono disposti ad accettare, a parità di rischio, ritorni monetari inferiori. Allo stesso modo, attraverso l'equity crowdfunding, possono essere finanziate le imprese caratterizzate da livelli di rischio molto alti rispetto ai potenziali ritorni monetari che sono in grado di offrire.

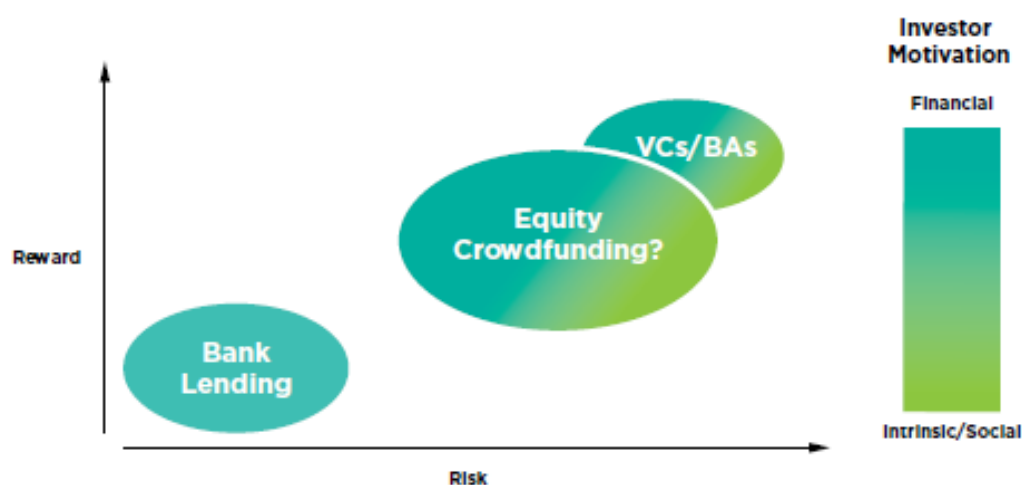


Figura 2.2.4: profile rischio rendimento per tipologia di fonte di finanziamento. Fonte: NESTA (2012).

L'equity crowdfunding può quindi costituire un'alternativa o in alcuni casi una fonte complementare di finanziamento per le imprese caratterizzate da profili di rischio rendimento non in linea con le preferenze di BA e VC; dunque può offrire loro l'opportunità di finanziare le prime fasi di sviluppo del prodotto e di crescita nel mercato.

Un esempio esplicativo di complementarità tra BA e crowdfunding è il caso di Antabio, una start-up nata con l'obiettivo di scoprire nuovi farmaci per trattare e prevenire antibiotici resistenti alle infezioni batteriche. La start-up è stata fondata nel 2009 a Tolosa, in Francia. Attraverso la piattaforma di equity crowdfunding WiSeed (www.wiseed.com) ha raccolto 300.000 euro in meno di due mesi. Antabio ha iniziato il processo di selezione sulla piattaforma WiSeed nell'Agosto del 2010; in particolare c'è stata una prima fase di *valutazione* e una seconda fase di *due diligence*. Il primo round di finanziamento è stato avviato in Ottobre 2010 e si è concluso nel Dicembre dello stesso anno, dopo aver raccolto 300.000 euro da 207 investitori. Un secondo round di finanziamento è avvenuto dopo circa un anno, nel Dicembre 2011, ed è stato sottoscritto interamente da un *Business Angel* il quale, nel Giugno dello stesso, ha rilevato le intere quote di partecipazione detenute dai crowdfunders. Come dichiarato da uno dei fondatori della start-

up il ruolo dei crowdfunders si è rivelato di fondamentale importanza poiché grazie al loro contributo Antabio è riuscita a finanziare le proprie attività di ricerca e sviluppo, che le hanno permesso di raggiungere i primi risultati e di implementare la nuova tecnologia per suscitare l'interesse dei grandi investitori.

Il fenomeno dell'equity crowdfunding è in espansione, ma ad oggi si configura ancora come un modello di finanziamento adatto a importi ridotti. Questo è in parte dovuto alle dimensioni ancora troppo piccole della folla d'investitori e, in relazione a ciò, il fattore regolamentazione ha avuto sicuramente un impatto rilevante. In secondo luogo è dovuto alle modeste entità di denaro che i crowdfunders sono disposti a investire. D'altra parte però, un fattore che può rendere l'equity crowdfunding particolarmente adatto al seed financing e al finanziamento nelle fasi di start-up, tendenzialmente molto rischioso, è proprio il fatto che permette agli investitori di impegnarsi con importi di modesta entità in diversi progetti o iniziative, consentendo loro di spalmare il rischio in maniera efficace.

2.2.7 Le possibilità di co-investimento

Le questioni in merito alle possibilità di cooperare tra crowdfunders e investitori professionali, in particolare i BA, è oggi uno dei dibattiti più accesi. Le autorità, i gestori di piattaforme e le associazioni di investitori coinvolte nel fenomeno dell'equity crowdfunding, stanno cercando di capire se crowdfunders e BA si sostituiscono o si completano a vicenda. Nelle interviste pubblicate da The Venture Crowd (Crowdfunding equity investment into business, 2012) ad alcuni investitori istituzionali operanti in UK viene sottolineato come la collaborazione tra investitori sofisticati e non sia ritenuta di fondamentale importanza poiché in grado di garantire una maggiore tutela per la folla. La motivazione di ciò è riconducibile al fatto che gli investitori professionali, date le loro competenze specifiche in materia di decisioni d'investimento, andrebbero a colmare il gap di conoscenze presente nella folla. La normativa italiana sull'equity crowdfunding ha introdotto la regola del

5%, intesa come percentuale minima di equity sottoscritta da parte di un investitore professionale, al fine di tutelare gli altri investitori e incentivarne il co-investimento. Tuttavia vedremo nei successivi paragrafi come in Italia i pareri su questa regola sono divergenti e, alcuni esperti e proprietari di piattaforme, ritengono possa costituire un freno allo sviluppo del mercato dell'equity crowdfunding.

Le sfide che questo modello di cooperazione deve affrontare sono ancora molte e una di queste riguarda proprio le condizioni di investimento per gli investitori professionali che probabilmente vorranno essere ricompensati per gli sforzi e i costi sostenuti ai fini della valutazione dell'impresa (ad es. costi di due diligence). In accordo con Agrawal et al. (2013) uno dei rischi legati al crowdfunding è il rischio frode poiché, data la dimensione ridotta del denaro investito, i crowdfunders anche qualora fossero in grado di svolgere la due diligence non ne sarebbero incentivati. Questo porterebbe ad un comportamento di free ride sulle decisioni di investimento effettuate dagli altri individui.

Al di là di questi aspetti rimane il fatto che l'equity crowdfunding offre un'alternativa di investimento anche agli investitori professionali che potrebbero sfruttare sia i bassi costi di transazione sia la possibilità di liquidare le proprie partecipazioni rivolgendosi alla folla. Inoltre, va ricordato che i benefici non monetari ricevuti dai crowdfunders e il valore delle informazioni veicolate, potrebbero essere utilizzati dagli stessi investitori professionali per ottenere risposte sulla bontà del progetto sul quale hanno investito.

Oggi stiamo assistendo alla nascita di nuove piattaforme equity-based e alcune di queste, tra cui la belga MyMicroInvest (www.mymicroinvest.com), danno la possibilità alla folla di co-investire con gli operatori finanziari tradizionali come ad esempio i BA. Questo testimonia come le piattaforme si stanno muovendo sempre più verso un modello di finanziamento integrato dove la folla può contare sulle competenze finanziarie e di monitoraggio del

BA e allo stesso tempo i BA possono contare sulla capacità della folla di colmare il gap di risorse finanziarie necessarie per l'avvio del progetto.

2.3 Incentivi e disincentivi per imprenditori e investitori

Le potenzialità dell'equity crowdfunding sono strettamente connesse alle caratteristiche uniche che questa nuova forma di finanziamento possiede rispetto alle forme di finanziamento tradizionali. Queste caratteristiche si traducono nel fatto che l'equity crowdfunding ha diversi incentivi e disincentivi rispetto alle altre forme di finanziamento, sia per l'imprenditore sia per l'investitore. Di seguito elenchiamo questi fattori analizzando nello specifico quali incentivi e disincentivi influenzano la scelta dell'imprenditore e quali la scelta del finanziatore.

2.3.1 Imprenditore

Se l'imprenditore sceglie di finanziarsi tramite equity crowdfunding presenta il proprio progetto su una piattaforma autorizzata secondo le modalità viste precedentemente e ottiene il finanziamento solamente se l'ammontare degli investimenti ricevuti supera il valore soglia prefissato.

Questa forma di finanziamento comporta una serie di costi e disincentivi per l'imprenditore i quali possono influenzare la scelta del canale di finanziamento:

Fee e costi utilizzo della piattaforma on-line

Come vedremo nello specifico nel paragrafo 2.6 le piattaforme richiedono una remunerazione per il servizio offerto. Solitamente le piattaforme richiedono una success fee calcolata su base percentuale sull'ammontare della raccolta qualora questa abbia successo. Alcune piattaforme, inoltre, richiedono il pagamento di quote aggiuntive che possono variare in base ai servizi richiesti dal proponente.

Questi costi sono tipici di questa forma di finanziamento, e non impattano (se non differenzialmente) sulle forme di finanziamento tradizionali, per cui possono essere considerate un disincentivo al finanziamento tramite equity crowdfunding

Danno di immagine

Caratteristica fondamentale del finanziamento tramite equity crowdfunding è che l'andamento della raccolta fondi è visibile al pubblico indistinto. Ciò comporta che nel caso in cui la raccolta fondi fallisce, la start-up può subire un danno di immagine. Infatti, non ottenere il finanziamento dalla folla può significare che il valore del prodotto/servizio proposto non è riconosciuto dai futuri clienti dell'impresa, oppure che il business plan o le caratteristiche del team proponente/dirigente non sono considerate adatte allo sviluppo del business.

Ciò comporta che nel caso di insuccesso della raccolta fondi la valutazione dell'impresa può essere rivista al ribasso dal mercato.

Disclosure

Un importante disincentivo per gli imprenditori è la divulgazione di informazioni relative all'idea di business al pubblico e allo stesso tempo anche ai potenziali concorrenti.

Per ottenere i finanziamenti necessari l'imprenditore deve fornire informazioni sulla strategia, sulle risorse umane chiave, sui clienti, sui costi ecc.

La divulgazione di queste informazioni può anche comportare una svalutazione degli asset intangibili della start-up in quanto può compromettere la tutela della proprietà intellettuale.

Questo disincentivo può essere mediato con l'adozione di strategie per la tutela delle informazioni sensibili come brevetti o accordi di non divulgazione, in maniera tale da ridurre i rischi di spill over, ma tali azioni comportano costi aggiuntivi per il promotore.

Costi gestione investitori

Gestire un numero di investitori elevato può rivelarsi complicato e oneroso. Una serie di best practice sviluppate da promotori e piattaforme, però, hanno permesso di ridurre l'impatto di questi fattori come vedremo nello specifico nella sezione 2.6.

La scelta di finanziarsi tramite il web comporta una serie di vantaggi per l'imprenditore:

Estrazione benefici privati

Ottenere i finanziamenti tramite equity crowdfunding rende possibile la creazione di una forte separazione tra proprietà e controllo. Questa separazione incentiva l'imprenditore a estrarre benefici privati dall'impresa a discapito dei piccoli finanziatori, che non possono attuare una azione di controllo adeguata se non sostenendo costi elevati (Agency theory & Jensen and Mekling, 1976).

L'estrazione di benefici privati è un vantaggio per l'imprenditore che può estrarre valore per scopi personali dalle casse dell'impresa. Questo ovviamente incide sul valore dell'impresa che viene ridotto di un ammontare pari ai benefici privati estratti.

Bundling

Molte piattaforme di equity crowdfunding permettono di avere un approccio ibrido riguardo alla tipologia di remunerazione dell'investimento, consentendo di unire la vendita di azioni con diverse tipologie di reward. I reward offerti possono essere molto di varia natura a seconda del progetto, una pratica abbastanza comune è quella di offrire l'outcome dell'attività ai finanziatori gratuitamente o con uno sconto proporzionale al numero di quote acquistate.

Questa pratica permette di attrarre i finanziamenti dagli "entusiasti del prodotto" che saranno disposti a riconoscere un premio di prezzo alle azioni

acquistate per avere la possibilità di ottenere il prodotto prima che questo sia commercializzato sul mercato (Agrawal et al, 2013).

Network e valore delle informazioni

La natura sociale di questa forma di finanziamento permette ai promotori di utilizzare la comunità di finanziatori come veicolo di informazioni da e verso il mercato. Per esempio i finanziatori possono suscitare l'interesse di nuovi crowdfunders, pubblicizzare l'azienda, attrarre nuovi clienti e portare idee per lo sviluppo del progetto. Il successo di una raccolta ha in quest'ottica una doppia valenza: da una parte permette di creare una community di investitori in contatto tra loro e con l'impresa che possono contribuire portando informazioni dal mercato utili per le decisioni strategiche, dall'altra parte, il fatto che un certo numero di investitori hanno finanziato il progetto e quindi hanno riconosciuto il valore del prodotto/servizio che l'impresa vuole sviluppare, permette di ridurre la varianza sulle stime del mercato futuro per l'output del progetto (Agrawal et al 2013, Lauga and Ofek, 2009).

Questo aspetto è confermato anche da Ingram e Teigland (2013) che sostengono che il successo della raccolta fondi può far aumentare il valore della start-up in quanto riuscire ad ottenere finanziamenti dalla folla significa che il mercato apprezza il prodotto/servizio, quindi l'imprenditore ottiene maggiori certezze riguardo al futuro mercato che avrà la propria creazione. Questo comporta che il business plan aziendale ottiene maggiore credibilità agli occhi dei futuri investitori, che attribuiranno all'impresa maggior valore nelle loro valutazioni.

Better matches

Scegliere il crowdfunding significa cercare capitale dalla "folla" dove l'offerta è presentata ad un pool globale di investitori (fino ad oggi le start-up si sono potute rivolgere solamente ad un mercato locale fortemente limitato). Quindi il crowdfunding permette alla start-up di trovare finanziamenti a condizioni più favorevoli rispetto alle possibilità date dalle forme di finanziamento

tradizionali. Le condizioni più favorevoli sono garantite dal fatto che sarà più probabile trovare finanziatori con una maggiore *willingness to pay* per le loro quote di partecipazione e quindi disposte a pagare un prezzo maggiore per il capitale offerto dall'impresa (Agrawal et al 2013). A dimostrazione di ciò si possono prendere come esempio i dati raccolti da Agrawal et al (2011) che hanno mostrato come i finanziatori della piattaforma Sellaband (www.sellaband.com) distavano in media 3.000 miglia dal creator, mentre la distanza media tra imprenditore e finanziatori nei canali di finanziamento tradizionali (Venture Capital) è di sole 70 miglia (Sorenson e Stuart, 2005).

La possibilità di trovare investitori con una maggiore *willingness to pay* si può considerare proporzionale al numero di persone raggiungibili dall'offerta, e quindi proporzionale al network di persone costruito dall'imprenditore e dalla piattaforma sulla quale viene pubblicato il progetto.

È lecito ipotizzare quindi che l'imprenditore, se attraverso le piattaforme di crowdfunding riesce a raggiungere un numero sufficiente di investitori con elevata *willingness to pay*, riesce ad ottenere un premio di prezzo rispetto al caso in cui si rivolga ad un mercato locale per il finanziamento.

Le differenze di *willingness to pay* tra gli investitori possono essere giustificate con una serie di motivazioni legate al valore percepito dell'offerta che va al di là del valore finanziario ed è proporzionale a fattori sociali e comportamentali che differiscono da investitore a investitore (analizziamo questi fattori nella sezione dedicata all'investitore).

Lottery effect

Come descritto nella *Prospect Theory* (Kahneman e Tversky 1979) gli investitori possono comportarsi in modo irrazionale a causa delle influenze del contesto e di alcuni fenomeni percettivi che intervengono nel momento in cui si prendono decisioni di investimento. La prospect theory è stata formulata da Kahneman e Tversky conducendo esperimenti con lo scopo di studiare le dinamiche che guidano un investitore in situazioni simili al gioco

d'azzardo. Con questi esperimenti hanno dimostrato che gli investitori sono risk adverse per pay-off positivi, mentre sono risk seeker per pay-off negativi (questo significa che statisticamente un individuo preferisce avere un premio di 100€ invece che avere il 50% di probabilità di averne uno da 200€, mentre preferisce avere il 50% di probabilità di pagare una multa da 200€ invece che pagarne una da 100€). La prospect theory inoltre dimostra come ci siano situazioni in cui, in presenza di basse possibilità di ottenere grandi guadagni, gli investitori si comportano da risk seekers e sono disposti a "scommettere" piccole somme di denaro (*lottery effect*).

Quest'ultima conseguenza della prospect theory ha risvolti interessanti per il fenomeno del crowdfunding. Nel crowdfunding si investe in start-up che per definizione sono caratterizzate da alti rischi, ma anche da grandi ritorni potenziali, quindi per il fenomeno della "*lottery effect*" i crowdfunders sono portati ad effettuare investimenti anche in casi in cui il ritorno atteso sia negativo, al contrario del Venture Capital (Harms 2007), come descritto nel paragrafo 2.2.6.

L'effetto del lottery effect, quindi, interviene nel momento in cui il ritorno monetario atteso dell'investimento è negativo. In questo caso la prospect theory suggerisce che alcuni investitori sono comunque intenzionati a investire piccole somme di denaro se esistono ritorni potenziali molto grandi.

Garber et al (2012) hanno svolto una serie di interviste a imprenditori che hanno ottenuto finanziamenti tramite equity crowdfunding e hanno raccolto una serie di commenti che presentano altri vantaggi derivanti dal finanziamento tramite il web:

Alcuni imprenditori hanno sottolineato come il crowdfunding possa permettere di raccogliere capitali in orizzonti temporali più brevi rispetto ad altre forme di finanziamento: le raccolte fondi tramite internet richiedono meno tempo per la redazione della documentazione necessaria e non

richiedono lunghi tempi per la due diligence come nel caso in cui si decida di finanziarsi tramite investitori professionali.

Altri creator hanno sottolineato come la start-up possa ottenere un valore aggiunto grazie alla visibilità ottenuta dal progetto on-line. Presentare il progetto su una piattaforma da una parte permette di ottenere visibilità verso i potenziali clienti futuri e dall'altra permette di confermare il valore dell'idea di business nel caso in cui la raccolta fondi ha successo.

Un ultimo fattore emerso dalla ricerca è che gli imprenditori riconoscono un grande valore dalla creazione di un rapporto di lungo termine con la "folla" che permette di inizializzare uno sviluppo collaborativo del business. Lo sviluppo collaborativo consiste nell sfruttare questo rapporto per apportare le modifiche richieste dalla community all'output in modo tale che risponda al meglio alle esigenze dei consumatori.

Le caratteristiche del canale di finanziamento elencate mostrano come l'imprenditore può ottenere un vantaggio finanziandosi tramite equity crowdfunding se riesce a sfruttare gli incentivi per ridurre il costo del capitale ottenuto e se riesce a limitare l'impattare dei disincentivi sulla raccolta.

2.3.2 Investitore

I disincentivi per l'investitore sono legati ai rischi che caratterizzano gli investimenti on-line in start-up descritti nella sezione 2.5 dedicata alle normative.

Gli incentivi riguardano la sfera sociale e relazionale che è molto accentuata in questa forma di finanziamento e comporta che il finanziatore percepisca un valore aggiunto dall'investimento che va al di là del ritorno finanziario atteso. Questi fattori vanno ad impattare sulla *willingness to pay* del singolo investitore e permettono all'imprenditore di ottenere finanziamenti con un costo del capitale inferiore rispetto alle altre forme di finanziamento.

Social value

L'investimento tramite crowdfunding comporta una serie di implicazioni sociali che non intervengono nelle altre forme di finanziamento. Le implicazioni sociali sono rilevanti nelle decisioni di investimento dei crowdfunders e sotto alcune ipotesi contribuiscono a far aumentare il valore percepito derivante dall'investimento e, quindi, ad accrescere la *willingness to pay* dell'investitore. L'imprenditore e la piattaforma per presentare raccolte di successo devono cercare di "amplificare" il valore sociale legato all'investimento promuovendolo con gli strumenti adatti. Le principali componenti del social value sono:

- *self-expressiveness*: si intende la capacità di un prodotto/servizio di creare un'immagine dell'investitore agli occhi degli altri. I crowdfunders preferiscono finanziare prodotti/servizi che possono contribuire a creare un'immagine di se stessi. Questa componente è molto importante nel crowdfunding poiché è un metodo di finanziamento strettamente legato ai social network. In molti casi gli investitori pubblicizzano le loro decisioni di investimento sulle pagine on-line personali per ottenere approvazione sociale o cercare di creare una rappresentazione di se stessi agli occhi degli altri (per esempio un individuo molto attento alle tematiche ecologiche potrebbe investire in una start-up che si definisce green e decidere di pubblicizzare tramite i social network l'investimento per promuoversi come persona impegnata nella causa). Nella maggior parte dei casi le piattaforme di crowdfunding danno la possibilità di pubblicare tramite i social network più comuni la pagina della raccolta fondi in modo semplice e diretto; questo contribuisce a facilitare l'incremento del valore sociale dell'investimento percepito dai crowdfunder.
- *Community participation*: molti progetti creano web community dove i crowdfunders possono comunicare tra loro e tenere i rapporti con gli

imprenditori. Queste community di *peer investor* contribuiscono ad accrescere il valore sociale dell'investimento in quanto l'investitore può costruire rapporti con persone che probabilmente hanno interessi in comune. Le web community inoltre contribuiscono ad aumentare il senso di coinvolgimento che impatta sull' emotional value percepito dal crowdfunder (Agrawal et al, 2013). Costruire uno stretto rapporto proponente-investitori, inoltre, permette uno sviluppo del progetto congiunto. Agli investitori infatti può venir chiesto di prendere parte al processo di sviluppo dell'output; per esempio l'imprenditore può chiedere consigli agli investitori riguardo al design e alle funzioni che il prodotto dovrà avere. Questo forma di partecipazione permette di accrescere il valore percepito dall'investimento in quanto il crowdfunder non solo si sente parte di un community di peer investor, ma si sente anche utile nello sviluppo del business.

Emotional value

L'emotional value è l'utilità acquisita dalle sensazioni o da stati affettivi generati da un investimento o da un prodotto. Ci sono una serie di dimensioni che incidono sull'emotional value come per esempio il senso di partecipazione. Queste dimensioni però si presume che intervengano in tutte le forme di investimento. Una dimensione che difficilmente impatta nelle altre forme di investimento è il divertimento, che invece sembra influenzare i comportamenti degli investitori nel crowdfunding:

- *Divertimento*: un'analisi delle discussioni tra crowdfunder nelle newsgroup online, effettuata da Harms (2007), ha mostrato come molti finanziatori abbiano sottolineato come si siano divertiti nell'investire online. I risultati di questa analisi possono essere letti alla luce delle ricerche di Koufaris et al. (2001) che hanno esaminato la relazione tra il divertimento nel fare shopping e le intenzioni di fare shopping online. La conclusione a cui sono giunti con le loro ricerche è che la sensazione di divertimento derivante dal fare shopping è

un'importante determinante dei comportamenti dei consumatori anche on-line.

Queste conclusioni quindi potrebbero valere anche per il crowdfunding, per questo si può assumere che le sensazioni di divertimento hanno un effetto positivo nelle decisioni di investimento dei crowdfunder.

Early adopters

Molte start-up consentono agli investitori un accesso anticipato all'output del progetto (prodotto/servizio) rispetto al resto del mercato. Per alcuni individui, questo, si traduce in un aumento del valore percepito dell'investimento in quanto si sentono parte di un gruppo selezionato di early adopters (Agrawal et al. 2013).

Le determinanti della *willingness to pay* essendo tematiche legate alla sfera personale dell'investitore impattano in modo differente sugli individui (le tematiche sociali ritenute importanti per una persona possono non avere alcun valore percepito per un'altra). Per questo le dimensioni del network sono rilevanti per il successo di una raccolta fondi: più il network è grande più è probabile trovare individui che associano valori positivi alle determinanti della *willingness to pay*, e, quindi, più è probabile che l'imprenditore potrà raccogliere finanziamenti con un costo del capitale inferiore.

2.4 Le sfide dell'equity crowdfunding

Il successo dell'equity crowdfunding dipende dalla capacità degli attori coinvolti di risolvere in modo efficiente una serie di sfide con le quali devono confrontarsi.

2.4.1 La valutazione della start-up

La corretta valutazione dell'azienda è parte fondamentale per il successo della raccolta fondi. Perché il mercato possa svilupparsi in modo efficiente, la piattaforma deve assicurarsi che le valutazioni proposte dagli imprenditori siano state eseguite in modo corretto e che le azioni offerte non risultino eccessivamente sovrapprezzate.

Il compito delle piattaforme però non è semplice. Infatti, la valutazione di una start-up può essere molto complicata essendo, nella maggior parte dei casi, la quasi totalità degli asset di tipo intellettuale e quindi intangibili e non avendo a disposizione dati consolidati, ma solo dati stimati.

Le piattaforme operanti nel mercato hanno scelto strade diverse per ridurre il rischio di valutare non correttamente le aziende presentate: la pratica più comune è di lasciare l'onere della valutazione iniziale all'imprenditore e di essere flessibili sulla percentuale di proprietà offerta in modo che, viste le reazioni del mercato, l'imprenditore possa variare l'offerta in corsa (Collins e Pierrakis 2012). Un'altra pratica adottata da alcune piattaforme è quella di assicurarsi che gli imprenditori siano istruiti su come valutare la propria azienda. Per esempio la piattaforma BankToTheFuture (www.BankToTheFuture.com) offre corsi agli imprenditori tenuti da esperti di valutazione aziendale.

Anche la gestione dei finanziamenti con il modello all-or-nothing può contribuire ad assicurare che la valutazione sia corretta. Concedere il finanziamento solamente al raggiungimento della soglia minima significa innalzare il numero di finanziatori necessari affinché la raccolta fondi abbia successo. Quindi, avere un alto numero di finanziatori che possono interagire tra di loro e che hanno valutato equa l'offerta, può essere letto come conferma della corretta valutazione dell'azienda.

Un ulteriore metodo è quello implementato per esempio dalla Consob, che ha imposto che almeno il 5% del finanziamento sia corrisposto da un

investitore istituzionale in modo che possa garantire la corretta valutazione con gli strumenti idonei a sua disposizione.

2.4.2 Investitori istituzionali ed equity crowdfunding

Come detto precedentemente l'adesione di un investitore istituzionale può essere letta come garanzia della bontà dell'investimento in quanto grazie alle loro competenze professionali possono ridurre le asimmetrie informative.

Per questo alcune piattaforme studiano metodi per attrarre gli investimenti anche da questa classe di investitori in modo da ridurre i rischi per i piccoli investitori e gli oneri a carico della piattaforma stessa.

2.4.3 Le differenze con il business plan tradizionale

Una start-up che si finanzia tramite equity crowdfunding può sviluppare business model diversi rispetto a quelli delle aziende che si finanziano tramite i canali tradizionali.

Nelle forme di finanziamento tradizionali le start-up per ottenere finanziamenti devono dimostrare che il prodotto/servizio sia commercialmente valido. Un'azienda che si finanzia on-line, invece, spesso pubblicizza un'idea tramite i social media, senza aver sviluppato nella pratica il prodotto/servizio. I proponenti quindi verificano on-line se l'idea è supportata dalla folla e se ci sono potenziali investitori che potrebbero finanziare il progetto.

Il business model di queste aziende, quindi, viene sviluppato tramite la digital economy, cioè attraverso un confronto continuo con i potenziali investitori. Questo modello di finanziamento, quindi, può permettere lo sviluppo di imprese che altrimenti non riuscirebbero a superare lo stato embrionale in quanto non sarebbero in grado di ottenere i fondi necessari o perché non riuscirebbero a dimostrare che la loro idea possa avere un mercato. Se da una parte si permette lo sviluppo di imprese che altrimenti non riuscirebbero a superare la fase embrionale, dall'altra gli investitori sono

esposti a maggiori rischi in quanto possono finanziare imprese che non hanno ancora sviluppato un modello di business concreto.

2.4.4 Il tema del controllo e i metodi di gestione collettiva

I promotori, in genere, cercano di mantenere il controllo societario anche dopo l'aumento di capitale. Per facilitare il raggiungimento di questo obiettivo molte piattaforme permettono loro di offrire diverse classi di azioni tra cui quelle senza diritto di voto. Questa possibilità offerta dell'equity crowdfunding è difficilmente ottenibile con finanziamenti da investitori professionali che invece hanno possibilità di monitoraggio sull'operato dell'imprenditore molto più estese.

La separazione tra proprietà e controllo viene vista come un valore dall'imprenditore, ma contribuisce ad aumentare i rischi per i piccoli investitori che non hanno modo di intervenire nelle decisioni strategiche e che quindi non possono difendere i loro interessi (per esempio in caso di nuovi aumenti di capitale che porterebbero ad un effetto di diluizione sulle loro azioni). Inoltre l'impossibilità dei piccoli azionisti di avere un monitoraggio attento sull'operato dell'imprenditore permette l'estrazione di benefici privati che impattano negativamente sul valore della start-up.

Per questi motivi alcune piattaforme hanno sviluppato modelli di gestione collettiva delle azioni in modo che l'imprenditore sia costretto a confrontarsi con un rappresentante che tuteli gli interessi dei piccoli investitori. La piattaforma Crowdcube (www.crowdcube.com) consente al proponente di fissare una soglia di investimento sopra la quale deve richiedere il permesso alla folla. Alcune piattaforme come Seeders (www.seedrs.com) e TheCrowdAngel (www.thecrowdangel.com), invece, mantengono il controllo delle quote sottoscritte dagli investitori attraverso una *nominee structure*: il singolo investitore non ha nella pratica diritto di voto, ma il suo diritto è ceduto ad un rappresentante unico per tutti gli investitori. Il rappresentante in

questo modo ha il potere di tutelare gli interessi dei piccoli azionisti che possono, con votazioni on-line, decidere una linea comune, votata dalla maggioranza, che sarà implementata dal rappresentante della *nominee structure*.

2.4.5 L'apertura dei mercati

La creazione di un mercato globale è una delle principali sfide dell'equity crowdfunding. La possibilità di operare in un quadro normativo che permetta alle piattaforme di raccogliere capitali e progetti da tutto il mondo è uno dei punti fondamentali richiesti ai regolatori europei dall'European Crowdfunding Network, associazione che si impegna a rappresentare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti nell'equity crowdfunding. Oggi ci sono ancora molti ostacoli alla creazione di un mercato globale come sottolineato da Luke Lang, co-founder di Crowdcube, che in una intervista del Novembre 2013 al sito growthbusiness.co.uk ha sottolineato come il processo per entrare in nuovi mercati è molto complesso: *"From our experience of setting up Crowdcube in the UK we know it is vital to have a strong presence at a local level. Darren [Westlake, co-founder] has been the envy of the office travelling to Rio de Janeiro, Dubai, Madrid and Milan to ensure we partner with the right people who understand the regulatory environment, and are immersed in the start-up and investment scene. It is not sufficient simply to build a website and hope that people come, life just isn't that simple"*. In questo momento, quindi, operare a livello internazionale è una sfida difficile da affrontare, ma le principali piattaforme hanno iniziato a lavorare in questo senso.

L'apertura dei mercati e la creazione di un mercato "internazionale" potrebbe favorire lo sviluppo del crowdfunding in quanto:

- operare in più paesi significa poter creare network più grandi. Il network è un fattore fondamentale per una piattaforma e permette agli imprenditori di raggiungere un numero di potenziali investitori maggiore e quindi di abbassare il costo del capitale (better matches);

- l'apertura dei mercati porta ad una maggiore concorrenza tra le piattaforme. La concorrenza si traduce in una riduzione dei costi di commissione richiesti dalle piattaforme e quindi ad un ulteriore taglio del costo del finanziamento per le start-up;
- la possibilità per l'investitore di diversificare il proprio portafoglio grazie all'investimento in piattaforme e start-up con sedi in paesi diversi permette di ridurre i rischi derivanti dal finanziamento.

2.5 Le regolamentazioni

L'equity crowdfunding permette alle piattaforme di offrire al mercato titoli azionari di start-up che per definizione sono soggette a rischi elevati. Per questo le autorità finanziarie dei diversi paesi stanno cercando di definire un quadro normativo che abiliti da una parte lo sviluppo del mercato, facilitando l'accesso ai capitali per le piccole imprese, e dall'altra che tuteli gli investitori, in particolare quelli retail che non hanno a disposizione i mezzi, al contrario degli investitori istituzionali, per tutelarsi dai rischi connessi all'investimento.

In letteratura si fa riferimento a due condizioni necessarie affinché l'investitore possa essere adeguatamente tutelato. La prima condizione è la trasparenza informativa: l'autorità di vigilanza può obbligare gli attori che operano nel mercato a divulgare tutte le informazioni necessarie affinché il mercato possa funzionare correttamente anche in assenza di un quadro normativo rigido. La mancanza della trasparenza informativa può causare il fallimento del mercato come verificatosi negli USA negli anni '90 con la *rule 504*, una legge che permetteva alle piccole imprese di emettere strumenti finanziari senza particolari obblighi informativi. Ciò ha portato numerosi problemi sul funzionamento del mercato; gli investitori più esperti riuscivano ad alterare il prezzo dei titoli emessi, data la bassa capitalizzazione delle operazioni, e questo consentiva loro di vendere i titoli sovrapprezzi agli investitori meno esperti.

Questo esempio testimonia l'importanza delle informazioni per il funzionamento del mercato, ma l'approccio non sembra essere adatto ad un

mercato ancora acerbo come quello dell'equity crowdfunding nel quale operano sia investitori professionali che investitori retail. Basare la tutela dell'investitore solamente sulla trasparenza informativa potrebbe causare un "overload" di informazioni e frenare gli investimenti da parte di investitori meno esperti e, di conseguenza, compromettere una delle componenti fondamentali del fenomeno del crowdfunding, cioè la folla.

La seconda soluzione prevede l'approccio "merit-review": la tutela dell'investitore è garantita, oltre che da obblighi informativi, da un controllo più stretto del legislatore che si impegna a valutare la qualità degli strumenti finanziari (Marianne M. 1993). Questo approccio è più oneroso, ma è necessario nei mercati in fase di sviluppo in cui operano investitori con livelli di esperienza diversi. Questa soluzione dunque, sembra adattarsi meglio al mercato dell'equity crowdfunding.

Come vedremo nella sezione successiva il secondo approccio ha caratterizzato la stesura sia del regolamento della CONSOB sia del JOBS act.

Viste le difficoltà nel definire un regolamento che da una parte faciliti l'accesso ai capitali per le piccole e medie imprese e dall'altra tuteli l'investitore molti regolatori hanno scelto di aprire in modo prudente e graduale questa forma di finanziamento che in futuro potrebbe essere allargata a più imprese. Questo perché ad oggi molte questioni rimangono aperte, in particolare, quali sono le difficoltà per le imprese nel gestire un numero elevato di azionisti e come affrontare le forti asimmetrie informative tra impresa e investitori (Giudici et al., 2013).

2.5.1 I rischi connessi all'investimento in start-up

L'investimento in start-up innovative è caratterizzato da profili di rischio mediamente più elevati rispetto agli investimenti in strumenti finanziari tradizionali. La start-up infatti, data la sua natura, può essere definita come un'impresa che offre un'idea e un progetto per realizzarla e difficilmente presenta caratteristiche simili alle imprese mature o consolidate, le quali

almeno in linea teorica hanno un profilo di rischio più basso. Di conseguenza le decisioni di investimento non sempre avvengono valutando sulla base di elementi economici razionali (le start-up non hanno risultati da presentare, non distribuiscono utili e tipicamente non possiedono garanzie da offrire) per cui è spesso legata a valutazioni di tipo soggettivo basate sull'istinto e sulle emozioni percepite dall'investitore. Proprio per questo motivo uno degli elementi distintivi delle offerte pubblicate sui portali on-line è la presenza di immagini, video e altri oggetti che hanno lo scopo di richiamare delle emozioni nel visitatore (potenziale investitore), e possono dunque influire nella decisione di investire o meno da parte di quest'ultimo. In sostanza l'approccio inevitabilmente emozionale con cui è valutato l'investimento e l'intrinseca rischiosità connessa all'attività di una società neo costituita sono alla base dei principali rischi dell'investimento in una start-up. A questi si aggiunge poi il rischio di truffa legato alla transazione che viene eseguita direttamente on-line. Riassumendo, i principali rischi risultano essere:

- rischio di perdita del capitale;
- rischio di illiquidità;
- rischio di truffa.

Il rischio di perdita del capitale è legato alla natura degli strumenti finanziari oggetto delle offerte, ovvero "titoli di capitale di rischio" con i quali si diventa soci della start-up e si partecipa quindi al rischio economico caratterizzante l'attività di impresa. Come detto precedentemente, essendo le start-up società "giovani" e per di più operanti in settori innovativi, il rischio che l'idea imprenditoriale non venga realizzata è molto elevato e ciò si traduce nella concreta possibilità di perdere l'intero capitale investito. Per esempio il Decreto Sviluppo bis emanato in Italia prevede che almeno per i primi 4 anni successivi all'investimento gli azionisti non possono ricevere dividendi (ammesso che la start-up è in grado già dai primi anni di vita di produrre utili); gli stessi infatti, dovranno essere necessariamente reinvestiti nella società in maniera tale da accrescerne il valore delle partecipazioni nel tempo.

Per quanto riguarda il rischio di illiquidità (o liquidità), nel caso dell'investimento in start-up è anch'esso più elevato rispetto agli strumenti finanziari tradizionali, come ad esempio quelli scambiati nei mercati borsistici che sono "mercati organizzati" dove è più facile vendere i titoli in tempi rapidi e a un prezzo che rispecchi il loro valore. Essendo strumenti non negoziati in tali mercati può risultare difficoltoso liquidarli o comprenderne il valore effettivo e, di conseguenza, risulta elevato il rischio di liquidità connesso. Ciò nonostante rimane la possibilità di compravendita tra privati nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi e allo stesso tempo la possibilità da parte dei gestori delle piattaforme di facilitare la nascita di un vero e proprio mercato secondario dove i soci possono effettuare la compravendita dei propri strumenti finanziari.

Infine il rischio di truffa è strettamente connesso all'utilizzo del canale internet per effettuare le transazioni. A tal proposito molti regolatori hanno imposto l'obbligo di gestione dei pagamenti da parte di banche o imprese di investimento per cui le somme investite possono essere versate solo ed esclusivamente su conto intestato all'emittente, acceso presso una banca o una società di intermediazione mobiliare.

Il regolatore, quindi, nella definizione del quadro normativo deve operare in modo da limitare il più possibile queste tre tipologie di rischio.

2.5.2 La normativa italiana

La normativa Italiana in materia di equity crowdfunding trova la sua genesi all'interno del "Decreto Crescita 2.0", denominato anche "Decreto Sviluppo bis", approvato e convertito in legge il 17 dicembre 2012. Il decreto si colloca all'interno di un percorso di leggi e provvedimenti previsti dall'"agenda per la crescita sostenibile" dell'allora Governo Monti e le principali aree di intervento riguardano le infrastrutture e i servizi digitali, la nascita e lo sviluppo di start-up innovative, strumenti fiscali per agevolare la realizzazione di grandi opere con capitali privati, attrazione di investimenti esteri in Italia e altri interventi di liberalizzazione in campo assicurativo.

All'interno del decreto è contenuta una sezione sulle "Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative" ed in particolare l'art. 30 tratta della "*Raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative*" e introduce per l'appunto un'apposita disciplina sull'equity crowdfunding. Nello stesso decreto viene affidato alla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) il compito di emanare una disciplina secondaria al fine di tutelare gli investitori non professionali e quindi di esercitare la vigilanza sugli operatori (le piattaforme) presenti sul mercato. Il 26 giugno 2013 viene adottato dalla Consob il "*Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*" con il quale l'Italia stabilisce un primato a livello internazionale, muovendosi da first mover in materia di equity-based crowdfunding.

Di seguito riportiamo un quadro sintetico del decreto, ponendo l'accento sulle principali tematiche contenute nella sezione riguardante il crowdfunding e, allo stesso modo, saranno esposti i punti cardine del regolamento emanato da Consob.

Il decreto sviluppo bis

Di fronte ad uno scenario di crisi economica e ad una situazione deprimente per l'imprenditoria italiana, il legislatore ha cercato di creare una via di uscita favorendo una determinata tipologia di imprese italiane. L'obiettivo della sezione IX del Decreto-legge 18 ottobre 2012 n. 179, successivamente convertito dalla L. 17 dicembre 2012 n. 221, è quello di "*contribuire allo sviluppo di una nuova cultura imprenditoriale e alla creazione di un ecosistema maggiormente favorevole all'innovazione*" e ,allo stesso tempo, "*promuovere maggiore mobilità sociale*" e "*attrarre in Italia talenti e capitali dall'estero*". Nell' art. 25 vengono esaminate la figura della start-up innovativa e dell'incubatore certificato. In particolare la start-up innovativa è definita come una società di capitali, anche in forma cooperativa, di diritto italiano o europeo ma comunque residente in Italia, le cui "*azioni o quote*

rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione". Ogni impresa che voglia definirsi start-up innovativa deve possedere una serie di requisiti di seguito elencati:

- la maggioranza delle quote o azioni e dei diritti di voto in Assemblea ordinaria sono detenute da persone fisiche;
- è costituita e svolge attività d'impresa da non più di 48 mesi;
- ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia;
- a partire dal secondo anno di attività il totale del valore della produzione annua (risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio) non può superare i 5 milioni di euro;
- non distribuisce, e non ha distribuito, utili;
- ha come oggetto sociale esclusivo lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

Devono possedere inoltre almeno uno di questi ulteriori requisiti:

- le spese in ricerca e sviluppo sono pari o superiori al 30% del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della startup innovativa;
- oppure, impiegano come dipendenti o collaboratori, per almeno un terzo della forza lavoro, personale in possesso del titolo di dottore di ricerca, oppure iscritto a un dottorato di ricerca, o ancora personale laureato che abbia svolto da almeno 3 anni attività di ricerca certificata in Italia o all'estero;
- oppure, sono titolari o licenziatarie di almeno una privativa industriale relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa.

Infine deve essere iscritta al registro delle imprese speciali della Camera di Commercio per assicurare la massima trasparenza.

Visionando l'elenco delle start-up innovative sull'apposito sito realizzato da "info Camere" (Camere di Commercio d'Italia) www.startup.registroimprese.it rileviamo che al 17 febbraio 2014 il numero di start-up iscritte all'elenco speciale è 1650 mentre sono 18 gli incubatori certificati. Per quanto riguarda le start-up le regioni più fiorenti sono la Lombardia in primis con più del 20% delle start-up residenti in codesta regione, seguono l'Emilia Romagna con il 10% e il Lazio, anch'esso con il 10% circa.

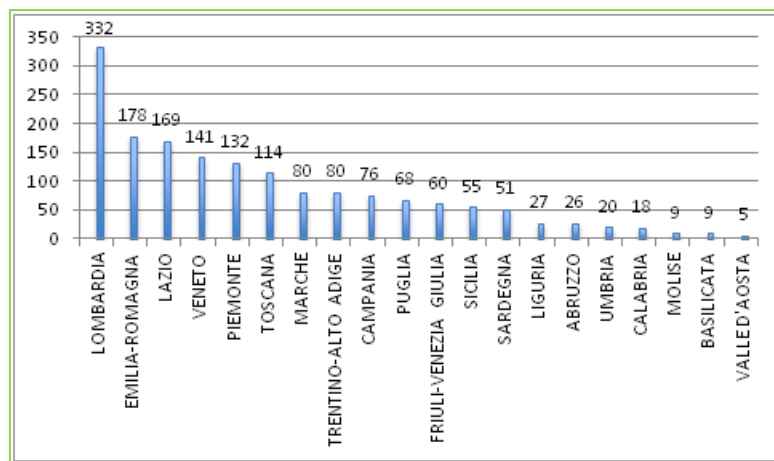


Figura 2.5.1: Numero di start-up per regione. Fonte: registroimprese.it.

Il numero di start-up è certamente un fattore rilevante ai fini della creazione e dello sviluppo di un mercato per l'equity crowdfunding in Italia. Confrontando i dati presenti nell'elenco a fine luglio 2013, subito dopo l'emanazione del regolamento CONSOB, si nota una crescita pari a circa il 70% del numero di start-up registrate. Ciò non testimonia necessariamente un incremento del numero di start-up presenti in Italia ma sicuramente un aumento della consapevolezza da parte delle istituzioni, degli operatori e dei gestori di piattaforme e soprattutto dei potenziali investitori, dell'esistenza di queste giovani imprese che potenzialmente sono in cerca di capitali per la realizzazione dei loro progetti di investimento.

Nell'art. 25 viene definito il ruolo dell'incubatore, una società di capitali anche in forma cooperativa, di diritto italiano o europeo ma comunque residente in Italia, che *“offre servizi per sostenere la nascita lo sviluppo di start-up innovative”*. Segnaliamo inoltre che in data 17 febbraio 2014 il numero degli incubatori certificati presenti nella lista speciale è pari a 18 di cui 4 con sede in Lombardia, 3 in Veneto, 2 rispettivamente in Friuli, Lazio, Marche e Piemonte, 1 in Sardegna, Sicilia e Trentino.

Gli incentivi per la nascita e lo sviluppo delle start-up innovative

La finalità dell'introduzione del decreto è quello di incentivare lo sviluppo delle start-up innovative. Le principali novità introdotte riguardano: lato investitori agevolazioni fiscali per investimenti effettuati in giovani start-up applicabili sia a persone fisiche (a valere sull' Irpef) sia a persone giuridiche (a valere sull'Ires); lato imprenditori misure semplificative e riduzione di spese per nascita e avvio della start-up e altre agevolazioni fiscali incluso semplificazioni in materia di rapporti di lavoro con i dipendenti. Tra gli incentivi è utile ricordare:

- incentivi fiscali per privati cittadini e aziende attraverso un meccanismo basato su deduzioni e detrazioni con soglia massima di € 500.000 di investimento per ciascun periodo d'imposta;
- esenzione fino al quarto anno di esercizio dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria per l'iscrizione al registro delle imprese e dal pagamento del diritto annuale alla camera di commercio;
- eliminazione di alcune penalizzazioni fiscali disapplicando la normativa sulle società di comodo in perdita sistematica;
- ampia defiscalizzazione per i piani di stock option e per l'utilizzo di work for equity a beneficio di dipendenti, collaboratori, amministratori e fornitori della società;
- eliminazione di vincoli civilistici in materia di obblighi di ricapitalizzazione in seguito a perdite, flessibilità nell'emissione di

categorie di azioni con diritti diversificati e possibilità di acquisire e offrire al pubblico quote della società (introduzione dell'equity crowdfunding e dei portali online per la raccolta dei capitali);

- intervento del Fondo Centrale di Garanzia per le PMI a favore delle start-up innovative concesso gratuitamente e secondo criteri e modalità semplificati;
- disposizione di servizi in materia di normativa, consulenza fiscale e societaria e percorsi di internazionalizzazione da parte di ICE-Agenzia;
- credito d'imposta per l'assunzione di personale altamente qualificato.

Il regolamento Consob

Come accennato nel precedente paragrafo, nel Decreto Sviluppo bis il legislatore ha delegato alla Consob il compito di disciplinare alcuni aspetti legati alla raccolta di capitali attraverso portali online (piattaforme di equity crowdfunding). L'obiettivo del legislatore è di creare un "ambiente" ritenuto affidabile dai soggetti coinvolti e in particolare dagli investitori non professionali. Il 26 giugno la Consob emana il suddetto regolamento di cui di seguito forniremo una breve descrizione soffermandoci sulle maggiori peculiarità utili alla comprensione del fenomeno dell' equity crowdfunding in Italia.

Il regolamento è suddiviso in tre parti, nella prima vengono fornite le definizioni degli attori coinvolti e degli strumenti finanziari oggetto delle raccolte di capitale. La seconda parte del documento è la più corposa e introduce gli aspetti normativi riguardo il registro dei portali e la disciplina dei gestori. Per quanto riguarda il registro dei portali il regolamento distingue due sezioni:

- sezione ordinaria, dove sono iscritti i gestori di portali autorizzati dalla Consob in seguito alla verifica di determinati requisiti;
- sezione speciale, dove sono elencati i cosiddetti "gestori di diritto" ovvero banche e imprese di investimento che hanno prontamente

comunicato alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di portali di equity crowdfunding.

I principali requisiti richiesti ai gestori iscritti alla sezione ordinaria ai fini dello svolgimento delle attività sono:

- forma giuridica della società di capitali;
- possesso dei requisiti di onorabilità da parte dei soci di controllo;
- possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo;
- presentazione relativa all'attività d'impresa e alla struttura organizzativa secondo le indicazioni allegate al regolamento Consob.

Come da regolamento, la perdita di uno solo dei precedenti requisiti da parte del gestore può comportare la cancellazione dal registro.

Di seguito un elenco delle principali regole di condotta a cui i gestori devono attenersi nello svolgimento delle attività:

- deve agire con trasparenza, diligenza e correttezza evitando l'insorgere di conflitti d'interesse e assicurando la parità di trattamento per tutti i destinatari delle offerte (investitori);
- assicurare la trasparenza verso gli investitori rendendo disponibile in maniera dettagliata, chiara, corretta e non fuorviante tutte le informazioni riguardanti l'offerta; inoltre deve essere richiamata l'attenzione (da parte dei gestori) degli investitori diversi dagli investitori professionali in merito all'opportunità che gli investimenti in attività finanziarie ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie;
- assicurare il corretto aggiornamento delle informazioni veicolate sul portale, l'accessibilità almeno per i dodici mesi successivi alla data di chiusura dell'offerta e la piena disponibilità agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni;

- astenersi dal formulare raccomandazioni riguardo gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte;
- indicare quali siano i criteri secondo i quali seleziona le offerte e fornire tutte le informazioni riguardanti l'attività svolta dal soggetto emittente (start-up o impresa in generale) e la propria struttura societaria;
- obbligo di gestione degli ordini da parte di banche o imprese di investimento secondo le disposizioni del Testo Unico della Finanza e delle discipline MiFID ad eccezione degli ordini con importo inferiore a 500 euro o 1.000 euro considerando il totale annuo per le persone fisiche, inferiori a 5.000 euro o 10.000 euro considerando gli ordini complessivi annui per le persone giuridiche
- obblighi a tutela degli investitori connessi ai rischi operativi (predisposizione di procedure e controlli per la gestione di questi ultimi e appositi dispositivi di backup).

L'apposita sezione in materia di provvedimenti cautelari e disciplina sanzionatoria afferma che, fermo restando le sanzioni pecuniarie previste dal TUF, la Consob può disporre la sospensione delle attività da parte del gestore in caso di violazione delle regole di condotta per un periodo massimo di 90 giorni e superati questi, nel caso in cui le violazioni in via di accertamento venissero confermate, può prolungare la sospensione fino a 4 mesi o radiare il gestore dal registro. Le principali cause di radiazione sono:

- raccolta di capitale per conto di società diverse dalle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale;
- contraffazione di documenti contrattuali;
- comunicazione o trasmissione di documenti non veri;
- mancata comunicazione alle banche o imprese di investimento del recesso degli ordini;

La terza e ultima parte del regolamento disciplina le modalità di offerta attraverso i portali online. In particolare ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale il gestore deve:

- verificare che l'emittente abbia previsto nel proprio statuto o atto costitutivo il diritto di recesso della società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni nel caso in cui i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi (clausole di tag along);
- verificare che una quota pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative.

L'emanazione di questo regolamento da parte della Consob ha sancito una posizione di leadership per l'Italia in materia di normativa sulla raccolta di capitale di rischio attraverso portali online. A pochi mesi dalla pubblicazione di quest'ultimo si è acceso il dibattito tra numerosi esperti e in generale tutti i soggetti coinvolti o interessati al fenomeno dell'equity crowdfunding in Italia. In particolare uno dei principali temi sul quale si è discusso molto anche in sedi istituzionali (Politecnico di Milano in occasione del convegno "L'equity crowdfunding in Italia: a che punto siamo? Sfide e prospettive", 30 Ottobre 2013) riguarda l'obbligo di sottoscrizione del 5% del capitale offerto da parte di un investitore istituzionale: Umberto Piattelli, autore di numerosi articoli e di un libro pubblicato nel 2013 sulla regolamentazione dell'equity crowdfunding in Italia, sostiene che la presenza di un investitore istituzionale risulta in contrasto con i principi ispiratori del crowdfunding ovvero il finanziamento dell'idea o progetto imprenditoriale da parte della folla ("crowd"). Anche Roberto Bosi, fondatore e amministratore unico di Inoxsail (start-up nata recentemente nel settore delle costruzioni navali) che ha raccolto interessi per € 110.000 su SiamoSoci, sostiene ci siano alcuni aspetti troppo stringenti dal punto di vista della tutela degli investitori e dell'eccessiva burocratizzazione del fenomeno che potrebbero anche frenare la crescita del mercato. A tal proposito Mario Calderini, professore del Politecnico di Milano considera proprio la regola del 5% una sorta di paracadute ideata da parte del legislatore per assicurare il pubblico degli investitori, ma che in realtà gira attorno al problema vero senza in alcun modo risolverlo.

Un ulteriore spunto di riflessione emerso è il rischio reputazionale percepito dalle banche che si occupano del trasferimento dei pagamenti e dagli investitori istituzionali che hanno investito nel progetto. Sempre Mario Calderini si pronuncia in merito al ruolo delle banche e delle imprese di investimento sostenendo che questi attori non dovrebbero ricoprire il ruolo di gestori di portali e che tale compito dovrebbe essere affidato solo a coloro che decidono di iscriversi alla sezione ordinaria del registro Consob. A tal proposito si sono espressi anche Carlo Allevi (fondatore di WeAreStarting) e Tommaso Baldissera (fondatore di CrowdFundMe), sostenendo che una delle maggiori difficoltà riscontrate nelle fasi di lancio della piattaforma sia proprio la ricerca di un operatore bancario o impresa di investimento disposta a gestire le transazioni degli ordini. In un'intervista rilasciata per ICN il 23 luglio 2013, Umberto Piattelli afferma che *“il Regolamento Consob ha decisamente spinto per la tutela degli investitori, soprattutto in fase di raccolta dei capitali, ed ha quindi cercato di equiparare la disciplina da applicarsi ai gestori dei portali a quella prevista per le imprese di investimento; il principio appare condivisibile ma il risultato finale sembra decisamente oneroso per i gestori dei portali e, a mio avviso, non così tutelante per gli investitori, con particolare riferimento alla loro posizione una volta che l'investimento è stato completato”* e aggiunge *“forse un migliore equilibrio si sarebbe potuto raggiungere con una regolamentazione un po' meno stringente a carico dei gestori e con l'adozione di best practices elaborate dall'autorità di vigilanza e da applicarsi su base volontaria da parte dei gestori stessi”*.

2.5.3 La situazione europea

A livello comunitario l'Europa non ha ancora emanato un regolamento che riguarda l'equity crowdfunding e per questo ogni stato membro gestisce in modo autonomo il quadro normativo entro cui il modello equity-based può essere applicato (come verificatosi con il regolamento CONSOB).

Dal 31 Ottobre 2013 allo scorso 31 Dicembre la Commissione Europea ha effettuato una consultazione invitando tutti gli attori coinvolti nel mercato del crowdfunding a condividere il loro punto di vista riguardo alle potenzialità, ai rischi e alle possibili politiche da applicare per sfruttare il potenziale di questa nuova forma di finanziamento. Nel documento presentato dalla Commissione Europea si spiega che l'obiettivo di questa consultazione era quello di raccogliere informazioni riguardo ai bisogni del mercato, di identificare in quali aree ci siano effettivamente gli strumenti per incoraggiare la crescita delle nuove industrie e di identificare il modo migliore per agire (ad esempio se con un quadro normativo "leggero" o con un'azione legislativa più stringente).

Un importante attore a livello europeo è l'European Crowdfunding Network (ECN), associazione di professionisti che promuove il crowdfunding a livello comunitario e che si propone come attore impegnato nell'unire la discussione riguardante la regolamentazione e l'opinione pubblica. L'ECN è formalmente nata come un'organizzazione no-profit internazionale nel 2013 a Bruxelles. Dalla fondazione i membri hanno lanciato diverse iniziative nei diversi stati per sensibilizzare l'opinione pubblica, per presentare le potenzialità del crowdfunding e per raccogliere le opinioni dei diversi attori coinvolti. L'ECN sta diventando un'organizzazione molto importante a livello europeo e negli ultimi mesi ha collaborato più volte con la Commissione Europea presentando i risultati della propria attività e proponendosi come uno dei principali interpreti del crowdfunding in Europa.

Le maggiori piattaforme di equity crowdfunding a livello europeo chiedono, attraverso l'ECN, lo sviluppo di un quadro giuridico omogeneo che consenta di ricevere finanziamenti dai cittadini dei diversi stati membri senza limitazioni che potrebbero frenare le potenzialità di questo nuovo strumento di finanziamento per le piccole e medie imprese.

In quest'ottica si può fare riferimento alla direttiva europea per i gestori di fondi alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive AIFMD),

regolamento approvato dalla Commissione Europea nel 2011 e che avrebbe dovuto essere recepito dagli ordinamenti degli stati membri entro il 23 Luglio 2013 (in realtà in molti paesi come Italia, Belgio, Finlandia e Spagna non sono ancora stati eseguiti tutti i passi necessari alla messa in pratica del regolamento). L'obiettivo primario della direttiva è quello di stabilire disposizioni comuni sul regime di autorizzazione e vigilanza dei gestori dei fondi di investimento alternativi e di istituire un passaporto Europeo da rilasciare ai fondi che rispettano i regolamenti vigenti in modo che possano operare in tutti i mercati nazionali dell'Unione Europea. Le piattaforme di equity crowdfunding non dovrebbero essere soggette all'AIFMD in quanto rientrano nelle eccezioni definite dal regolamento (per esempio la direttiva non si applica agli operatori con fondi inferiori ai 500 milioni di euro), ma il regolatore nazionale potrebbe definire norme riguardanti anche le classi di gestori esclusi e, nel caso in cui il legislatore non proponga regolamenti che riguardano i gestori esclusi dall' AIFMD, gli stessi gestori possono richiedere comunque di ricadere nell'ambito di applicazione dell'AIFMD e ottenere il passaporto Europeo.

Ad oggi la direttiva non è ancora stata recepita da molti stati e la situazione è in continua evoluzione. Alcuni paesi che non si sono ancora messi al lavoro per definire un regolamento per l'equity crowdfunding potrebbero sfruttare l'AIFMD per definire il quadro giuridico nel quale il modello equity-based può svilupparsi.

Belgio

In Belgio non esiste ancora un regolamento dedicato all'equity crowdfunding. Le piattaforme dovrebbero registrarsi come intermediario finanziario e sottostare alle norme vigenti per questa classe di operatori. Per questo le due piattaforme esistenti hanno studiato un modello operativo diverso da quello implementato dalle principali piattaforme operanti negli altri paesi.

La prima piattaforma opera raccogliendo effettivamente capitale di debito; la seconda, invece, emette "note" attraverso una holding e l'investitore quindi

trasferisce il denaro alla holding stessa. Se il progetto raggiunge il finanziamento minimo la holding compra le "note". Il singolo investitore quindi non è azionista della società e riceve solamente gli eventuali flussi di cassa. La holding, investendo più di 100.000 euro l'anno deve essere un investitore istituzionale registrato (visto il modello implementato la piattaforma non può essere considerata una vera e propria piattaforma di equity crowdfunding).

L'unica comunicazione ufficiale della Financial Services and Markets Authority (FMSA) risale al 12 Luglio 2012. In questa comunicazione viene presentato il quadro normativo a cui sono soggetti i progetti di crowdfunding e viene sottolineato come le piattaforme per offrire strumenti finanziari al pubblico devono avere una licenza come impresa di investimento. Allo stesso tempo però ottenere la licenza risulta troppo oneroso per un gestore ed è per questo che ad oggi non esiste alcuna piattaforma equity-based vera e propria attiva in Belgio.

In definitiva possiamo dire che non c'è ancora spazio per vere e proprie piattaforme di equity crowdfunding e quelle esistenti operano attraverso il lending (con offerte inferiori a 100.000 euro per evitare di dover applicare la legge sui prospetti che renderebbe le raccolte fondi troppo onerose). Inoltre gli organi di controllo non sembrano intenzionati alla pubblicazione di un nuovo regolamento e sembrano voler attendere l'approvazione di una normativa a livello europeo.

Danimarca

Ad oggi esiste una sola piattaforma danese che intende avviare progetti di equity crowdfunding, ma tale piattaforma (crowdinvest.dk) non ha ancora lanciato progetti in quanto in attesa di una linea guida sul crowdfunding dall'autorità di supervisione dei mercati finanziari danese (Danish supervisory authority).

In quest'ottica nel Gennaio 2014 il fondatore di Crowdinvest Michael Eis ha fondato l'associazione Danish Crowdfunding Association con lo scopo di

velocizzare lo sviluppo del mercato del finanziamento dal basso. Lo scopo primario dell'associazione è quello di confrontarsi con gli organi di vigilanza per poter sviluppare al più presto un regolamento che permetta la crescita del fenomeno in Danimarca nel più breve tempo possibile. Le principali richieste avanzate dalla Danish Crowdfunding Association sono: (i) dare alle start-up la possibilità di offrire azioni al mercato, (ii) la creazione di incentivi fiscali per chi investe nelle start-up, (iii) la definizione di requisiti meno stringenti per le società di intermediazione e (iv) la modifica ai regolamenti dei fondi pensione riguardo agli investimenti in start-up.

Il regolamento AIFM è stato recepito il 13 Giugno 2013, ma non c'è alcun riferimento al fenomeno dell'equity crowdfunding.

Per questi motivi la Danimarca è uno dei paesi europei dove questo mercato è ancora in fase embrionale e non c'è ancora alcuna piattaforma attiva.

Finlandia

Allo stato attuale le piattaforme finlandesi offrono investimenti in capitale di rischio senza licenza finanziaria e comunque al di fuori del campo di applicazione dei requisiti della legge sul prospetto.

Ai sensi della legge finlandese sugli istituti di credito (Laki luottolaitostoiminnasta), della Legge sui servizi di investimento (Sijoituspalvelulaki) e dell'attuazione della direttiva europea MiFID, in Finlandia la fornitura di servizi bancari o di investimento sono attività regolate e qualsiasi impresa che offre servizi di investimento deve disporre della licenza di un ente creditizio, indipendentemente dal fatto che il servizio sia offerto a investitori professionali o non professionali. Ai sensi di una interpretazione corrente dell' autorità di vigilanza finanziaria finlandese, le piattaforme di equity crowdfunding non soddisfano la definizione della direttiva MiFID di servizi di investimento che richiedono una licenza, in quanto si limitano a trasferire contratti di finanziamento tra il finanziatore e la società. Tuttavia, è da notare che l'applicazione della

direttiva MiFID dipende dai servizi forniti dalla piattaforma di crowdfunding, quindi per poter operare devono limitare i servizi offerti agli investitori.

Per questo allo stato attuale le piattaforme finlandesi operano senza licenza dell'ente di supervisione dei mercati finanziari e la loro attività si limita alla trasmissione dei soli ordini. Possibili sviluppi della normativa riguardante l'equity crowdfunding potrebbero arrivare dal recepimento della direttiva AIFMD in fase di implementazione e attesa entro la fine del primo quadrimestre del 2014.

Francia

Il 30 Settembre 2013 l'AMF, l'autorità dei mercati finanziari, e l'ACPR, autorità di controllo prudenziale, hanno pubblicato un documento di consultazione pubblica sul crowdfunding. Questa consultazione pubblica si concentra sulle modifiche necessarie alle legislazioni e ai regolamenti del codice monetario e finanziario per garantire lo sviluppo del crowdfunding. La consultazione si è chiusa il 15 Novembre 2013. I punti fondamentali oggetto di discussione che riguardano l'equity crowdfunding sono:

- la creazione di una nuova categoria di consulenti, "*conseiller en investissements participatifs*" (CIP). Questo status fornisce un quadro controllato e appropriato per i gestori delle piattaforme che svolgono il loro operato sotto la supervisione dell'AMF. Un CIP non ha alcun obbligo normativo riguardo al capitale, ma le operazioni proposte dovranno avere un importo limitato a 300.000 euro, oppure dovranno essere proposte ad una certa classe di investitori accreditati e non al pubblico indistinto;
- si è introdotta un'esenzione dal prospetto per gli emittenti che offrono fino a 300.000 euro nell'arco di un anno;
- è consentito alle piattaforme con capitale minimo di 40.000 euro di svolgere servizi di pagamento, ma se i pagamenti superano i 3 milioni di euro valgono le norme già esistenti;

- per poter accedere alle piattaforme francesi gli investitori devono dichiarare di essere investitori professionali, oppure rispondere ad un questionario che assicura che l'investitore sia a conoscenza dei rischi che caratterizzano gli investimenti in start-up ed è richiesto di dichiarare che non si investirà più del 10% del proprio patrimonio.

Al termine della consultazione l'AMF ha raccolto una serie di feedback dagli attori operanti nel mercato che saranno presi in considerazione per la definizione di un regolamento definitivo. I gestori hanno criticato il regolamento proposto in quanto poco flessibile e quindi poco adatto alle peculiarità del finanziamento sul web. Dall'altra parte il governo sottolinea i rischi che deriverebbero da una liberalizzazione troppo ampia, e ha dichiarato come sia fondamentale mantenere un equilibrio tra l'apertura e la tutela degli investitori.

Ad oggi le piattaforme di equity crowdfunding francesi continuano ad operare seguendo il regolamento rimasto in discussione fino a metà Novembre 2013, in quanto le autorità non ne hanno ancora redatto uno definitivo.

L'implementazione delle direttive AIFM in Francia è avvenuta a fine 2013 e allo stato attuale questo regolamento non impatta sull'operato delle piattaforme di equity crowdfunding in quanto non gestiscono i finanziamenti raccolti in modo collettivo e quindi non rientrano nella definizione di AIF.

Germania

In Germania non esiste un regolamento per l'equity crowdfunding, ma alcune piattaforme sono comunque attive. Per poter operare nel quadro normativo vigente le piattaforme hanno scelto modelli diversi. Ci sono piattaforme che operano senza alcuna licenza; per operare senza licenza devono proporre offerte che non rientrino nel "regime del prospetto" e quindi devono operare con molte limitazioni (la più stringente prevede che le offerte non superino i €100.000 nei 12 mesi). Ci sono altre piattaforme, invece, che operano nell'ambito di applicazione del regolamento con diversi approcci. Le prime hanno licenza di erogatori di servizi finanziari e sono soggetti al regolamento

bancario tedesco (Kreditwesengesetz) e quindi possono offrire titoli di società per azioni e gestire un mercato secondario. Il secondo modo risulta più complicato e prevede di strutturare le piattaforme come fondi. Tali piattaforme non necessitano di licenza, ma devono presentare un prospetto riguardante la piattaforma stessa poiché considerata a tutti gli effetti un fondo.

In generale, dunque, per poter operare senza limitazioni troppo stringenti le piattaforme di equity crowdfunding tedesche devono richiedere una licenza all'autorità di vigilanza finanziaria tedesca (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – "BaFin") in quanto le piattaforme offrono quelli che nelle legge bancaria tedesca sono definiti servizi finanziari.

Ad oggi quindi l'equity crowdfunding in Germania è molto limitato dalle norme vigenti che risultano molto stringenti.

Olanda

In Olanda non esiste un regolamento per l'equity crowdfunding, ma la Banca Centrale Olandese (De Nederlandse Bank DNB) e l'autorità dei mercati finanziari (Stichting Autoriteit Financiële Markten AFM) hanno dichiarato che stanno osservando e studiando la situazione e non si esclude che a breve possano redigere un regolamento apposito per l'equity crowdfunding.

L'AFM considera le piattaforme di equity crowdfunding come società di intermediazione finanziaria e per questo le piattaforme devono richiedere la licenza come impresa di investimento per poter ricevere e trasmettere gli ordini. L'AFM ha concesso delle deroghe per quanto riguarda il prospetto informativo per i progetti di equity crowdfunding in modo da consentire lo sviluppo del fenomeno nel paese.

Il 22 Luglio 2013 l'Olanda ha implementato la direttiva AIFM, ma il regolatore non ha fatto riferimento al crowdfunding.

Spagna

L'equity crowdfunding in Spagna è difficilmente attuabile in quanto non sono stati approvati regolamenti che permettono alle piattaforme di funzionare attraverso particolari eccezioni ai regolamenti esistenti.

Le piattaforme oggi operative funzionano come “joint account” regolate dal codice del commercio spagnolo. Le piattaforme che scelgono questa forma amministrativa possono essere considerate veicoli di finanziamento collettivo. Ci sono anche piattaforme che operano come intermediari finanziari, ma non agiscono sotto la vigilanza della CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) o della banca di Spagna, in quanto il regolatore non considera le piattaforme di equity crowdfunding come enti finanziari (anche se lo sono a tutti gli effetti).

Le aspettative sono che entro l'anno il governo applichi la direttiva europea AIFMD (Alternative Investment Fund Managers) che potrebbe riguardare anche le piattaforme di equity crowdfunding e quindi renderebbe obbligatoria l'autorizzazione della CNMV per poter operare.

In conclusione, per una questione pratica, le piattaforme equity-based sono strutturate in modo tale da non essere regolate dalla CNMV o dalla Banca di Spagna. Tuttavia, per una questione di diritto, sembra che molte di queste dovrebbero, in quanto le attività che svolgono rientrano nel campo di applicazione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari per cui dovrebbero rispettare la direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi e quindi richiedere l'autorizzazione agli organi di vigilanza per poter operare.

UK

Il modello equity-based a livello normativo si basa sui regimi di regolamentazione dei servizi finanziari alle imprese e dei fondi di investimento. Entrambi i regolamenti si riferiscono a investitori istituzionali e quindi anche l'equity crowdfunding dovrebbe riferirsi ai soli investitori “sostanziosi”

Il 3 Ottobre 2013 è stato proposto un nuovo regolamento che rimarrà in discussione fino ad Aprile 2014 che introduce alcune modifiche e deroghe al regolamento vigente in modo da permettere lo sviluppo delle varie forme di crowdfunding. Alle piattaforme è consentito operare secondo le norme definite dal regolamento in discussione anche se questo ad oggi non risulta ancora approvato. Per quanto riguarda l'equity crowdfunding, le piattaforme che secondo la legislazione vigente dovrebbero essere considerate intermediari finanziari, possono sfruttare le deroghe del regolamento in discussione. Proprio per questo in Inghilterra ci sono molte piattaforme attive che operano grazie a quanto appena detto.

Le deroghe introdotte dal nuovo regolamento che permettono alle piattaforme di equity crowdfunding di operare in UK prevedono che:

Nel mercato aperto al pubblico indistinto le piattaforme possono promuovere i progetti e consentire il finanziamento a:

- Investitori sofisticati, investitori con alto reddito, clienti retail che ricevono consigli di investimento regolamentati o di servizi di gestione degli investimenti oppure clienti retail che certificano che non investiranno più del 10% del loro portafoglio in azioni o titoli di debito non quotati (con portafoglio si intende patrimonio esclusa prima casa, la pensione e le assicurazioni sulla vita);
- per i clienti retail senza consulenza le piattaforme devono valutarne l'adeguatezza prima di consentirne l'accesso.

2.5.4 USA – JOBS act

Il JOBS act (Jumpstart our business startups act) firmato da Barak Obama il 5 Aprile 2012, è una legge che ha come obiettivo quello di favorire il finanziamento delle piccole e medie imprese americane. Questa legge è suddivisa in sette book, ed in particolare i book II e III vanno a definire i regolamenti per il funzionamento del crowdfunding. Questa legge è stata fortemente voluta dal presidente Obama in quanto la buona salute delle start-

up è considerata fondamentale per il rilancio dell'economia statunitense. Di fatto il 21% del PIL negli USA è generato da ex start-up e i dati dimostrano come le nuove start-up contribuiscano a generare la maggior parte dei nuovi posti di lavoro nell'economia americana (questa posizione non è condivisa da tutti, per approfondimenti si veda il paragrafo 3.2.2).

La situazione precedente al JOBS act ha portato ad una forte stretta creditizia nel mercato delle piccole e medie imprese negli ultimi 10 anni, principalmente causata dall'andamento negativo dei mercati e dalla regolamentazione che ha causato l'aumento degli oneri necessari per un aumento di capitale (Sarbanes-Oxley public company reform and investor protection act del 2002).

I primi tre titoli del JOBS act sono quelli che riguardano direttamente l'equity crowdfunding:

1. TITLE I: Reopening American Capital Markets To Emerging Growth Companies
2. TITLE II: Access To Capital For Job Creators
3. TITLE III: Crowdfunding

TITLE I – Reopening American Capital Markets To Emerging Growth Companies

In questa sezione viene data la definizione di una ECG (*emerging growth companies*) e delle caratteristiche che un'impresa deve mantenere per continuare ad essere considerata tale; successivamente si vanno ad elencare gli obblighi informativi e le esenzioni a cui le ECG sono sottoposte.

Definizione di EGC

Una ECG è “un emittente che ha avuto ricavi totali lordi annui inferiori a \$1.000 milioni nel suo ultimo anno fiscale”. Inoltre si specifica che un'impresa viene considerata una ECG fino:

- all'ultimo giorno dell'esercizio nel corso del quale l'impresa ha un totale di ricavi lordi annui superiore a \$1.000 milioni;
- all'ultimo giorno dell'anno fiscale successivo al quinto anniversario della data della prima vendita di titoli azionari della società;
- alla data in cui la società ha emesso più di \$1.000 milioni di debito non convertibile nei 3 anni precedenti;
- alla data in cui la società è considerata una "large accelerated filer", cioè la data in cui l'impresa diventa una società pubblica che abbia tutte le seguenti caratteristiche alla fine dell'anno fiscale:
 - il flottante azionario della società sia pari o superiore a \$700 milioni e che questo sia stato superiore a \$700 milioni anche al termine del secondo trimestre dello stesso esercizio fiscale;
 - la società sia oggetto di obblighi di comunicazione previsti dalle sezioni 13 (a) o 15 (d) dell' Exchange act per almeno 12 mesi;
 - l'azienda abbia presentato almeno una relazione annuale agli azionisti ai sensi della sezione 13 (a) o 15 (d) della Exchange act;
 - l'azienda non abbia più i requisiti per avvalersi delle esenzioni per le EGC sulle esigenze aziendali di reporting.

Obblighi informativi

Nella seconda parte si vanno ad introdurre delle esenzioni informative per gli aumenti di capitale delle EGC. In particolare si apportano eccezioni andando a modificare le seguenti leggi: Securities Exchange Act del 1934, Investor Protection and Securities Reform Act del 2010 e arbanes-Oxley Act del 2002.

Inoltre:

- per le EGC non è necessario avere più di 2 anni di revisione contabile dei bilanci per poter registrare la società per un'offerta pubblica iniziale dei propri titoli azionari, ed in particolare non devono presentare alcun dato finanziario riguardante al periodo finanziario precedente alla IPO;

- non può essere richiesto ad una EGC di conformarsi a nuovi standard contabili fino alla data in cui non diviene un emittente.

Nei punti seguenti ci sono una serie di altre eccezioni minori che hanno come obiettivo quello di ridurre obblighi informativi e oneri monetari per le EGC che vogliono emettere capitale di rischio.

TITLE II – Access To Capital For Job Creators

Questa seconda sezione incarica la SEC di abolire il divieto di sollecitazione generale per le EGC che vogliono vendere le proprie azioni sul mercato. In particolare si richiede che la SEC (*Securities and Exchange Commission*) riveda la norma 506 del Title 17 del regolamento federale entro 90 giorni dalla firma del JOBS act in modo da permettere alle EGC che vogliono offrire dei titoli azionari la sollecitazione generale e la pubblicità generica.

In questa sezione inoltre si specifica che le offerte di capitale delle start-up innovative non possono essere accolte dal pubblico indistinto, ma solamente da investitori sofisticati, e si precisa che dovrà essere l'emittente stesso a prendere misure tali da garantire l'appartenenza dell'investitore a questa classe.

La SEC preso in carico questo compito ha reso effettivo il TITLE II il 23 Settembre 2013. Con l'approvazione di questa sezione si è abolito dopo quasi 80 anni il divieto di sollecitazione generale introdotto con il Securities Act del 1933, per le sole start-up innovative, per promuovere aumenti di capitale; quindi la modifica del regolamento permette alle EGC di utilizzare strumenti come Facebook e Twitter per pubblicizzare le proprie proposte sulle piattaforme di crowdfunding. Fino a quel momento la sollecitazione generale, cioè pubblicizzare il fatto che si sta effettuando un aumento di capitale, era consentita alle sole aziende quotate in borsa.

Nel regolamento si specifica che le EGC devono inviare alle SEC dettagli sull'operazione entro 15 giorni dal primo sollecito, e che le piattaforme devono impegnarsi a verificare che gli investitori siano accreditati. In caso

contrario la SEC ha il potere di sospendere per un anno le attività di fund raising della piattaforma.

Investitori accreditati

Per essere accreditato un investitore deve appartenere ad almeno una delle 8 classi definite dalla SEC:

- 1) Banche, compagnie di assicurazione , e le aziende di investimento registrate;
- 2) Gestori di piani per benefici ai dipendenti, con totale attivo superiore a 5 milioni dollari;
- 3) Organizzazioni caritatevoli con totale attivo superiore a 5 milioni dollari;
- 4) Singoli amministratori, dirigenti o soci di una società di vendita di titoli;
- 5) Aziende in cui tutti i soci azionisti sono investitori accreditati;
- 6) Persone fisiche il cui patrimonio netto individuale supera \$1.000.000;
- 7) Persone fisiche con reddito annuo degli ultimi 3 esercizi superiore a \$200.000 \$.
- 8) Fondi fiduciari con un patrimonio superiore a \$5 milioni.

La SEC quindi, con questo regolamento (in particolare con la regola 506c) ha adempito a quanto richiesto dalla sezione 201 del JOBS act.

TITLE III – Crowdfunding

Questa terza sezione chiamata anche “Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012” è la parte del JOBS act che va a definire regole e linee guida per l’attuazione dell’equity crowdfunding vero e proprio con offerte rivolte al pubblico indistinto e non solo a investitori accreditati.

In questa sezione, quindi, si vanno a definire regole e limitazione entro le quali queste operazioni potranno essere sottoposte a tutti gli investitori. La SEC ha proposto il regolamento in data 23 Ottobre 2013 ed è rimasto in discussione per 90 giorni durante i quali esperti, regolatori, sostenitori e

oppositori hanno potuto inviare commenti e proposte di modifiche al regolamento presentato.

Al termine di questa fase la SEC ha avuto a disposizione 30 giorni per apportare le modifiche necessarie in base alla discussione. Questo regolamento dovrebbe entrare in discussione nelle prossime settimane. Si prevede quindi che la sezione III del JOBS act entrerà in vigore tra Aprile e Maggio 2014.

I punti fondamentali del TITLE III riguardano:

- Gli investitori non accreditati: per la loro tutela si sono fissati dei caps (limiti) chiari al fine di contenere il rischio assunto nell'investimento in una start up innovativa:
 - per redditi al di sotto dei \$100.000 gli investitori non accreditati potranno investire un massimo di \$2.000 o il 5% del reddito o del patrimonio netto;
 - per redditi oltre i \$100.000 potranno investire un massimo del 10% del reddito o del patrimonio netto;
- le aziende per le raccolte fondi da investitori non accreditati devono rispondere a nuove limitazioni:
 - limita la raccolta a \$1.000.000 l'anno;
 - dovranno divulgare il bilancio accompagnato da una coppia della dichiarazione dei redditi della società o da una recensione di un revisore pubblico;
 - dovranno divulgare informazioni riguardanti funzionari, direttori e proprietari di più del 20% delle quote;
 - dovranno divulgare il prezzo al pubblico degli strumenti offerti, la quantità offerta e il termine di raggiungimento della quantità offerta e se la società accetterà o meno capitale in eccesso rispetto alla quantità offerta inizialmente;
 - Infine si richiede alle imprese che opereranno in deroga al TITLE III di presentare una relazione annuale alla SEC.

Alcuni esperti hanno stimato che dopo l'approvazione del TITLE III il volume dell'equity crowdfunding potrebbe crescere fino a \$300 miliardi rispetto ai 30 di oggi.

La discussione oggi rimane aperta, l'equity crowdfunding può contare sull'appoggio bipartisan del parlamento americano e di molti rappresentanti di importanti community tecnologiche come Google e Steve Case (fondatore di AOL). Hanno espresso pareri favorevoli allo sviluppo dell'equity crowdfunding negli USA anche la "National Venture Capital Association", che ha sottolineato come il disegno di legge fosse necessario per aggiornare le leggi vigenti approvate da ormai più di un secolo e che non permettono di sfruttare uno strumento potente come la rete, e David Weild IV (vice presidente del NASDAQ) che ha già supportato la nuova legge davanti al congresso.

Tuttavia ci sono alcune critiche da parte di rappresentanti dei consumatori e da avvocati esperti nella tutela degli investitori che hanno evidenziato come l'equity crowdfunding esponga i piccoli investitori, spesso inesperti, a rischi di frode.

Questo dunque, è lo scenario in cui la discussione del TITLE III sta avvenendo e la SEC è impegnata ad approvare un regolamento che tuteli gli investitori senza limitare le potenzialità di questo strumento.

2.5.5 Australia

Nel Settembre 2013 la Corporations and Markets Advisory Committee CAMAC ha pubblicato i risultati di una ricerca sull'equity crowdfunding con una presentazione del quadro normativo in cui i Crowd Sourced Equity Funding (CSEF) devono operare nell'attesa dell'emanazione di una regolamentazione definitiva per l'equity crowdfunding.

In questo documento si segnala che l'equity crowdfunding in Australia è già operativo e si specificano le autorizzazioni necessarie e le leggi vigenti da rispettare. Viene sottolineato inoltre come l'intenzione degli organi statali sia

quella di monitorare le scelte normative prese nel resto del mondo per sviluppare poi il quadro normativo più adatto per questo nuovo modello di finanziamento.

Si osserva allo stesso tempo come le leggi sotto le quali oggi le piattaforme devono operare potrebbero influire negativamente sullo sviluppo delle forme di finanziamento on-line: gli obblighi informativi sono molto stringenti e le start-up potrebbero essere disincentivate dal fatto di dover gestire un numero di investitori molto elevato.

Il CAMAC inoltre si sta interrogando sulle reali potenzialità dell'equity crowdfunding in Australia dove la crisi economica ha avuto un impatto minore rispetto ai paesi europei o agli USA e sulle necessità di tutela dei piccoli investitori che potrebbero perdere il capitale investito in caso di fallimento della start-up.

Gli emittenti

Gli emittenti si dividono in due classi secondo la legislazione australiana:

- Le “Proprietary company”, che godono di benefici rispetto alle public company in termini di una più facile amministrazione e di minor tempi e costi per le esigenze informative. A questo tipo di società, però, non è consentito avere un numero elevato di azionisti e quindi non possono ricorrere a forme di finanziamento dal basso. Di conseguenza, per questo tipo di società, la raccolta fondi tramite piattaforme on-line è nella pratica proibita.
- Le “public company”, società non sono soggette ai vincoli validi per le proprietary company riguardo alle offerte pubbliche, tuttavia sottoposte a maggiori obblighi informativi. Gli obblighi informativi riguardano anche i vincoli sul prospetto informativo da presentare per poter eseguire raccolte fondi di tipo pubblico.

In questo scenario l'equity crowdfunding è soggetto ad un numero di restrizioni molto elevato che potrebbero impedirne lo sviluppo. Il CAMAC per questo si sta interrogando sull'introduzione di una figura giuridica tra l'emittente e l'investitore, che gestisca in modo collettivo gli investimenti raccolti e che possa ridurre i rischi a cui i piccoli investitori sono soggetti. Se si scegliesse di implementare questo schema di investimento, esso sarebbe utilizzabile anche dalle proprietary company, che vedrebbero iscritto come azionista solamente il fondo di investimento collettivo. Dall'altra parte, però, l'implementazione di questo modus operandi potrebbe influire negativamente sulla propensione al finanziamento dei piccoli investitori in quanto potrebbe impattare sul valore percepito dall'investitore che non è proprietario dell'azienda e non ha alcun diritto di partecipazione nella direzione aziendale.

Le piattaforme

Le piattaforme di equity crowdfunding possono operare solamente sotto licenza del CAMAC e devono rispettare una serie di obblighi nello svolgimento della loro attività. Queste piattaforme sono considerate regolatori di un mercato e devono richiedere l'Australian market licence (AML) all'Australian Securities and Investments commission (ASIC). Per ottenere questa licenza le piattaforme on-line devono dimostrare di possedere le risorse necessarie in termini finanziari, tecnologici e competenze e devono garantire che, nella misura in cui sia ragionevolmente possibile farlo, il mercato sia equo e trasparente.

Anche se la struttura di una piattaforma è tale da non necessitare di una AML, ma si struttura come un fornitore di servizi finanziari necessita comunque di una licenza come Australian Financial Services Licence (AFSL) sempre rilasciata dall'ASIC, con requisiti simili a quelli richiesti per avere una AML.

Possibili sviluppi

Il CSEF potrebbe adottare diversi approcci per garantire l'integrità del mercato e la protezione degli investitori facilitando allo stesso tempo il fund raising per le start-up.

Nel documento del CSEF si elencano alcune possibili strade che potranno essere intraprese nello sviluppo di una regolamentazione ad hoc per il finanziamento tramite piattaforme on-line:

- non apportare alcuna modifica alla regolamentazione vigente;
- istituire delle esenzioni per le offerte pubbliche di piccole dimensioni;
- limitare le offerte ad investitori professionali;
- apportare delle modifiche al regolamento vigente per aprire le offerte a tutti gli investitori;
- istituire una figura giuridica tra emittente e investitore in modo da permettere a tutti gli investitori di investire on-line.

Prima di scegliere quale strada intraprendere il CAMAC ha deciso di monitorare la situazione a livello mondiale per poi poter implementare la strategia che ha ottenuto i risultati migliori.

2.6 Le piattaforme di equity crowdfunding

Nel paragrafo 2.1.2 abbiamo detto come le piattaforme non si limitano ad offrire un servizio standardizzato e con le loro strategie di comunicazione si configurano come un attore centrale per il successo del mercato dell'equity crowdfunding.

Le piattaforme sono diverse tra di loro per una serie di fattori:

- devono confrontarsi con le normative vigenti nell'area in cui operano; per questo, come riportato nel dettaglio nella sezione 2.5, le piattaforme hanno sviluppato modelli di gestione e di erogazione dei servizi diversi tra loro. La classificazione proposta alla luce di queste

caratteristiche consente di suddividere le piattaforme in tre classi: *piattaforme di equity crowdfunding*, *piattaforme di clubfunding on-line* e *piattaforme di clubfunding off-line*;

- si specializzano in classi di progetto specifiche. Alcune per settore industriale in maniera tale da offrire strumenti e consulenza di professionisti dedicati al settore, interagire al meglio con le start-up che propongono tecnologie industry specific e allo stesso tempo limitare i rischi connessi a valutazioni errate. Altre piattaforme presentano solamente progetti e idee di business etiche o a scopo sociale; a tal proposito si veda CrowdMission (www.crowdmission.com), piattaforma inglese che raccoglie solamente business con finalità sociali o di tutela ambientale;
- tutte le piattaforme richiedono una remunerazione per i servizi offerti, ma le modalità con cui questa viene determinata differiscono tra loro. La più comune è di richiedere una *success fee* in caso di successo calcolata in termini percentuali sul capitale raccolto dalla start-up. Altre piattaforme richiedono il pagamento di quote fisse per la copertura dei costi amministrativi, altre ancora prevedono quote di abbonamento settimanali o mensili da sottoscrivere per il periodo della raccolta. Le piattaforme possono combinare queste tre strategie in modo da soddisfare al meglio le esigenze dell'imprenditore e dare loro la possibilità di scegliere quali servizi acquistare. Infine alcune piattaforme fanno ricadere i costi del servizio (totalmente o in parte) sugli investitori richiedendo il pagamento di una *fee* sulla quota investita oppure che una parte dei futuri proventi finanziari ottenuti dall'investimento sia accreditata alla piattaforma stessa.

2.6.1 La classificazione

Nel capitolo 1 abbiamo presentato le principali classificazioni dei progetti di crowdfunding. I progetti appartenenti al mondo dell'equity crowdfunding fanno parte della classe *equity-based* secondo la classificazione per natura

dello scambio e, secondo quella rilasciata del gruppo di ricerca del Politecnico di Milano, sono una parte dei progetti appartenenti alla classe Business:



Figura 2.6.1: L'equity crowdfunding nella classificazione del Politecnico di Milano.

In un progetto di tipo business l'investitore finanzia un pitch che ha lo scopo di creare valore economico in cambio di un ritorno monetario. I progetti che appartengono all'equity crowdfunding sono la parte di progetti business che prevedono una partecipazione al capitale di rischio.

In questa tesi vogliamo presentare una classificazione per le diverse piattaforme di equity crowdfunding. Alla luce dello stato delle regolamentazioni vigenti, presentate nel paragrafo 2.5, le piattaforme hanno implementato diversi modi di operare in maniera tale da adattarsi al meglio al contesto normativo. In molti paesi non è possibile accettare i finanziamenti da tutti i potenziali investitori, ma solamente da classi specifiche che rispettino determinati requisiti patrimoniali (si vedano per esempio i requisiti introdotti dal TITLE II del JOBS act paragrafo 2.5.4). Per questo definiamo le piattaforme che operano rivolgendosi a determinate classi di investitori *piattaforme di clubfunding*.

Le piattaforme di *clubfunding* a loro volta si dividono tra piattaforme *on-line* e piattaforme *off-line*.

Clubfunding on-line

Queste piattaforme riservano le offerte ai soli investitori accreditati (escludendo la folla) per cui non possono essere definite piattaforme di equity crowdfunding.

I finanziatori per accedervi devono essere registrati e ammessi alle raccolte di capitale in maniera tale da soddisfare i requisiti dettati dalle norme finanziarie vigenti nei paesi in cui operano. Le piattaforme che ad oggi operano con questo modello possono essere viste come attori innovativi di un mercato già esistente. Esse infatti promuovono nuove opportunità di investimento per le tradizionali fonti di finanziamento (Venture Capital, Business Angel e altri investitori con alte disponibilità finanziarie) e amplificano i network esistenti; tuttavia non permettono di catturare quel nuovo pool di investitori che può essere raggiunto solo attraverso l'equity crowdfunding. In alcuni stati, come negli USA, si è deciso di osservare da vicino il funzionamento di queste piattaforme come banco di prova per il futuro sviluppo dell'equity crowdfunding vero e proprio.

Il modus operandi nella gestione dei trasferimenti di queste piattaforme è del tutto simile a quello delle piattaforme di equity crowdfunding, i pagamenti infatti avvengono via internet così come il contatto tra imprenditore e potenziali investitori.

Clubfunding off-line

Le piattaforme appartenenti a questa classe hanno caratteristiche simili, in termini di requisiti richiesti ai finanziatori, alle piattaforme di clubfunding off-line, ma non svolgono la funzione di trasferimento degli ordini.

Queste piattaforme quindi non intervengono direttamente nel trasferimento dei capitali e si limitano allo svolgimento di attività di back office. Esse si configurano come portali di incontro tra proponenti e potenziali investitori, tuttavia non intervengono direttamente nella definizione dell'operazione finanziaria, la cui gestione è delegata interamente a datori e prenditori di fondi.

Questo modo di operare permette alle piattaforme di svolgere la loro attività in un quadro normativo meno rigido e ciò ha permesso lo sviluppo di piattaforme, che operano in modo simile alle piattaforme di equity crowdfunding oggi esistenti, prima della definizione delle regolamentazione in materia.

La piattaforma italiana Siamo Soci (www.siamosoci.com), per esempio, è attiva dal 2010 e si limita a raccogliere i soli interessi di investimento nei progetti presentati. La piattaforma si definisce un motore di ricerca che permette agli investitori di trovare imprese di cui comprendono il business e in questo modo facilitano tali imprese (non quotate) a trovare finanziatori e a creare club deal.

Equity crowdfunding

Le piattaforme che rientrano in questa classe sono quelle che implementano la forma di finanziamento in tutte le sue caratteristiche. Queste piattaforme non richiedono particolari requisiti agli investitori ammessi, quindi la raccolta fondi è rivolta alla “folla” e non a una particolare classe di investitori. Ad oggi tali piattaforme operano nei soli paesi dove la normativa permette che l’offerta sia rivolta al pubblico indistinto.

Uno dei requisiti imposti dalla normativa stessa alle piattaforme di questa classe è che provvedano alla gestione degli ordini e al trasferimento dei pagamenti (che può o deve, a seconda delle specifiche regole definite dalle autorità, essere commissionato ad un intermediario finanziario come ad esempio una banca o una società di intermediazione).

2.6.2 Gestione della commissione

Le piattaforme svolgono la loro attività per ottenere un profitto derivante dall’intermediazione. Di seguito elenchiamo le principali commissioni richieste dalle piattaforme operanti nel mercato:

- *Success fee*: la success fee è la parte dei fondi raccolti tramite il progetto che la piattaforma detiene come ricompensa per i servizi

erogati. Questa quota è solitamente calcolata in termini percentuali sul capitale raccolto nel caso in cui la raccolta abbia successo (solitamente la percentuale va dal 2% al 10%). In alcuni casi le piattaforme fissano quote da pagare in caso di successo fisse o che vanno per intervalli di finanziamento ottenuto.

- *Tasse amministrative*: queste tasse possono essere richieste dalla piattaforma per ripagare una serie di costi che devono essere sostenuti dall'intermediario: costi amministrativi, costi legali e costi per il trasferimento dei capitali, indipendentemente dall'esito della raccolta.
- *Membership*: alcune piattaforme richiedono che i proponenti sottoscrivano quote di iscrizione. Le quote di membership possono essere divise in diverse classi in base ai servizi richiesti dal proponente ai gestori. Per esempio la piattaforma inglese BankToTheFuture (banktothefuture.com) prevede diversi livelli membership in base a quali servizi l'imprenditore richiede:
 - free members: non pagano alcuna quota, ma non ricevono alcuna consulenza nella progettazione del pitch;

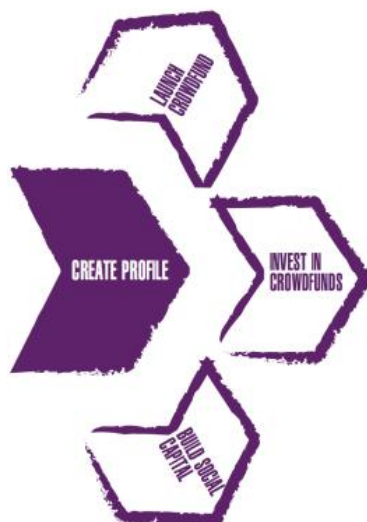


Figura 2.6.2: Servizi per i free members. Fonte: banktothefuture.com.

- silver member: viene richiesta una quota di 4 sterline e permette di avere una maggiore visibilità e una maggiore credibilità agli occhi dei potenziali investitori grazie al badge di

“membro verificato” assegnato dalla piattaforma. Inoltre i silver member possono partecipare ad un breve training on-line che spiega come ottenere i finanziamenti in modo efficace tramite BankToTheFuture. Allo stesso tempo si può usufruire della connessione diretta con gli altri aderenti al servizio ;

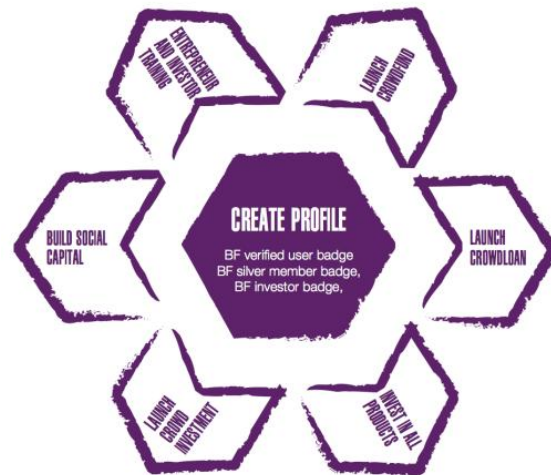


Figura 2.6.3: Servizi per i silver members. Fonte: banktothefuture.com.

- gold member: in cambio del pagamento di una quota di 97 sterline i gold member possono chiedere aiuto ad un team di esperti della piattaforma che assistono l'imprenditore nella strutturazione del pitch in modo da incrementarne l'efficacia comunicativa e con l'obiettivo di massimizzare il risultato della campagna. Inoltre viene offerta la possibilità di accedere a una serie di training online:



Figura 2.6.4: Servizi per i gold members. Fonte: banktothefuture.com.

- *Fee per gli investitori:* nel mercato ci sono alcune piattaforme che hanno deciso di ricevere, in parte o del tutto, la remunerazione richiesta anche dagli investitori. In questo caso la quota è calcolata come percentuale sulla quota investita o dei ritorni finanziari ottenuti in termini di capital gain e/o utili distribuiti. La piattaforma inglese Darwin on-line (www.darwinonline.com), per esempio, richiede agli investitori il pagamento di una fee pari al 5% del sovrapprezzo ottenuto dalla vendita delle azioni: *“We take a 5% fee on any profit you make on your investment. We will never take any fees unless you have received the full amount of your investment back. For example, if you invest £1,000, the business sells successfully, and you receive £2,000, we will take £50”*.

Le piattaforme possono scegliere di richiedere il pagamento di una di queste tasse oppure possono combinare tra loro i diversi metodi.

I costi di intermediazione sono un elemento rilevante per il funzionamento del finanziamento on-line e l'abbassamento di questi ultimi è il vero “cavallo di battaglia”. Il mercato dell'equity crowdfunding, infatti, può avere successo solamente se i costi della raccolta fondi sono inferiori rispetto alle forme tradizionali di finanziamento.

La piattaforma BankToTheFuture presenta un confronto tra i costi del finanziamento tramite equity crowdfunding e i costi del finanziamento tramite i canali tradizionali:


	TRADITIONAL	
APPROVED FINANCIAL PROMOTION	CORPORATE FINANCE FEE £35K	5% SUCCESS FEE
SETUP OF 'A' SHARES & 'B' SHARES	LEGAL FEE £3K	FREE
DRAG, TAG, PRE-EMPTION	LEGAL FEE £3K	FREE
ISSUANCE OF SHARE CERTIFICATES	ACCOUNTANT FEE £2K	£1750+VAT ONLY IF SUCCESSFUL
ISSUING SHARES COMPLIANT WITH SEIS RULES	CONSULTANT FEE £1K	FREE
INVESTOR CERTIFICATION DOCUMENTS	LEGAL FEE £1K	FREE
ANTI MONEY LAUNDERING CHECKS	CREDIT AGENCY £500	FREE
UP FRONT FEES EVEN IF UNSUCCESSFUL	£45.5K	£0

Figura 2.6.5: Confronto costi finanziamento crowdfunding e fonti tradizionali. Fonte: banktothefuture.com

Dal confronto si vede come i costi per l'imprenditore sono inferiori se sceglie di finanziarsi tramite equity crowdfunding ed egli, in particolare, non deve sostenere costi nel caso di fallimento della raccolta. Al contrario, con le forme di finanziamento tradizionali, è soggetto ad una serie di costi affondati ancor prima di poter richiedere il finanziamento.

2.6.3 Censimento piattaforme

In questo paragrafo si riportano i risultati del censimento realizzato sulle piattaforme operanti a livello mondiale nel mercato dell'equity crowdfunding (dati aggiornati a Marzo 2014).

Le piattaforme sono elencate per ordine alfabetico e per ognuna di loro sono stati raccolti informazioni in merito a:

- *numero di progetti attivi*, visibile nella tipica sezione di ricerca dei progetti presente nella maggior parte delle piattaforme censite;
- *numero di progetti finanziati*, anch'esso visibile nella sezione di ricerca dei progetti;

- *totale raccolto*, ossia l'ammontare di finanziamenti effettuati dagli investitori attraverso la piattaforma (solo capitali effettivamente trasferiti);
- *costi per l'imprenditore*, che comprende la fee pagata alla piattaforma sul totale raccolto per singola campagna ed eventualmente altri costi amministrativi o legati ai servizi aggiuntivi erogati dalla piattaforma stessa;
- *costi per l'investitore*, che comprende la fee pagata sulla transazione, eventuali costi di registrazione e/o la fee sui profitti generati dal progetto;
- *classificazione*, se di tipo equity crowdfunding, clubfunding on-line oppure clubfunding off-line;
- *note* sullo status della piattaforma (non attiva, versione beta, in fase di lancio), sulla tipologia di progetti pubblicati (es. alcune piattaforme propongono anche progetti di tipo reward-based) e su eventuali limitazioni poste agli investitori.

In totale sono state censite 78 piattaforme operanti a livello globale distribuite per area geografica come riportato nella figura 2.6.6:

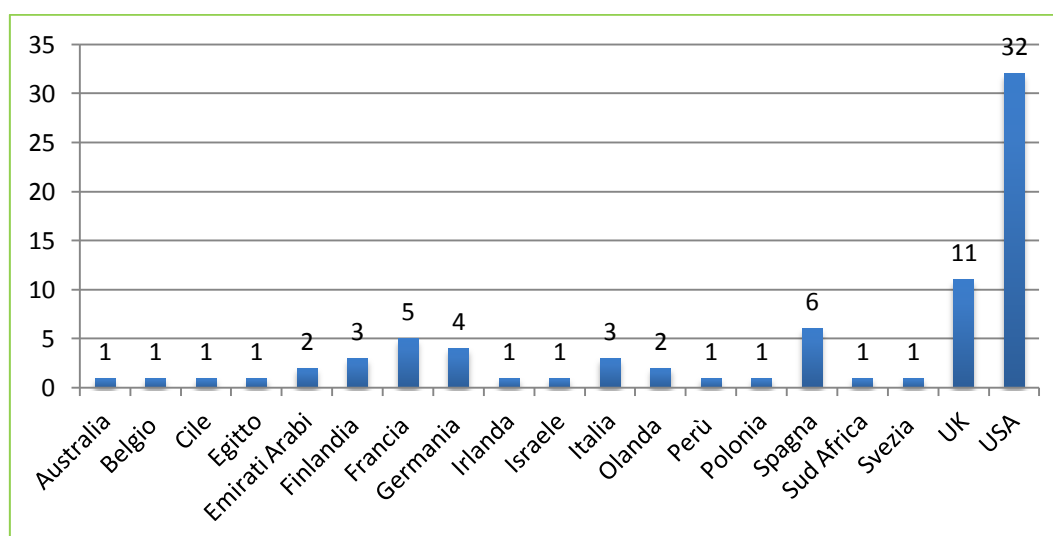


Figura 2.6.6: distribuzione piattaforme censite per paese.

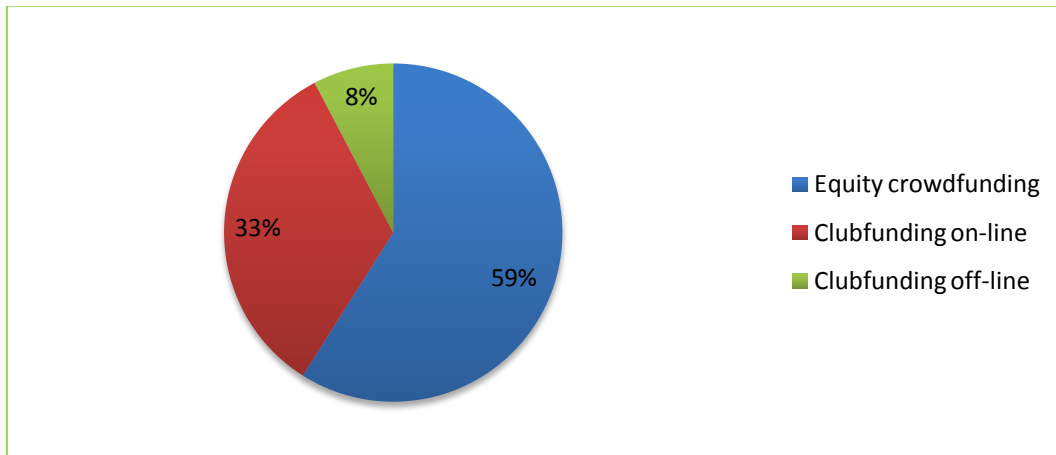


Figura 2.6.7: distribuzione piattaforme censite per tipologia.

Per quanto riguarda invece la distribuzione per tipologia, più della metà delle piattaforme censite sono di tipo equity crowdfunding, un terzo di tipo clubfunding on-line e la rimanente parte di tipo off-line.

Di seguito riportiamo una tabella riassuntiva con tutti i dati raccolti sulle piattaforme:

L'equity crowdfunding

Tabella 2: Censimento piattaforme di equity crowdfunding.

Nome	Paese	Progetti attivi	Progetti finanziati	Totale raccolto	Costi per l'imprenditore ²	Costi per l'investitore ³	Classificazione	Note
99funding	USA	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	
Afexios	Francia	0	0	€ -	2,5% + 2700€	0,95%	Equity crowdfunding	
Anaxago	Francia	7	14	€ 5.888.671	5% + 1500€	0%	Equity crowdfunding	
AngelList	USA	40	67	€ 18.864.933	0%	10%	Clubfunding on-line	
Angels Den	UK	15	43	€ 19.115.652	5% + 1.911€ + service pack 0-954€	0%	Equity crowdfunding	Solo cittadini UK
ASSOB	Australia	11	300+	€ 91.649.136	10,5% + 3280€ + 303€/mese	0%	Equity crowdfunding	Solo cittadini australiani, al massimo 20 investitori non accreditati per progetto
Bank to The Future	UK	5	12	€ 1.482.737	5% + pacchetti servizi 0-116€	0%	Equity crowdfunding	
Bihoop	Spagna	0	0	€ -	6%	0%	Equity crowdfunding	
Blazefund	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	
Broota	Cile	0	3	€ 280.726	5%	2,50%	Equity crowdfunding	
Cayzo	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva
CircleUp	USA	58	n.a.	€ 21.822.000	Success fee variabile + 362€	0%	Clubfunding on-line	
Companisto	Germania	3	25	€ 4.850.000	10%	10% sui profitti	Equity crowdfunding	
Crowdahead	UK	5	0	€ -	5%+2115	0%	Equity crowdfunding	Beta
Crowdangel	Polonia	5	n.a.	€ -	6%+239€	0%	Equity crowdfunding	
CrowdBNK	UK	9	4	€ 18.021	9%	0%	Equity crowdfunding	Solo cittadini UK

² Se non specificato diversamente la percentuale indica la success fee calcolata sul totale raccolto.

³ Se non specificato diversamente la percentuale indica la parte dell'investimento trattenuta dalla piattaforma come costo di intermediazione.

n.a. not available.

n.d. not declared: significa che la piattaforma dichiara l'esistenza della fee, ma non specifica a quanto ammonta.

L'equity crowdfunding

CrowdCube	UK	37	106	€ 24.318.228	5,5% + 2090€	0%	Equity crowdfunding	
Crowdfunder	USA	10	10	€ 38.977.276	n.a.	Service Pack: 73-730€	Clubfunding off-line	
CrowdInvest	Sud Africa	0	0	€ -	5% + 404€	10% sugli utili distribuiti	Equity crowdfunding	
Crowdmission	UK	4	1	€ 1.208.863	5%+2110€	0%	Equity crowdfunding	Solo residenti UK
Curefundrs	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (in attesa TITLE III)
Darwin online	UK	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	5% sui profitti	Equity crowdfunding	Solo cittadini UK
Earlyshares	USA	4	10	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	
eFunder	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	Non attiva
Equitynet	USA	224	n.a.	€ 167.758.999	Service pack min. 59€/mese	0%	Clubfunding on-line	
Equityshack	USA	6		€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	
eRaise	USA			€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	
Eureeca	Emirati Arabi	3	4	€ 537.391	180€ iscrizione + 7,25%	11-39€ per apertura account	Equity crowdfunding	
Fairstreet	USA	0	0	€ -	5% + 2,9% sulla transazione	0%	Clubfunding on-line	
Fondatio	Francia	0	1	€ 200.000	2,50%	0%	Equity crowdfunding	Solo cittadini Francia
Fundable	USA	n.a.	61	€ 63.644.500	130€/mese durante la raccolta	0%	Clubfunding on-line	Sia equity-based che reward-based
FundedByMe	Svezia	7	15	€ 5.366.451	6% + 500€	0%	Equity crowdfunding	
Growthfundrs	UK	4	0	€ -	Success fee 5,5+2100€	7,5% se inv<5000 (nominee structure)	Equity crowdfunding	Solo cittadini UK
Healthfundr	USA	n.a.	n.a.	€ -	0%	admin fee n.d. + fee sui profitti n.d.	Clubfunding on-line	
Hyperfund	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	Non attiva (reward+equity)
Icrowd	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (in attesa TITLE III)
Initialcrowdoffering	USA	0	0	€ -	Success fee n.d.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (in attesa TITLE III)

L'equity crowdfunding

Innvestment	Germania	1	27	€ 2.518.314	5-8%	n.a.	Equity crowdfunding	
Inverem	Spagna	n.a.	n.a.	€ 3.468.000	5% + 0-150€ service pack	5%	Clubfunding off-line	
Invesdor	Finlandia	5	11	€ 1.560.000	5% (min. 3.000€)	investitore estero 3% - investitore finlandese 1€	Equity crowdfunding	
Iravest	USA	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding off-line	Non attiva
Joinvestor	USA	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding off-line	
Kapitalzocial	Perù	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva
Localstake	USA	3	n.a.	€ 998.351	5-10% + pacchetti servizi 362-723€ o 72€/mese	18€ sulla transazione	Clubfunding on-line	
MicroVentures	USA	n.a.	n.a.	€ 14.464.700	5%	5%	Clubfunding on-line	
Mymicroinvest	Belgio	7	4	€ 2.983.954	n.a.	2%/anno + 1,85% transazione online	Equity crowdfunding	
Mynbest	Spagna	n.a.	n.a.	€ -			Equity crowdfunding	Non attiva
OurCrowd	Israele	6	41	€ 21.815.640		20-25%	Clubfunding on-line	
Pocketventure	Finlandia	0	0	€ -	10%	5%	Equity crowdfunding	
Poliwogg	USA	10	n.a.	€ -	Success fee n.d.	0%	Clubfunding on-line	
Pushfunder	USA	0	0	€ -	7,9%-8,5%	0%	Clubfunding on-line	Piattaform che permette diversi tipi di investimento tra cui equity
Returnonchange	USA	15	n.a.	€ -	n.a.	0%	Clubfunding on-line	
Rockthepost	USA	84	n.a.	€ 17.116.734	72-364€/mese	36,36€ per iscrizione	Clubfunding on-line	
Sawafund	Emirati Arabi	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (lancio a fine aprile)
Seedinvest	USA	18	n.a.	€ 83.397.555	Success fee n.d. + 0-182€/mese	0%	Clubfunding on-line	
Seedmatch	Germania	6	58	€ 11.874.000	5-10%	0%	Equity crowdfunding	
Seedquick	Spagna	5	0	€ -	5%	0%	Clubfunding off-line	La definizione del contratto è lasciata all'imprenditore e al finanziatore

L'equity crowdfunding

Seedrs	UK	16	49	€ 4.356.200	7,50%	7,5% sui profitti	Equity crowdfunding (Solo cittadini EU
Seedups	Irlanda	n.a.	n.a.	€ -	success fee n.d.	n.a.	Clubfunding on-line	
Sharein	UK	2	1	€ 72.531	1-5% + 241-1206€ service pack	0%	Equity crowdfunding	Richiesto conto bancario in UK
Shekra	Egitto	n.a.	n.a.	€ -	n.a.	n.a.	Clubfunding on-line	Gruppo chiuso, accesso su invito
Siamo soci	Italia	14	23	€ 5887400	Service pack n.d.	0%	Clubfunding off-line	
Smartangels	Francia	6	n.a.	€ -	0%	0,5-5%	Equity crowdfunding	
Sociosinversores	Spagna	100+	n.a.	€ -	diverse classi di membership 30-780€	service pack 0-50€	Equity crowdfunding	Piattaform che permette diversi tipi di investimento tra cui equity
Sprowd	Olanda	1	0	€ -	success fee n.d.	variabile	Equity crowdfunding	
StarsUp	Italia	1	0	0	Success fee n.d.	0%	Equity crowdfunding	
Sterlingfunder	USA	13	n.a.	€ -	4-6% + 622€	0%	Clubfunding on-line	
Startupaddict	USA	0	0	€ -	5%	0%	Clubfunding on-line	Non attiva
Startupvalley	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (in attesa TITLE III)
Symbid	Olanda	2	20	€ 3.250.898	250 €	3%	Equity crowdfunding	
Syndacateroom	UK	5	n.a.	€ 2.500.000	5%	0%	Equity crowdfunding	
The crowd angel	Spagna	0	6	€ 1.442.000	success fee n.d.	2,5% + 7,5% sulla plusvalenza	Equity crowdfunding	Solo cittadini Spagna, attività sospesa
Trucrowd	USA	0	0	€ -	n.a.	n.a.	Equity crowdfunding	Non attiva (in attesa TITLE III)
UnicaSeed	Italia	1	0	0	5%	10€ sulla transazione	Equity crowdfunding	
UnitedEquity	Germania	0	1	€ -	8-10% + service pack 199-599€	0%	Equity crowdfunding	
VentureBonsai	Finlandia	0		€ -	5%	0%	Equity crowdfunding	
WeSparkt	USA	n.a.	n.a.	€ -	0%	10% + 20% sui profitti	Clubfunding on-line	
Wiseed	Francia	5	35	€ 7.324.370	5%-10% + 5000€	0%	Equity crowdfunding	

Analisi della letteratura

3

In questo capitolo vengono presentati i temi riferiti al crowdfunding ricorrenti nella letteratura. Nella prima parte vengono presentati i filoni riguardanti il crowdfunding in generale, mentre nella seconda quelli riguardanti l'equity crowdfunding nello specifico.

3. Analisi della letteratura

Il crowdfunding è un fenomeno nato recentemente ed è un tema di grande attualità che ha suscitato l'interesse di molti studiosi e ricercatori in ambito economico, sociale, tecnologico e legislativo.

Il fenomeno si è esteso ormai a livello globale e in tutti questi anni sono stati realizzati numerosi studi, raccogliendo le informazioni nelle diverse regioni del mondo, in merito alle dinamiche che caratterizzano il finanziamento dalla folla. In particolare si è cercato di comprendere quali fattori hanno un impatto determinante sul successo di una campagna di raccolta fondi on-line e quali siano le motivazioni che spingono le persone, imprenditori e investitori, a partecipare al crowdfunding.

In questo capitolo si cerca di dare in prima battuta una visione d'insieme del fenomeno del crowdfunding, fornendo una raccolta dei principali argomenti trattati nella letteratura e in seguito saranno approfondite le tematiche inerenti il modello equity-based, che è l'oggetto di questa tesi.

3.1 Crowdfunding

3.1.1 Schema di funzionamento e dinamiche di successo

Lehner (2013) ha proposto uno schema di funzionamento del crowdfunding nel contesto di imprenditorialità sociale che lo caratterizza. Questo schema descrive quali attori sono coinvolti e quali fattori intervengono nell'incontro tra domanda e offerta di finanziamenti nel crowdfunding. In particolare le imprese rappresentano i prenditori di fondi mentre la folla nel suo insieme si identifica come datore di fondi.

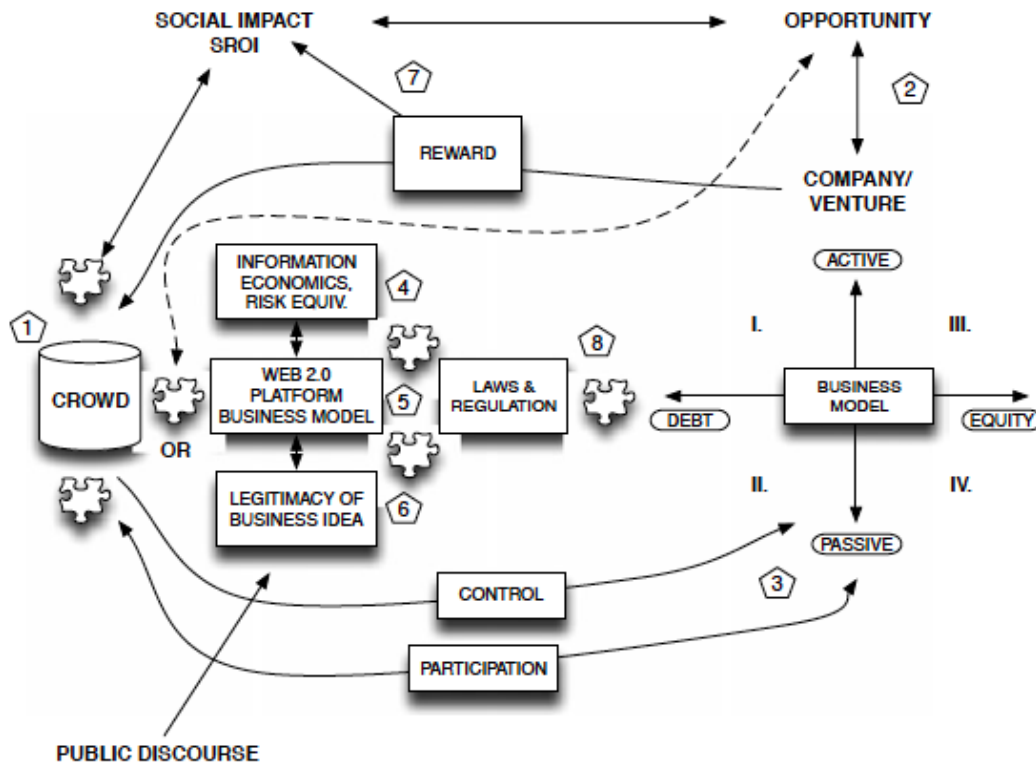


Figura 3.1.1: Schema di funzionamento finanziamento tramite crowdfunding.

L'elemento essenziale in questo contesto è il riconoscimento dell'opportunità da parte non solo degli imprenditori ma anche dei crowdfunders. Ciò avviene attraverso i canali di comunicazione offerti dal web 2.0 e i contenuti veicolati dagli utenti sulle piattaforme di crowdfunding. L'incontro tra la folla e le imprese si verifica quando i membri (crowdfunders) decidono di cogliere questa opportunità sulla base della legittimità da loro percepita in merito all'idea imprenditoriale. A differenza di quanto avviene per le tradizionali fonti di finanziamento dove l'imprenditore deve convincere un gruppo ristretto di investitori, tipicamente attraverso un business plan e delle previsioni, nel crowdfunding i creators devono saper comunicare l'opportunità ad una grande massa eterogenea di persone, adottando quindi diverse strategie e i molteplici strumenti di comunicazione offerti dal web 2.0 e dalle piattaforme.

L'incontro tra domanda e offerta avviene secondo le modalità identificate dai quattro quadranti, che si differenziano in base alla tipologia di partecipazione degli investitori (attiva o passiva) e alla tipologia di finanziamento (capitale di

rischio o capitale di debito). Le piattaforme fungono da intermediari, ciascuna con la propria strategia di comunicazione e il proprio modello di business; le reti sociali che si creano all'interno della folla fanno leva proprio su queste. Gli aspetti legati all'economia dell'informazione (asimmetrie informative) e il rischio equivalente per il singolo individuo costituiscono il cosiddetto blocco motivazionale. L'esito del progetto è moderato dalle ricompense (reward), dai livelli di controllo e partecipazione offerti e dipende molto anche dalle caratteristiche d'intermediazione della piattaforma. Le leggi e i regolamenti a loro volta formano un ulteriore blocco che funge da mediatore tra la folla, la piattaforma di crowdfunding e il desiderio di partecipazione al progetto imprenditoriale.

Dallo schema di funzionamento appena descritto, emerge come i fattori che impattano sul fenomeno del crowdfunding sono molteplici per cui appare evidente che le dinamiche che portano al successo di una campagna di raccolta fondi non possono essere univoche. Di fatto esistono diverse strategie e diversi approcci alla creazione di una campagna di successo, così come dimostrano i numerosi studi econometrici effettuati in questi ultimi anni.

Partendo da un'analisi qualitativa possiamo elencare una serie di componenti per il successo citate nel report pubblicato da Crowdfuture (2013). Gli autori sostengono che il primo passo da seguire è quello di pianificare gli obiettivi, il target e le tempistiche della raccolta in maniera tale da gestire al meglio le proprie risorse e comunicare efficacemente con il team che ha il compito di portare avanti il progetto.

Il secondo passo è la scelta della piattaforma più adatta sulla quale pubblicare il progetto; ogni piattaforma, infatti, ha la sua value proposition e, come detto precedentemente, le sua strategia di comunicazione. E' importante quindi che il proponente definisca la piattaforma coerentemente con le caratteristiche del progetto ed in particolare con le sue finalità e il target di investitori a cui si rivolge.

Lo step successivo consiste nella scelta delle ricompense da offrire ai finanziatori. Al fine di poter cogliere l'attenzione della più vasta gamma di potenziali investitori e riuscire a sfruttare la cosiddetta "long tail" è importante offrire diverse tipologie di ricompensa, sia tangibili che intangibili.

Se da un lato le piattaforme offrono una buona visibilità al progetto, dall'altro gli strumenti per strutturare graficamente il pitch sono spesso standardizzati; per cui un ulteriore passo decisivo consiste nel saper scegliere la giusta strategia di comunicazione e di rappresentazione del pitch. La metodologia consigliata nel report di Crowdfuture è quella proposta da Chip e Dan Heath che si fonda su sei linee guida da implementare al fine di presentare il progetto in maniera efficace:

- simple, è importante individuare il cuore dell'idea;
- unexpected, suscitare stupore;
- concrete, fornire chiarezza e concretezza al progetto;
- credible, dare credibilità all'idea;
- emotional, scaturire emotività nelle persone;
- stories, narrare una storia.

I contenuti multimediali come video, immagini, slides e podcast danno un valore aggiunto e sono un metodo di comunicazione coinvolgente. L'importanza di fornire materiale aggiuntivo è dovuta al fatto che ci si rivolge sempre ad un pubblico estremamente vario e quindi bisogna soddisfare le esigenze di coloro che vorranno saperne di più sul progetto.

La rete sociale del proponente è l'elemento essenziale per la diffusione della campagna ed è la base da cui partire al fine di innescare l'effetto viralità tra la folla. Per sfruttare a pieno questo meccanismo è importante scegliere su quali canali veicolare il progetto, come ad esempio sui social network quali facebook, linkedin, twitter, youtube e così via. Anche in questo caso la scelta deve essere coerente con il target di riferimento.

Al fine di generare entusiasmo è necessario inoltre pubblicare frequentemente gli aggiornamenti sullo stato di avanzamento della raccolta, fare commenti per rendere vive le conversazioni e ringraziare tutti quelli che in un modo o nell'altro entrano in contatto con il progetto.

Infine bisogna prefiggersi degli obiettivi di monitoraggio e utilizzare tutti gli strumenti messi a disposizione dalla piattaforma e da altre applicazioni internet, in maniera tale da avere più informazioni possibili sull'andamento della campagna (es. numero di visitatori ecc.) ed eventualmente intraprendere azioni correttive qualora le cose non dovessero andar bene.

Entrando nel merito della letteratura, possiamo dire che il tema delle dinamiche di successo di una campagna di crowdfunding è stato ampiamente trattato negli ultimi anni.

Lambert e Shwienbacher (2012) hanno analizzato queste dinamiche di successo in base alle caratteristiche del progetto (donazione, investimento attivo, investimento passivo) e alla tipologia di proponente (impresa, specifico del progetto, organizzazione no-profit, individuo).

Lo studio mostra come le associazioni non a scopo di lucro hanno una maggiore probabilità di raggiungere il target di capitale richiesto rispetto alle altre tipologie di proponenti. Un elemento interessante è che le iniziative imprenditoriali, il cui business si basa sulla vendita di un prodotto, raccolgono maggiori quantità di capitale rispetto a quelle basate sulla vendita di un servizio. Questo risultato può essere interpretato alla luce del fatto che la folla potrebbe essere più incentivata a fornire finanziamenti quando si aspetta dal progetto un output di tipo tangibile.

Da uno studio effettuato dall'osservatorio del Politecnico di Milano, emerge come alcuni fattori sono maggiormente incisivi rispetto ad altri nel determinare il successo di una campagna di crowdfunding. Questi fattori, definiti appunto "ingredienti per il successo" sono (i) la struttura delle ricompense (una maggiore qualità e un maggior numero di ricompense

aumentano le probabilità di successo della campagna), (ii) la qualità delle informazioni e (iii) il capitale sociale dei promotori dentro e fuori la piattaforma (un maggior numero di contatti facebook, linkedin e twitter aumentano le probabilità di successo della campagna).

Anche Mollik (2013) ha condotto uno studio sulle determinanti associate al successo e al fallimento di una campagna, raccogliendo dati sull'universo di progetti pubblicati su Kickstarter tra il 2009 (a partire dalla nascita della piattaforma) e il 2011. I risultati evidenziano in primo luogo la rilevanza dei cosiddetti "segnali di qualità" nel determinare il successo di una campagna (es. contenuti multimediali del pitch e correttezza delle informazioni veicolate); ciò suggerisce che vi sia da parte dei crowdfunders una sorta di esamina del progetto e dunque un processo decisionale basato proprio sulla valutazione di questi segnali. In secondo luogo viene ribadita l'importanza della rete sociale per la promozione del progetto e della pianificazione degli obiettivi da parte dei proponenti per rispondere al meglio alle aspettative dei finanziatori, in particolare quando l'output del progetto è di tipo tangibile.

Giudici et al. (2013) analizzando l'andamento dei progetti pubblicati su ventiquattro piattaforme italiane tra Ottobre 2012 e Giugno 2013 hanno mostrato come il "social capital" del proponente (calcolato come il numero di contatti del proponente sui social network) è significativamente correlato con le probabilità di successo della raccolta fondi.

Ward e Ramachandran (2011) con la loro analisi sui progetti musicali pubblicati tra il 2006 e il 2010 sulla piattaforma olandese Sellaband, mostrano come i crowdfunders sono influenzati dal successo o fallimento della raccolta e utilizzano le azioni intraprese dagli altri investitori come fonte di informazione nelle proprie decisioni di investimento (*peer effects*). L'analisi rileva anche come gli investitori sono maggiormente influenzati da informazioni aggregate e concentrate in spazi dedicati, quali elenchi di popolarità e blog, rispetto a fonti di informazioni più granulari e commenti provenienti da altri investitori. Ciò si traduce nel fatto che se i proponenti non

riescono a mantenere viva l'attenzione sul progetto una volta raggiunta l'inerzia in termini di visibilità sia sulla piattaforma sia al di fuori (es. link, collegamenti ai social network ecc.), può accadere che si riduca il numero di finanziatori e, di conseguenza, che si verifichi il fallimento della raccolta.

Il comportamento dei crowdfunders nelle decisioni di investimento è stato oggetto di studio da parte di numerosi ricercatori. Kuppuswamy e Bayus (2013) nella loro analisi condotta su un campione di progetti pubblicati tra il 2009 e il 2012 sulla piattaforma americana Kickstarter hanno osservato le dinamiche dei sostenitori lungo tutto il ciclo di finanziamento del progetto. I risultati mostrano come il sostegno dei crowdfunders lungo questo percorso non è uniforme, in particolare si rileva come la propensione ad investire è maggiore nella prima settimana e nell'ultima rispetto al periodo centrale. La conseguenza di questo fenomeno è che l'ammontare di capitale raccolto segue un andamento a U.

All'avvio del progetto si raggiunge un picco grazie all'investimento da parte delle persone più vicine all'imprenditore, quali amici, parenti e seguaci (follower) dei social network. Dopo la prima settimana si registra una riduzione del livello di attività con un costante calo degli investimenti, dovuto al minore sforzo profuso dall'imprenditore nel mantenere l'attenzione sul progetto da parte dei potenziali investitori (ad es. minori aggiornamenti sullo status del progetto ecc.). Nel periodo centrale i crowdfunders non investono in quanto ritengono che il maggiore impatto in termini di capitale raccolto si verifichi nelle fasi conclusive della campagna. Qualora venga raggiunta una certa soglia di capitale raccolto, in prossimità della scadenza si ha un'impennata degli investimenti e il progetto ha maggiori possibilità di raggiungere il target di finanziamento prefissato.

Secondo gli autori, questo fenomeno mostra come l'influenza sociale delle decisioni di investimento altrui hanno un impatto rilevante sul comportamento degli investitori, dal momento che il livello di sostegno finanziario e le tempistiche sono visibili pubblicamente sulla maggior parte delle piattaforme.

La letteratura sul “comportamento del gregge” (*rational herding*) afferma che gli individui per ridurre il proprio rischio di fronte all’incertezza, in tal caso associato a una nuova idea imprenditoriale, interpretano il numero di persone che hanno investito come un segnale di qualità del progetto. Gli autori sostengono che l’effetto gregge valga anche nel caso del crowdfunding ma la sostanziale differenza sta nel fatto che i crowdfunders non interpretano le decisioni di investimento altrui come segnale di qualità. La propensione ad investire di questi ultimi infatti, subisce un incremento nelle fasi conclusive del progetto poichè i sostenitori si aspettano che il loro contributo avrà un maggiore impatto quando il progetto è più vicino al suo target di raccolta e di conseguenza ha una più alta probabilità di successo.

Uno degli aspetti rivoluzionari del crowdfunding riguarda l’abbattimento delle barriere geografiche. Agrawal et al. (2011) sostengono che la caratteristica più sorprendente del crowdfunding sia proprio l’ampia dispersione geografica degli investitori. Questo fenomeno è in contrasto con le teorie esistenti riguardanti le forme più tradizionali di finanziamento (Business Angel, Venture Capital) secondo le quali gli imprenditori e i finanziatori saranno ubicati nello stesso luogo a causa di un incremento dei costi proporzionale alla distanza. Dallo studio condotto sugli investimenti fatti attraverso la piattaforma Sellaband tra il 2006 e il 2009 emergono tre risultati interessanti:

- la propensione all’investimento aumenta all’aumentare dei fondi raccolti;
- gli investitori locali e quelli “a distanza” sono caratterizzati da comportamenti nelle decisioni d’investimento differenti. In particolare viene mostrato come per gli investitori “a distanza” la propensione all’investimento aumenta con l’accumulo dei capitali raccolti mentre per gli investitori locali ciò non accade. Questo risultato, come detto in precedenza, è in contrasto con la letteratura esistente che sottolinea invece l’importanza della prossimità geografica nel finanziamento di un’iniziativa imprenditoriale;

- non esistono ulteriori differenze tra investitori locali e “a distanza” se non nella dimensione della rete di contatti sociali che, naturalmente, è di gran lunga superiore a livello locale. Per dimostrare ciò gli autori hanno rilevato la percentuale di investimenti effettuati da parte di amici e parenti e sottolineano l'importanza proprio di questi ultimi nel fornire un segnale ai potenziali investitori dell'impegno profuso dall'imprenditore. Questi segnali inoltre possono essere utilizzati dall'imprenditore stesso per aumentare la probabilità di successo della raccolta attraverso l'accesso alle fonti di capitale “a distanza” o comunque diverse da amici e parenti.

3.2 Equity crowdfunding

Richard Harrison (2013) ha analizzato il contesto economico nel quale l'equity crowdfunding si sta sviluppando. Nel suo lavoro spiega come il mercato per il reperimento dei capitali per le imprese nell'early stage è molto cambiato negli ultimi anni. A seguito della crisi finanziaria del 2008, infatti, c'è stato un forte calo della disponibilità di prestiti bancari per le piccole medie imprese e una riduzione della liquidità riguardante gli altri canali di finanziamento tradizionali.

Prima del 2008 il finanziamento nelle fasi ad alto rischio delle start-up avveniva principalmente attraverso il così detto “love money” che si basava sulle 5F: founders, family, friends, fans e fools e attraverso sovvenzioni statali. In alcuni casi, in particolare per le imprese “sociali”, parte del finanziamento poteva essere corrisposto da fonti filantropiche e altruistiche, da individui definiti come idealisti e “follower” degli obiettivi del progetto. Anche queste fonti rientrano nella definizione di “love money” rilasciata da Hermer et al. (2011).

Per una start-up quando dalla fase iniziale ci si spostava nella fase di commercializzazione del prodotto diventavano disponibili al finanziamento le fonti di capitale più tradizionali, inizialmente i Business Angels e

successivamente i Venture Capitalist e altri investitori di tipo “private”. Questo modello a “scala mobile” di finanziamenti descrive come l’impresa può trovare diverse fonti di capitale nelle diverse fasi di sviluppo del business, e porta la start-up a confrontarsi con investitori con diversi appetiti per il rischio; dagli appartenenti al “love money” caratterizzati da alti livelli di rischio a investitori istituzionali e privati con appetiti al rischio più bassi.

Dopo il 2008 la situazione è cambiata notevolmente: i fondi a disposizione delle 5F si sono ridotti considerevolmente, la riduzione dei bilanci familiari e il crollo del valore delle case ha limitato la possibilità di avere asset a garanzia di prestiti personali, la necessità di politiche di austerità ha costretto i governi a limitare le sovvenzioni statali e si sono ridotti anche gli investimenti di VC e PE, poiché preferiscono eseguire finanziamenti follow-on in aziende già in portafoglio piuttosto che rischiare con delle nuove start-up (Mason et al. 2013); solamente i Business Angels continuano a essere un’importante fonte di capitale.

Questo cambiamento nella disponibilità di finanziamenti per le star-up, tuttavia, è stato accompagnato dallo sviluppo dell’equity crowdfunding, uno strumento che permette di utilizzare internet per democratizzare la raccolta fondi sia dal lato imprese (teoricamente chiunque dispone di un’idea e di un accesso a internet può raccogliere fondi da un numero elevato di persone) che dal lato investitori, i quali possono impiegare fondi per nuovi progetti su una propria scala di preferenze.

I numeri del mercato dell’equity crowdfunding e le stime fatte da esperti dimostrano come questo canale di finanziamento ha notevoli potenzialità e potrebbe divenire una forza trainante per lo sviluppo delle start-up (secondo le stime di Massolution per il 2013 il mercato dell’equity crowdfunding avrebbe dovuto garantire finanziamenti per 5 miliardi di dollari a livello globale).

In quest’ottica l’equity crowdfunding rappresenta la disintermediazione del mercato finanziario, uno strumento che permette un contatto diretto tra

imprenditori e finanziatori. Questo canale di finanziamento è però ancora in evoluzione, le diverse caratteristiche degli strumenti scambiati (strumenti finanziari a tutti gli effetti) rispetto alle altre forme di crowdfunding richiedono che la gestione dei finanziamenti rispetti le norme che regolano i mercati finanziari, ragion per cui i modelli che hanno portato al successo le altre forme di crowdfunding non possono essere applicate in modo diretto all'equity crowdfunding. Per questi motivi Harrison afferma che lo scenario in cui l'equity crowdfunding si sta sviluppando non consente di stabilire con certezza quale sarà il futuro di questa nuova forma di finanziamento, se si configurerà come una trasformazione del mercato dei finanziamenti per le start-up o viceversa come uno strumento minore.

3.2.1 Le decisioni nel contesto dei progetti imprenditoriali

Schwienbacher & Larralde (2010) hanno identificato alcuni fattori che influenzano l'utilizzo del crowdfunding come modello di raccolta fondi per le piccole imprese. Gli autori sostengono che il ricorso a questa forma di finanziamento è possibile se sussistono determinati bisogni da parte del proponente e determinate caratteristiche dell'impresa o del progetto oggetto del finanziamento.

Tra queste la necessità, da parte dell'impresa o del proponente, di raccogliere un ammontare ragionevolmente basso di capitale, il che dà luogo a un numero contenuto di investitori. Questo perché ci sono alcuni aspetti limitanti sia dal punto di vista legale (tipologie di forme partecipative) sia dal punto di vista della gestione di un numero elevato di azionisti che, in alcuni casi, può rivelarsi molto onerosa. Tuttavia ci sono alcune piattaforme che offrono strumenti utili per aggirare questi problemi, come ad esempio l'introduzione di nomine strutture e rappresentanti eletti dalla folla (si veda il paragrafo 2.6).

Il secondo requisito è che l'idea imprenditoriale o il progetto deve basarsi su un qualcosa di innovativo in grado di catturare l'interesse da parte delle persone e incentivarle ad investire. Questo aspetto è di cruciale importanza poiché spesso i crowdfunders sono propensi a partecipare in maniera attiva ai processi decisionali per cui il requisito minimo deve essere l'interesse verso lo specifico prodotto o servizio.

Il crowdfunding inoltre rappresenta uno strumento valido per il proponente quando egli ha la necessità di estendere il proprio set di competenze o perlomeno accogliere pareri e opinioni altrui. Gli autori evidenziano inoltre l'importanza del knowledge-sharing, che deve essere facilitato dalla piattaforma grazie al web 2.0, nel soddisfare il desiderio di partecipazione e comunicazione che caratterizza i crowdfunders.

Infine, qualora l'intero processo, che va dalla comunicazione del progetto alla gestione degli azionisti, avviene in maniera interattiva attraverso il web 2.0, potrebbe rivelarsi utile da parte del proponente capire come funzionano i meccanismi di controllo proprio attraverso questo canale.

Gerrit K.C. Ahlers et al. (2012) hanno condotto un'analisi empirica al fine di determinare quale tipologia di segnali sono utilizzati dalle start-up per indurre gli individui ad investire le proprie risorse finanziarie attraverso l'equity crowdfunding.

Lo studio è basato su un campione di dati raccolti su 104 progetti pubblicati sulla piattaforma australiana Assob tra il 2006 e il 2011. In particolare sono state prese in considerazione:

- le informazioni di base per i potenziali investitori, che comprende una panoramica sui dettagli dell'impresa e del board;
- le informazioni sul processo di finanziamento dell'impresa, incluse le prospettive sulla exit (IPO, trade sale, LBO, riacquisto e altre modalità), l'orizzonte temporale pianificato e l'obiettivo della raccolta;

- le informazioni riguardanti la composizione del management (numero totale, numero esecutivi e non esecutivi ecc.) e le loro qualifiche (quanti possiedono un MBA ecc.) ;
- presenza o meno di proiezioni economico-finanziarie (utilizzate come indicatori del di rischio associato all'investimento)
- storico degli investimenti;
- numero di round e relativa durata.

I risultati dell'analisi mostrano l'importanza solo di alcuni segnali nel determinare il successo della raccolta. Questi sono legati principalmente alla presenza di informazioni sulla exit, sul livello di rischiosità (percentuale del capitale offerto e previsioni finanziarie), sull'esperienza del board e il livello di istruzione dei rispettivi membri. Al contrario non risultano avere un impatto significativo le certificazioni esterne quali brevetti, premi, riconoscimenti, borse di studio o contributi pubblici.

Entrando più nel dettaglio dell'analisi viene evidenziato come le start-up che dichiarano una strategia di exit tramite IPO attraggono maggiori investitori rispetto alle start-up che prevedono una exit tramite trade sale. Entrambe tuttavia sono in grado di attrarre maggiori investitori se confrontate con le altre modalità di exit. Un dato interessante è che né il numero di investitori catturati né l'ammontare raccolto sono correlati alla dimensione del progetto.

Per quanto riguarda le caratteristiche del board, il dato statisticamente significativo è che una maggiore percentuale di membri con un MBA aumenta il numero di investitori. Allo stesso modo una maggiore numerosità del board ha un impatto positivo e statisticamente significativo sul successo del finanziamento sia in termini di numero di investitori che di capitale raccolto. Un ulteriore dato interessante è la correlazione negativa tra la percentuale del capitale offerto alla folla e il numero di investitori. In particolare maggiore è la percentuale offerta e minore è il numero di investitori. Tale risultato è in linea con Downes e Henkel (1982), che forniscono una prova empirica che la percentuale detenuta dall'imprenditore

è un segnale efficace della qualità dell'investimento nel caso di un IPO. Infine la presenza di previsioni finanziarie è correlata positivamente con l'incremento del capitale raccolto. I risultati confermano come questo segnale può avere un impatto rilevante nelle decisioni di investimento in presenza di asimmetrie informative.

3.2.2 Lo sviluppo delle normative tra deregolamentazione e tutela dell'investitore

Un importante filone della letteratura sull'equity crowdfunding riguarda lo studio delle esigenze regolamentative e delle normative implementate a livello internazionale.

Cumming e Johan, (2013) hanno studiato lo sviluppo della regolamentazione in Canada dal punto di vista degli attori coinvolti nel mercato. Lo studio è stato condotto attraverso interviste svolte ad inizio 2013 quando non era ancora stata emanato un vero e proprio regolamento. Lo scopo degli autori era di verificare la veridicità di tre ipotesi:

- 1- portali, imprenditori e investitori richiedono una regolamentazione blanda al fine di massimizzare la raccolta di capitali;
- 2- portali, imprenditori e investitori sono sostanzialmente neutrali al grado di regolamentazione del mercato; in tal caso l'obiettivo è la minimizzazione del costo di regolamentazione (attraverso una replicazione di normative già vigenti in altri paesi);
- 3- portali, imprenditori e investitori richiedono una regolamentazione molto stringente al fine di minimizzare i rischi.

Dallo studio è emerso il desiderio da parte delle imprese di un basso livello di regolamentazione in modo da incentivare gli investimenti; uno dei principali vincoli alla quotazione di un'azienda sono gli elevati costi che essa deve sostenere (costi legali, contabili, pubblicazione dei prospetti informativi, ecc.), senza considerare i limiti che possono essere imposti sul numero massimo di investitori e sull'ammontare del capitale raccolto. Questi elementi portano a far lievitare i costi al di sopra dei benefici ottenuti al punto tale da non

rendere più conveniente la ricerca di fondi sul mercato. L'equity crowdfunding può ridurre questi costi a patto che vengano legiferate alcune esenzioni ai numerosissimi vincoli cui sono sottoposte le imprese (si pensi ad esempio al numero di investitori cui è rivolta l'offerta tramite crowdfunding che supera di gran lunga il limite massimo consentito) senza però eccedere nella deregolamentazione.

Dalle 144 interviste effettuate, come era facile aspettarsi, è emerso come le imprese vogliano dei minori vincoli sulle quantità di capitali che possono raccogliere ogni anno, i portali meno obblighi informativi e meno vincoli sul tempo della raccolta, mentre gli investitori ricercano mercati fortemente regolamentati soprattutto quando i motivi alla base degli investimenti sono di carattere finanziario. Per questo gli investitori cercano mercati dove l'importo che può essere raccolto dagli imprenditori sia limitato, il livello di istruzione di questi sia elevato e dove venga garantito che l'offerta presentata sia sottoposta a due diligence. Confrontando questi risultati con le tre ipotesi fatte, gli autori sostengono che la situazione più auspicata dalla maggior parte dei soggetti coinvolti sia orientata al raggiungimento di un ambiente fortemente regolamentato che da una parte tuteli gli investitori e dall'altra crei i presupposti per la formazione di un mercato che attiri le iniziative imprenditoriali di qualità e, di conseguenza, un maggior numero di finanziatori.

Alla luce di quanto emerso gli autori hanno concluso come sotto la prima ipotesi si arriverebbe in breve tempo ad una situazione in cui le numerose frodi a cui sarebbero esposti gli investitori porterebbero al fallimento del mercato. I dati raccolti sono invece coerenti con uno scenario in cui l'intervento del legislatore renda l'investimento sicuro in modo da attrarre più investitori, e quindi anche più imprenditori che possono raccogliere fondi in maniera efficiente e, di conseguenza, tale da garantire il successo dell'equity crowdfunding. Gli autori, infine, sottolineano come uno studio delle regolamentazioni che stanno nascendo negli altri paesi porterebbe a definire un quadro normativo più adatto al mercato canadese.

Griffin (2012) ha condotto uno studio approfondito sullo scenario americano in cui è stato prodotto il quadro normativo di riferimento dell'equity crowdfunding. Lo studio è suddiviso in tre parti principali: (i) l'analisi del quadro normativo esistente prima del JOBS act, (ii) le critiche alla decisione di implementare le esenzioni di registrazione per gli strumenti offerti tramite equity crowdfunding e (iii) l'analisi delle principali affermazioni dei sostenitori del regolamento che sta per essere approvato. Griffin sostiene che le potenziali conseguenze derivanti dal JOBS act potranno essere catastrofiche per l'economia americana.

Quadro normativo americano pre JOBS act

Il Securities act del 1933 rendeva illegale offrire titoli senza che l'emittente rispettasse i requisiti definiti nella legge. Questi requisiti risultavano essere troppo onerosi per le piccole medie imprese che volevano ottenere finanziamenti tramite il crowdfunding.

La Securities act del 1933 (legge '33) regola in primo luogo il processo che permette alle aziende di offrire strumenti finanziari al pubblico. Fatte salve talune deroghe, la legge '33 rende illegale per qualsiasi persona offrire, vendere o acquistare qualsiasi titolo, a meno che una dichiarazione di registrazione non sia stata depositata presso gli organi di vigilanza.

Questa legge è stata la prima regolamentazione riguardante i titoli mobiliari a livello federale negli USA ed è stata approvata in reazione al crollo di Wall Street del 1929 causato da un elevato numero di titoli fraudolenti che venivano scambiati sul mercato. Lo scopo del regolamento, quindi, era quello di non consentire di trattare strumenti fraudolenti e per questo è considerata la prima vera regolamentazione a tutela dei consumatori.

Il titolo del Securities act più importante per il funzionamento dei mercati finanziari è la sezione 5 (c) che rende illegale la vendita o l'acquisto di titoli a meno che non fossero registrati presso la SEC o che ricadessero in una delle esenzioni presentate.

Sotto questa legge, quindi, le aziende che vogliono ottenere capitale attraverso l'equity crowdfunding potrebbero scegliere due strade: (i) registrare i loro titoli presso la Sec o (ii) emettere titoli al di sotto di una delle esenzioni applicabili. Entrambe le opzioni, però, non sono attuabili dalla maggior parte delle piccole imprese che intendono finanziarsi tramite crowdfunding. Il motivo principale è che i costi associati sono proibitivi per una start-up (la spesa può facilmente superare i \$100.000).

Le esenzioni di registrazione definite nel regolamento più facilmente applicabili all'equity crowdfunding sono quelle descritte nella sezione 4(2) della legge '33 e le regole 504, 505 e 506 del regolamento D.

- L'esenzione al private placement descritte nella sezione 4(2) consente di non registrare l'offerta se l'emittente non si riferisce al pubblico indistinto. La distinzione fondamentale è se l'offerta è considerata o meno pubblica. La definizione di offerta pubblica però non è chiara, alcune persone interpretano la legge riferendosi al numero di persone a cui l'offerta si rivolge, ma la corte suprema nel caso *Sec vs Ralston Purina Co.* ha dato una diversa interpretazione di offerta pubblica: un'offerta può non essere considerata pubblica se la classe di investitori a cui si rivolge non necessita di protezione. Quindi un'offerta può non essere registrata se rivolta solamente a investitori sofisticati. Questa esenzione evidentemente non può essere applicata a chi vuole utilizzare l'equity crowdfunding (come definito nella classificazione proposta nel capitolo 2).
- Il regolamento D è stato emanato dalla SEC e definisce altre offerte che possono essere esentate dalla registrazione. Queste esenzioni riguardano principalmente le piccole offerte e i piccoli emittenti. Esse sono definite nelle regole 504, 505 e 506. Ci sono alcuni aspetti che accomunano le tre leggi: (i) gli strumenti offerti sotto queste deroghe non possono essere rivenduti in assenza di una registrazione, (ii) gli emittenti che raccolgono capitale attraverso una delle deroghe non possono attuare qualsiasi forma di sollecitazione generale. In

definitiva, non permettendo la sollecitazione generale del pubblico, queste esenzioni non lasciano spazio allo sviluppo dell'equity crowdfunding.

Alla luce della normativa vigente prima del JOBS act, quindi, la raccolta di capitale tramite equity crowdfunding non era realizzabile da alcun imprenditore negli Stati Uniti.

Perchè non si dovrebbero concedere esenzioni per l'equity crowdfunding

In questa sezione Griffin presenta una serie di motivazioni per le quali i legislatori americani non dovrebbero approvare le esenzioni previste dal JOBS act. Il 14 Settembre 2011 è stato presentato un disegno di legge per la modifica delle regolamentazioni vigenti al fine di introdurre delle deroghe alla registrazione dei titoli offerti tramite equity crowdfunding.

Griffin sostiene come queste deroghe siano sbagliate non solo dal punto di vista teorico alla luce del Securities act del 1933, ma anche dal punto di vista pratico.

Prima di concedere le deroghe introdotte con il JOBS act, le autorità avrebbero dovuto soffermarsi di più nello studiare a fondo il funzionamento di internet, che lo stesso Griffin definisce "il moderno selvaggio West". Queste deroghe potrebbero aprire la porta a comportamenti fraudolenti e lasciare gli investitori senza protezione minando alla base lo scopo del Securities act del 1933. Le conseguenze secondo Griffin potrebbero essere:

- Frodi di massa; a sostegno di questo punto di vista si possono riprendere le parole dell'assistente direttore della Cyber Division dell'FBI Gordon Neve che nel suo intervento al senato ha evidenziato come l'impatto potenziale dei rischi di frode on-line sull'economia americana sono difficilmente quantificabili.
- Una lezione storica: *"a volte la storia può fornire le migliori lezioni per affrontare i problemi attuali, ma questa amministrazione sembra non tener conto delle frodi effettuate su internet nella metà degli anni 90"*.

Nel 1992 la SEC ha cercato di agevolare la raccolta fondi per le piccole imprese riducendone gli oneri di conformità. Uno dei principali cambiamenti introdotti dalla SEC era che gli emittenti potevano effettuare una sollecitazione generale offrendo i loro titoli, ma ciò ha portato ad un numero elevato di frodi on-line. Una delle principali conseguenze fu l'applicazione dello schema "pump and dump" grazie al quale gli investitori più esperti riuscivano ad influenzare facilmente il prezzo di titoli a bassa capitalizzazione causando grandi perdite per i piccoli investitori. In risposta alle frodi emerse la SEC ha attuato una revisione dell'articolo 504 nel 1998 aumentando le restrizioni per accedere alle esenzioni introdotte nel 1992. La SEC, quindi, sembrava aver preso atto che il costo legato alle frodi aveva superato il vantaggio derivante dalle facilitazioni per l'accesso al capitale per le piccole imprese. Griffin sottolinea come la classe politica di oggi dovrebbe tener conto che le esenzioni introdotte con il JOBS act porteranno con ogni probabilità al ripetersi delle truffe già viste a metà degli anni '90.

- Protezione per gli investitori inadeguata; i sostenitori dell'equity crowdfunding hanno spinto per l'introduzione delle esenzioni necessarie allo sviluppo del mercato considerando che la natura del crowdfunding rende il rispetto delle norme economicamente fattibile. Il rischio concreto è che esentando il crowdfunding dagli obblighi federali e statali di registrazione vengano meno tutte le norme a tutela degli investitori. L'esonero dagli obblighi introdotti dalla legge '33 eliminerebbe la forma di protezione più forte che si manifesta in due modi: (i) attraverso gli obblighi di registrazione e (ii) attraverso le leggi anti frode. Griffin sostiene che l'unica protezione per gli investitori saranno le nuove norme antifrode introdotte con il JOBS act che, tuttavia, non possono bastare per una serie di motivi:
 - applicazione post facto: possono essere applicate solamente dopo che la frode è avvenuta;

- mancanza di risorse per l'applicazione delle disposizioni anti frode: l'evasività degli operatori on-line rende il compito della SEC molto difficile e con ogni probabilità impossibile con le risorse a disposizione;
- inefficienza economica: anche se gli strumenti a disposizione della SEC sono aumentati le azioni da intraprendere per risalire ai responsabili della frode sarebbero comunque inefficienti dal punto di vista economico.
- Compromissione dello scopo del Securities act e danneggiamento dei soggetti che necessitano di maggiore tutela: introdurre delle esenzioni per il crowdfunding significa applicare questa nuova forma di finanziamento al di fuori della legge di tutela degli investitori per eccellenza. Oltre alle disposizioni anti frode l'ulteriore meccanismo di tutela è che si limiterà l'importo massimo degli investimenti per gli investitori non accreditati. Le limitazioni introdotte dalla SEC non permettono però di limitare gli investimenti a somme di piccolo entità (per gli investitori retail delle classi a minor reddito 10.000 dollari o il 10% del reddito stesso). L'equity crowdfunding si basa proprio sull'apporto di capital da parte della folla, costituita per la maggior parte da queste persone. Ciò comporta che i truffatori possono colpire più facilmente la classe meno preparata e più debole della società.

Sostenitori dell'equity crowdfunding

Nonostante i rischi connessi alle esenzioni previste dal JOBS act c'è un forte movimento a sostegno di questa legge. Griffin definisce i sostenitori del crowdfunding come "ottimisti perenni" che vedono questa forma di finanziamento come una rivoluzione del settore finanziario. I sostenitori difendono le esenzioni con quattro argomentazioni principali: (i) i benefici per le piccole imprese saranno superiori ai costi di frode, (ii) la community on-line sarà in grado di scovare gli attori fraudolenti, (iii) i tetti di investimento sono un adeguato strumento a tutela degli investitori e (iv) le piattaforme di crowdfunding sono incentivate a prevenire i rischi di frode.

- Benefici e frodi: la tesi dei sostenitori è che l' aumento delle frodi sarà compensato dalla crescita dell'attività di finanziamento stimolata dai costi ridotti della raccolta di capitali per molte delle aziende più innovative e produttive. Gli investitori professionali, infatti, sono interessati solamente ai business che porteranno a grandi ritorni finanziari e non a quelli che danno la possibilità di creare la maggioranza dei nuovi posti di lavoro. Ciò comporta che molte piccole imprese con alto potenziale non riescono a trovare i fondi necessari per la crescita. Inoltre sostengono che la nuova forma di finanziamento possa contribuire a lanciare oltre 500.000 imprese e a creare oltre 1.500.000 posti di lavoro nei prossimi 5 anni. Griffin, al contrario, sostiene che le stime dei sostenitori sono oltremodo ottimistiche e che i costi legati alle frodi non saranno inferiori ai benefici ottenuti.
- Monitoraggio della folla: i sostenitori affermano che internet consente di diffondere informazioni in modo rapido ed efficiente consentendo alla community di investitori di escludere facilmente chi ha comportamenti fraudolenti. Il termine “wisdom of the crowds”, coniato proprio da questi, sottolinea come la community di investitori on-line dispone degli strumenti necessari per evitare le frodi. Griffin in risposta a ciò afferma che la “wisdom of the crowds” suona bene nella teoria, ma non può funzionare per l’equity crowdfunding. Perché la folla possa prevenire le frodi devono avvenire tre cose: (i) qualcuno deve scoprire le informazioni fraudolente nel business plan, (ii) queste informazioni devono essere diffuse tramite internet e (iii) i potenziali investitori devono poter recepire questi segnali negativi. Se anche solo uno di questi tre eventi non avviene la saggezza della folla fallisce. I sostenitori portano come esempio pratico i sistemi implementati su siti come eBay o Amazon, ma questi sistemi si basano su feedback dei consumatori a transazione avvenuta; nell’equity crowdfunding qualsiasi feedback che arrivi dopo la transazione arriva troppo tardi in quanto il soggetto fraudolento avrà

già ricevuto il finanziamento. In conclusione la “wisdom of the crowds” può funzionare solo per alcuni modelli on-line e tra questi non vi è l’equity crowdfunding.

- Limitazioni agli investimenti (caps): i sostenitori affermano che le limitazioni agli importi investiti consentono di mitigare i rischi a cui gli investitori sono soggetti. In sostanza anche qualora l’investimento si riveli un fallimento chi ha conferito i capitali dovrebbe essere in grado di gestire la perdita perché limitata rispetto al proprio reddito e al proprio patrimonio. Questa affermazione sottintende che le persone siano risparmiatrici e mettano da parte una buona percentuale del loro reddito, ma contrasta con le abitudini di spesa della società americana (in media i cittadini americani risparmiano il 3,5% del reddito annuo).
- Politiche di prevenzione delle frodi delle piattaforme: l’ultimo argomento dei sostenitori dell’equity crowdfunding è che le piattaforme sono incentivate a sorvegliare i loro siti per prevenire le frodi. Se così non fosse i clienti si concentrerebbero sulle piattaforme che prevengono le frodi abbandonando quelle che non adottano tali misure. La teoria del libero mercato, però, non è una garanzia abbastanza forte per assicurare la bontà degli investimenti. Come dimostrato dalla recente crisi economica dare troppa fiducia nell’auto correzione del libero mercato può avere conseguenze devastanti.

Problematiche della normativa approvata con il JOBS act (H.R. 2930)

L’atto H.R. 2930 è quello che ha introdotto le eccezioni riferite all’equity crowdfunding ed è stato approvato il 3 novembre 2011. Griffin discute nel suo studio quelli che secondo lui sono i 4 difetti più eclatanti: (i) la prelazione delle leggi di registrazione statale, (ii) alti tetti (caps) di investimento, (iii) autocertificazione del reddito per gli investitori e (iv) implementazione di misure “ragionevoli” per la riduzione del rischio di frode a carico degli intermediari.

- Prelazione delle leggi statali: questo regolamento permette ai singoli stati di esentare le offerte di titoli da alcuni requisiti indebolendo ulteriormente le tutele per gli investitori.
- Limiti di investimento troppo alti: i tetti definiti dal regolamento risultano essere troppo elevati ed espongono così l'americano medio a un notevole rischio di investimento.
- Auto certificazione del reddito: gli individui devono segnalare il loro reddito annuo alla piattaforma, ma non ci sono obblighi di verifica della veridicità di quanto dichiarato. Questo può spingere le persone a mentire sul proprio reddito annuo in modo da avere maggiori libertà di investimento. Griffin fa notare come lo stesso tipo di abuso si è verificato durante la bolla immobiliare attraverso l'uso pervasivo di "prestiti bugiardi".
- Semplice richiesta di misure ragionevoli per la riduzione dei rischi di frode: il termine utilizzato nella normativa lascia ampio spazio di interpretazione alle piattaforme operanti. Inoltre non viene in alcun modo specificato cosa si intende per misure "ragionevoli".

In conclusione secondo Griffin i sostenitori ed i legislatori non riescono a percepire le catastrofiche conseguenze che le esenzioni introdotte possono comportare. Come la storia insegna, queste esenzioni apriranno le porte a comportamenti fraudolenti che molto probabilmente colpiranno le classi di investitori più deboli. Per questi motivi egli sostiene che se i legislatori non faranno un passo indietro le possibili conseguenze potranno essere catastrofiche per l'economia americana: "get ready to watch the fleecing of American masses and the next securities blooper of the 21st century".

Anche Dorf (2013) esprime dubbi sulle potenzialità dell'equity crowdfunding. Nel suo studio esamina i dati sugli investimenti degli "Angel Investors" arrivando alla conclusione che la maggior parte delle start-up che proporranno progetti con l'equity crowdfunding faranno perdere soldi agli

investitori non accreditati in quanto le start-up più promettenti continueranno a raccogliere fondi attraverso canali tradizionali. Secondo Dorf, infatti, il JOBS Act taglia drasticamente l'ampiezza e la profondità delle informazioni che le imprese devono divulgare per poter ottenere i finanziamenti con il crowdfunding. Ciò, unito all'esperienza ridotta dei crowdfunders, creerà un terreno fertile per i truffatori e aumenterà il rischio di frode connesso agli investimenti attraverso questo canale. A sostegno della sua tesi Dorf riporta i dati relativi agli investimenti da parte dei Business Angel effettuati in start-up: l'attività di investimento nella fase early stage ha un rendimento positivo solamente se si guarda alla classe nel suo complesso; infatti, solamente il 10% delle start-up ha generato il 75% dei ritorni totali. In aggiunta, secondo Dorf, è importante notare come le imprese più promettenti non faranno mai ricorso all'equity crowdfunding, ma ricercheranno quegli investitori in possesso di grande conoscenza del settore in cui operano e che hanno tempo e risorse per aiutare attivamente l'impresa, quali ad esempio gli "Angel Investors".

Sotto tutte queste ipotesi, anche le mosse fatte dalle autorità americane (come la rule 506 e la massiccia campagna pubblicitaria per la promozione del fenomeno) non fanno altro che peggiorare una situazione in cui molti piccoli investitori, ammaliati dalle grosse promesse, investiranno i propri risparmi in un sistema dalle prospettive tutt'altro che rosee.

Questi studi riguardanti lo sviluppo delle normative mostrano tutte le difficoltà che l'equity crowdfunding sta avendo nel suo sviluppo. I rischi associati rendono il compito dei regolatori molto complicato in quanto da una parte gli viene richiesto di deregolamentare il mercato per favorire l'afflusso di capitali alle piccole imprese, mentre dall'altra viene richiesto un quadro normativo più stringente in modo da garantire una maggiore tutela degli investitori meno esperti.

Un modello per le decisioni degli imprenditori e degli investitori

4

In questo capitolo viene presentato un modello teorico che spiega le decisioni dell'imprenditore e degli investitori nel finanziamento tramite equity crowdfunding.

4. Un modello per le decisioni degli imprenditori e degli investitori

4.1 Introduzione

In questo capitolo presenteremo un modello teorico che spiega le decisioni dell'imprenditore nella scelta delle caratteristiche dell'offerta nel caso in cui decida di finanziarsi tramite equity crowdfunding.

Supponiamo che una start-up cerca fondi per il finanziamento di un progetto e l'imprenditore decide di offrire quote della società in cambio di una quantità di capitale in equity pari a K .

Nel capitolo 2 sono stati argomentati incentivi e disincentivi che influiscono sulle decisioni effettuate dall'imprenditore (*creator*) e dagli investitori (*crowdfunders*) nel mercato dell'equity crowdfunding.

Il *better matches* spiega come al crescere delle dimensioni del network l'imprenditore può raggiungere gli investitori con una maggiore *willingness to pay* (Agrawal et al, 2013), ossia coloro che percepiscono maggiori valori sociali ed emozionali derivanti dall'investimento in un progetto attraverso questa forma finanziamento. Assumiamo quindi che nel mercato ci sono investitori che chiameremo "*amanti*" del progetto disposti a riconoscere un premio di valutazione s legato ai benefici non monetari percepiti dall'investimento. Chiameremo invece "*non amanti*" del progetto gli investitori che non percepiscono tali benefici e quindi non disposti a riconoscere il premio di valutazione.

Assumiamo inoltre che il mercato è caratterizzato da asimmetrie informative tra creator e crowdfunders e che questi non sono a conoscenza del valore reale pre-money della start-up. Ipotizziamo quindi, per semplicità, che nel mercato ci sono due tipologie di investitori; gli *ottimisti* che valutano l'impresa V_1 ed i *pessimisti* che valutano l'impresa V_2 , con $V_1 > V_2$ al netto dell'eventuale premio di valutazione attribuito dagli "amanti".

A questo punto per le assunzioni appena fatte è possibile segmentare il mercato in quattro classi di investitori.





	OTTIMISTI	PESSIMISTI
AMANTI	I  $V_1 + s$	II  $V_2 + s$
NON AMANTI	III  V_1	IV  V_2

Figura 4.1.1: Segmentazione del mercato.

- I. Gli investitori della prima classe sono gli investitori ottimisti e "amanti" del progetto che valutano l'impresa $V_1 + s$.
- II. Gli investitori della seconda classe sono gli investitori pessimisti e "amanti" del progetto che valutano l'impresa $V_2 + s$.
- III. Gli investitori della terza classe sono gli investitori ottimisti e "non amanti" del progetto che valutano l'impresa V_1 .
- IV. Gli investitori della terza classe sono gli investitori pessimisti e "non amanti" del progetto che valutano l'impresa V_2 .

Il numero di potenziali investitori in un progetto di equity crowdfunding è pari alle persone raggiunte dal network creato dalla piattaforma e dall'imprenditore, con uno sforzo attivo attraverso strumenti quali social network, contatti personali e altri canali di comunicazione. Ipotizziamo,

dunque, che il progetto può raggiungere m potenziali investitori ripartiti come di seguito: $\beta_1 m$ della classe 1, $\beta_2 m$ della classe 2, $\beta_3 m$ della classe 3 e $\beta_4 m$ della classe 4, con $\sum \beta_i = 1$.

Alla start-up che cerca finanziamenti è associato un valore *pre-money* pari a \bar{V} , calcolato come sommatoria dei flussi finanziari futuri attualizzati.

Un importante incentivo per l'imprenditore nel fare ricorso al finanziamento tramite equity crowdfunding è la possibilità di sfruttare la forte separazione fra proprietà e controllo per estrarre benefici privati a discapito dei piccoli investitori (Jensen & Meckling, 1976). Ipotizziamo quindi che se l'imprenditore sceglie questa forma di finanziamento può estrarre benefici privati per un valore pari a W ; ciò comporta che il valore dell'impresa sarà ridotto di un'entità pari ai benefici privati estratti.

Ipotizziamo, inoltre, che il valore dell'impresa viene ridotto anche a causa delle informazioni sensibili che l'imprenditore deve rendere pubbliche per ottenere i finanziamenti, con un rischio di *spillover* elevato (Agrawal et al, 2013). L'impresa quindi subirà una riduzione di valore pari a S .

La raccolta di capitale tramite piattaforme on-line richiede il pagamento di una commissione (si veda capitolo 2). L'impresa quindi non otterrà l'intero capitale raccolto, bensì K meno l'ammontare dei costi di intermediazione. Ipotizziamo che la piattaforma richiede il pagamento della commissione sotto forma di *success fee* e che l'impresa ottiene un finanziamento pari a $K(1-x)$ in caso di successo della raccolta, dove x indica la percentuale del capitale raccolto trattenuta dalla piattaforma.

Il network può essere sfruttato dall'imprenditore per veicolare informazioni da e verso il mercato (Agrawal et al, 2013). Come descritto nel dettaglio nel capitolo 2, questo può contribuire ad aumentare il valore dell'impresa qualora riesca ad ottenere il finanziamento on-line. Assumiamo quindi che se la raccolta ha successo il valore dell'impresa aumenta e indicheremo con γ_{cf} (>1) il moltiplicatore del valore *post-money* dell'impresa. Il valore del

moltiplicatore è funzione del numero di persone che fanno parte del network in stretto contatto con l'imprenditore (che ipotizziamo uguale al numero di investitori nell'azienda) e del settore in cui la start-up opera.

Probabilità di successo

Se l'imprenditore sceglie di finanziarsi tramite equity crowdfunding non ha la certezza di ottenere il finanziamento; il progetto infatti sarà finanziato con probabilità p_s .

Nel modello ipotizziamo che la probabilità di successo p_s è funzione del network di potenziali investitori raggiunto m , del numero di quote offerte n e della quota minima di sottoscrizione per l'investitore pari a K/n . Avremo quindi $p_s\left(m, n, \frac{K}{n}\right)$, con $\frac{dp}{dm} > 0$ $\frac{dp}{dn} < 0$ $\frac{dp}{dK} < 0$.

La derivata rispetto ad m è positiva in quanto è immediato ipotizzare che al crescere del numero di potenziali investitori aumenti la probabilità di ottenere il finanziamento. La derivata rispetto ad n è negativa⁴, poiché al crescere del numero di quote offerte è ragionevole ipotizzare che servirà un maggior numero di investitori che decidano di finanziare l'impresa e, di conseguenza, che la probabilità di successo decresca.

Infine la derivata rispetto all'ammontare minimo dell'investimento è negativa per il fenomeno del *lottery effect* (Kahneman e Tversky, 1979, Harms, 2007), descritto nel capitolo 2; al diminuire dell'ammontare investito gli investitori si comportano in modo irrazionale e possono decidere di "scommettere" sulla start-up che presenta ritorni potenziali elevati. In base alle decisioni prese dall'imprenditore sulla valutazione della start-up presentata al mercato (quindi sul valore dichiarato nell'offerta), m può indicare l'intero numero di potenziali investitori raggiunto o solamente alcune classi di investitori. Ciò significa che in alcuni casi la probabilità di successo della raccolta dipenderà da una frazione di m pari alla $\sum \beta_i$, dove a ciascun β_i

⁴ La derivata prima rispetto ad n è negativa al netto dell'effetto del lottery effect. Analizzeremo l'effetto del lottery effect nello specifico nella sezione 2.3.1.

corrisponde una determinata classe di investitori (i indica le classi di investitori interessate ad investire).

Asimmetrie informative

Ipotizziamo che tra imprenditore e potenziali investitori esistano asimmetrie informative; l'imprenditore conosce il valore *pre-money* dell'impresa \bar{V} che il mercato non conosce. Come descritto precedentemente, il mercato attribuisce un valore alla start-up pari a V_1 oppure V_2 , a seconda della classe di appartenenza degli investitori. Per eliminare le asimmetrie informative presenti i potenziali investitori devono sostenere dei costi di *due diligence* che indicheremo con d .

Assumiamo che al crescere delle dimensioni del network l'impatto di questi costi sul singolo investitore si riduce e che quindi al crescere del numero di investitori intenzionati a fare un'analisi approfondita dell'impresa aumenta la probabilità che questa viene effettivamente svolta. Tale ipotesi deriva dal fatto che al crescere delle dimensioni del network aumenta il numero di persone disposte a spendere risorse nell'analisi e allo stesso tempo la probabilità di trovare investitori che hanno esperienza nel settore in cui opera la start-up e che, quindi, possono svolgere l'analisi in maniera più efficiente. Ipotizziamo che i crowdfunders condividono le informazioni, notizie, i risultati delle eventuali analisi che svolgono e i risultati della due diligence con la comunità di peer-investor. Indicheremo la probabilità che venga svolta la *due diligence* come $p_d(m)$, con $\frac{dp}{dm} > 0$.

Ipotizziamo inoltre che l'imprenditore, facendo alcune analisi sul mercato e studiando le raccolte di capitale già effettuate tramite equity crowdfunding, sia in grado di stimare V_1 , V_2 ed s e che, a seconda delle dimensioni del numero di investitori raggiunto m e del valore reale *pre-money* dell'impresa rispetto alle valutazioni degli investitori, può decidere di lanciare l'offerta in modo tale da ottenere finanziamenti da determinate classi di investitori e di sfruttare o meno le asimmetrie informative presenti sul mercato.

A questo punto assumiamo l'esistenza di tre scenari in cui l'imprenditore valuta le possibilità di aumento di capitale a seconda del valore reale *pre-money* dell'impresa e delle valutazioni V_1 e V_2 .

Chiameremo V_d il valore *pre-money* dichiarato dall'imprenditore nella presentazione dell'offerta sulla piattaforma on-line e ipotizziamo che gli investitori, in assenza di due diligence, effettueranno l'investimento solamente se il valore dichiarato dall'imprenditore è minore (o uguale) alla loro valutazione *pre-money*.

Il pay-off per l'imprenditore se decide di finanziarsi tramite equity crowdfunding sarà:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(V_d + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right]$$

Il pay-off indicato nell'equazione è da intendere come pay-off massimo ottenibile dall'imprenditore. Per calcolare il pay-off atteso bisognerà moltiplicare questo valore per le probabilità di successo e di due diligence che variano a seconda delle caratteristiche del mercato e delle decisioni effettuate dall'imprenditore.

Dall'equazione si può osservare come il pay-off per l'imprenditore è dato dai benefici privati estratti a cui si somma il valore *post-money* dell'impresa qualora la raccolta ha successo $\gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S)$ moltiplicata per la percentuale di equity detenuta dall'imprenditore (*1-percentuale offerta ai crowdfunders*). La percentuale di capitale ceduta ai crowdfunders è pari a $\frac{K}{\gamma_{cf}(V_d + K(1-x) - W - S)}$ ed è immediato constatare come essa dipende dal valore *pre-money* dichiarato dall'imprenditore nella pubblicazione dell'offerta sulla piattaforma: l'imprenditore è incentivato a dichiarare un valore maggiore di quello reale nella misura in cui, a parità di capitale raccolto, riesce a cedere una percentuale minore di proprietà.

4.1.1 Gli scenari

Scenario 1

$$\bar{V} > V_1$$

In questo scenario l'imprenditore otterrà i finanziamenti solamente se i potenziali investitori svolgeranno la due diligence rivedendo in questo modo le loro valutazioni al rialzo. Infatti ipotizziamo che l'imprenditore non ha alcun interesse a dichiarare un valore dell'impresa inferiore a quello reale⁵.

L'imprenditore, in questo scenario, si trova di fronte ad una scelta: cercare i finanziamenti solamente dagli "amanti" del progetto sfruttando il premio di valutazione che questi investitori sono disposti a concedere, oppure non sfruttare questa sopravvalutazione e cercare i finanziamenti da tutte le quattro le classi di investitori, aumentando in tal modo la probabilità di successo della raccolta.

Caso A

$$V_d = \bar{V} + s$$

L'imprenditore decide di cercare i finanziamenti dagli "amanti" e quindi pone $V_d = \bar{V} + s$. In questo caso il pay-off atteso per l'imprenditore è pari a:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(\bar{V} + s + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) - S \right] p_d(m) p_s((\beta_1 + \beta_2)m, n, K/n)$$

Il pay-off per l'imprenditore in caso di successo è moltiplicato per la probabilità di successo della raccolta e per la probabilità che i crowdfunders svolgano la due diligence. Perché la raccolta abbia successo è necessario che venga svolta la due diligence; in questo caso, infatti, se le valutazioni dei

⁵ Se l'imprenditore dichiara valore inferiore a quello reale deve cedere una percentuale di proprietà maggiore e quindi il pay-off atteso per l'imprenditore si riduce. Ipotizziamo quindi che l'imprenditore, pur di non sottovalutare l'impresa, opererà in modo che le valutazioni dei crowdfunders siano riveste al rialzo mettendo a disposizione risorse e maggiori informazioni.

potenziali investitori non vengono riviste al rialzo nessuno sarà intenzionato ad investire sul progetto. La probabilità di successo, vista la decisione dell'imprenditore riguardo al valore dichiarato, comporta che, una volta effettuata la due diligence, saranno intenzionati ad investire solamente gli appartenenti alle classi 1 e 2 e quindi la probabilità di successo è pari a $p_s((\beta_1 + \beta_2)m, n, K/n)$.

Nel caso A è contemplato anche il caso in cui $V_1 < \bar{V} < V_1 + s$.

Caso B

$$V_d = \bar{V}$$

L'imprenditore decide di cercare i finanziamenti da tutte le quattro classi di potenziali investitori e quindi pone $V_d = \bar{V}$. In questo caso il pay-off atteso per l'imprenditore sarà:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] p_d \left(\frac{d}{m} \right) p_s(m, n, K/n)$$

Le differenze con il caso A descritto precedentemente sono che:

- i. la probabilità di successo dipende da m e non da una percentuale di questa e di conseguenza sarà maggiore;
- ii. Il pay-off massimo atteso $W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S)$ è inferiore in quanto, essendo il valore *pre-money* dichiarato inferiore, l'imprenditore dovrà cedere una percentuale di equity maggiore.

Scenario 2

$$V_2 < \bar{V} < V_1$$

In questo scenario il valore *pre-money* dell'impresa è compreso tra la valutazione degli ottimisti e quella dei pessimisti. L'imprenditore può decidere

di dichiarare un valore dell'impresa maggiore di quello reale oppure di non sfruttare le asimmetrie informative e non "mentire" dichiarando il valore reale.

Caso A

$$V_d = V_1 > \bar{V}$$

In questo caso le classi di investitori 1 e 3 finanzierebbero l'impresa anche qualora non venga svolta la due diligence. L'imprenditore quindi, può cercare di dichiarare un valore maggiore di quello reale e avere comunque dei potenziali investitori disposti a finanziare la start-up. La raccolta però fallisce sicuramente nel caso in cui gli investitori decidano di effettuare una due diligence. Il pay-off atteso per l'imprenditore è:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(V_d + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] (1 - p_d(m)) p_s((\beta_1 + \beta_3)m, n, K/n)$$

In questo caso all'aumentare delle probabilità di due-diligence si riduce il pay-off atteso e quindi si moltiplica il pay-off dell'imprenditore nel caso in cui ottiene il finanziamento per $(1 - p_d)$. La probabilità di successo sarà invece calcolata considerando solamente i potenziali investitori delle classi 1 e 3.

Analogamente può essere considerato il caso in cui $V_d = V_1 + s$, andando a cambiare i β nella probabilità di successo.

Caso B

L'alternativa per l'imprenditore è dichiarare il valore reale e cercare finanziamenti da tutte le quattro classi di investitori. Il pay-off atteso per l'imprenditore è:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] \left[p_d(m) p_{s1} \left((\beta_2 + \beta_4)m, n, \frac{K}{n} \right) + p_{s2} \left((\beta_1 + \beta_3)m, n, \frac{K}{n} \right) \right]$$

In questo caso dobbiamo sommare la probabilità di successo legata al fatto che le classi 1 e 3 investono anche in assenza di due diligence con la probabilità che venga fatta la due diligence per la probabilità di successo legata al fatto che siano disposti ad investire anche i potenziali investitori delle classi 2 e 4.

Scenario 3

$$\bar{V} < V_2$$

Caso A

In questo scenario l'imprenditore può agire come nel caso 2 A ponendo $V_d = V_1 > \bar{V}$ (o $V_d = V_1 + s$), oppure porre $V_d = V_2$, ottenendo i finanziamenti da tutte le 4 classi di investitori:

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(V_d + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] p_s \left(m, n, \frac{K}{n} \right) (1 - p_d(m))$$

A seconda del valore dichiarato dall'imprenditore la probabilità di successo è calcolata su m o su una percentuale di questa.

Caso B

L'imprenditore dichiara il valore reale della start-up e pone $V_d = \bar{V}$.

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(V_d + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] p_s \left(m, n, \frac{K}{n} \right)$$

In questo caso il pay-off atteso per l'imprenditore si ottiene moltiplicando il pay-off massimo solamente per le probabilità di successo, infatti, tutte le quattro classi di investitori, valutando l'impresa più del valore dichiarato,

saranno disposti ad investire sia che la due diligence viene svolta sia nel caso in cui non viene svolta.

4.2 Formulazione generale

Definiamo il valore reale *post-money* della start-up, qualora ottenesse il finanziamento, come di seguito:

$$V_r = \gamma_{cf}(\bar{V} + K(1 - x) - W - S)$$

Se l'imprenditore decide di dichiarare un valore maggiore di quello reale, sfruttando le asimmetrie informative, abbiamo che egli presenta l'offerta con un valore *pre-money* "falso" e il pay-off massimo ottenibile è definito come di seguito:

$$V_f = \gamma_{cf}(\bar{V} + \Delta + K(1 - x) - W - S) = V_r + \gamma_{cf}\Delta$$

dove Δ indica quanto l'imprenditore sovrastima il valore reale *pre-money* \bar{V} nella presentazione dell'offerta.

L'imprenditore quindi, se vuole sfruttare le *asimmetrie informative*, porrà $\Delta = V_1 - \bar{V}$ (o $\Delta = V_1 + s - \bar{V}$) oppure nel caso in cui rientra nello scenario 3 pone $\Delta = V_2 - \bar{V}$ (o $\Delta = V_2 + s - \bar{V}$) a seconda della decisione riguardante le classi di potenziali investitori a cui si rivolge per ottenere il finanziamento.

A questo punto il *pay-off* massimo atteso per l'imprenditore nel caso in cui presenti l'offerta ad un prezzo corrispondente al valore reale è dato da:

$$\pi_{r \max} = \left(W + \left(1 - \frac{K}{V_r}\right) V_r \right) = W + V_r - K$$

Nel caso in cui decide invece di sfruttare le asimmetrie informative il *pay-off* massimo atteso è dato da:

$$\pi_{f \max} = W + \left(1 - \frac{K}{V_r + \gamma_{cf}\Delta}\right) V_r = W + V_r - \frac{KV_r}{V_r + \gamma_{cf}\Delta}$$

È possibile calcolare il differenziale tra i due *pay-off* come di seguito:

$$\pi_{f \max} - \pi_{r \max} = K \left(1 - \frac{V_r}{V_r + \gamma_{cf} \Delta} \right)$$

Quindi l'imprenditore sarà tanto più incentivato a sopravvalutare la start-up quanto maggiore è il Δ (tanto più la valutazione degli ottimisti è alta rispetto al valore reale nel caso in cui $V_2 < \bar{V} < V_1$, oppure tanto più la valutazione pessimistica è alta rispetto al valore reale nel caso in cui $V_2 > \bar{V}$ e l'imprenditore sceglie di cercare i finanziamenti da tutte le quattro classi di investitori).

Di conseguenza l'imprenditore confronterà le due opportunità a disposizione e sceglierà di presentare l'offerta sopravvalutando la start-up se:

$$\left(W + V_r - \frac{KV_r}{V_r + \gamma_{cf} \Delta} \right) (1 - p_d) p_{s1} > (W + V_r - K) (p_d p_{s2} + p_{s3})$$

Dove p_{s1} indica la probabilità di successo nel caso in cui l'imprenditore sfrutta le asimmetrie informative, p_{s2} la probabilità di successo legata agli investimenti di coloro che investono solo in caso di due diligence e p_{s3} indica la probabilità di successo associata agli investitori che finanziano l'impresa anche nel caso in cui non venga svolta la due diligence.

Chiamiamo $\pi_{f \max} - \pi_{r \max} = \delta$

È possibile riscrivere la disequazione come di seguito:

$$(\pi_{r \max} + \delta)(1 - p_d) p_{s1} > \pi_{r \max} (p_d p_{s2} + p_{s3})$$

Studiamo il *pay-off* nel caso in cui l'imprenditore decide di sopravvalutare l'impresa:

$$\pi_f = \pi_{f \max} (1 - p_d) p_{s1}$$

Derivando rispetto ad m si ottiene:

$$\pi'_f = \pi_{fmax} \frac{dp_{s1}}{dm} - \pi_{fmax} \frac{dp_d}{dm} p_{s1} - \pi_{fmax} p_d \frac{dp_{s1}}{dm}$$

Uguagliando la derivata prima a zero per trovare il punto di massimo si ottiene:

$$\frac{dp_{s1}}{dm} - \frac{dp_d}{dm} p_{s1} - p_d \frac{dp_{s1}}{dm} = 0$$

$$(1 - p_d) \frac{dp_{s1}}{dm} - \frac{dp_d}{dm} p_{s1} = 0$$

È facilmente dimostrabile che per bassi valore di m la funzione è positiva (per m che tende a zero le probabilità tenderanno anch'esse a zero per cui il segno è determinato da $\frac{dp_{s1}}{dm}$ che per le ipotesi fatte è sempre maggiore di zero), mentre per alti valori m la derivata assume valore negativo (oltre un certo m $p_d = 1$ per cui il segno è determinato da $-\frac{dp_d}{dm} p_{s1} < 0$, essendo la derivata positiva per ipotesi e p_{s1} una probabilità che assume valori compresi tra 0 e 1). La funzione π_f ha quindi inclinazione positiva nella prima parte e negativa nella seconda. Si è dimostrato quindi che la funzione presenta un punto di massimo in m .

D'ora in avanti indicheremo $\frac{dp_{s1}}{dm}$ come p'_{s1} e $\frac{dp_d}{dm}$ come p'_d .

Avremo quindi un massimo per $p_{s1} = \frac{(1-p_d)p'_{s1}}{p'_d}$

È possibile quindi riscrivere il pay-off nel caso in cui l'imprenditore sopravvaluta la start-up inserendo il valore della probabilità di successo che massimizza la funzione:

$$\overline{\pi}_f = \frac{(1-p_d)p'_{s1}}{p'_d} (\pi_{rmax} + \delta)(1-p_d) = \frac{(1-p_d)^2 p'_{s1}}{p'_d} (\pi_{rmax} + \delta)$$

Confrontando il punto di massimo del pay-off atteso per l'imprenditore nel caso in cui decide di sopravvalutare l'impresa con il pay-off massimo ottenibile dichiarando il valore reale dell'impresa (il pay-off atteso che

l'imprenditore avrebbe con $p_{s2} + p_{s3} = 1$ e $p_d = 1$) si ottiene che l'imprenditore sceglie di mentire se vale la condizione:

$$\bar{\pi}_f - \pi_{r \max} > 0$$

$$\frac{(1 - p_d)^2 p'_{s1}}{p'_d} (\pi_{r \max} + \delta) - \pi_{r \max} > 0$$

Riscrivendo la disequazione si ottiene:

$$\delta > \frac{p'_d - p'_{s1}(1 - p_d)^2}{p'_{s1}(1 - p_d)^2} \pi_{r \max}$$

Esplicitando Δ nell'equazione della differenza tra i due pay-off massimi nei due casi si ottiene che l'imprenditore sceglierà di sopravvalutare l'impresa se Δ è:

$$\Delta > \frac{\delta V_r}{\gamma_{cf}(K - \delta)}$$

Questo dimostra come, se Δ rispetta la condizione, la differenza tra i due pay off presenta un punto di massimo rispetto ad m . Si può concludere quindi che per alcuni valori di m all'imprenditore conviene sopravvalutare l'impresa.

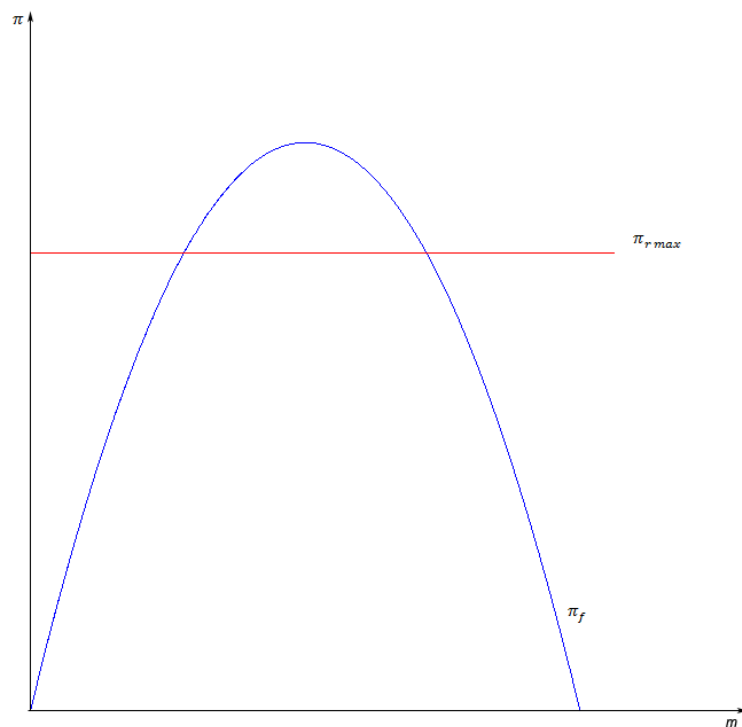


Figura 4.2.1: Pay-off per l'imprenditore.

La rappresentazione grafica mostra come, sotto le condizioni sopra definite, esiste un intervallo di m tale per cui il pay-off per l'imprenditore nel caso in cui sfrutti le asimmetrie informative è maggiore del pay-off massimo ottenibile nel caso in cui dichiari il valore reale dell'impresa.

Possiamo tracciare l'andamento di π_r introducendo le seguenti ipotesi:

- Le funzioni di probabilità sono di tipo lineare;
- La derivata prima delle funzioni di probabilità rispetto ad m sono ≥ 0 (maggiore fino a che la probabilità non assume valore 1⁶, uguale a 0 dopo).

⁶ Per le probabilità di successo fino a che la somma di due termini non assume valore 1.

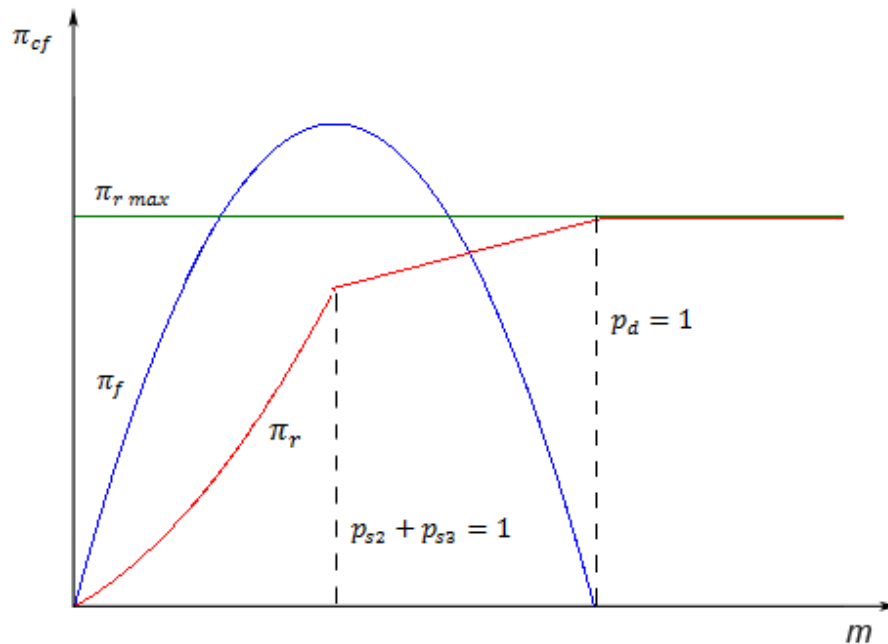


Figura 4.2.2: Andamento pay off atteso per l'imprenditore

Il grafico tracciato sotto le ipotesi di linearità delle probabilità mostra come l'imprenditore è incentivato a sopravvalutare la start-up se l'aumento di capitale è pubblicato su piattaforme con network di dimensioni contenute, quindi dove la probabilità di due diligence è bassa. Il pay-off nel caso in cui l'imprenditore dichiara il valore reale dell'impresa ha un andamento lineare dopo che la somma delle probabilità di successo assume valore 1. Per m elevato all'imprenditore converrà dichiarare il valore reale della start-up, infatti, come si può osservare dal grafico, oltre ad un certo valore di m il pay-off per l'imprenditore nel caso in cui $V_d = \bar{V}$ è maggiore di quello nel caso $V_d > \bar{V}$.

4.2.1 Il pay-off per l'imprenditore e il numero di quote offerte

Quanto presentato spiega le dinamiche con cui l'imprenditore decide le caratteristiche dell'offerta che presenta al mercato. Le caratteristiche dell'offerta dipendono però anche dal numero di quote offerte n che non abbiamo considerate fino ad ora in quanto non sono differenziali tra il caso in

cui l'imprenditore decide di dichiarare un valore pari a quello reale e il caso in cui dichiara un valore maggiore. Per semplicità ipotizziamo che ogni investitore finanzia una singola quota e che quindi il numero di quote offerte coincide con il numero di investitori effettivi.

Analizziamo come il pay off per l'imprenditore varia in funzione di n . Ipotizziamo che l'aumento di valore dovuto alle informazioni veicolate da e verso il mercato dagli investitori sia funzione di n , quindi avremo che $\gamma_{cf} = \gamma_{cf}(n)$ con $\frac{d\gamma_{cf}}{dn} > 0$ e $\gamma_{cf} > 1$.

Una volta che l'imprenditore ha scelto il valore dichiarato il suo pay-off atteso in funzione di n è:⁷

$$\pi_{cf} = \left[W + \left(1 - \frac{K}{\gamma_{cf}(n)(V_d + K(1-x) - W - S)} \right) \gamma_{cf}(n)(\bar{V} + K(1-x) - W - S) \right] p_s(\bar{m}, n, \frac{K}{n})$$

Ai fini dello studio del pay-off atteso al variare di n non esplicitiamo le probabilità di due diligence in quanto non dipendono da n e quindi, una volta che l'imprenditore ha deciso se porre $V_d = \bar{V}$ o $V_d > \bar{V}$, possono essere considerate come un termine esogeno.

All'aumentare del numero di quote offerte n avremo che:

- γ_{cf} cresce; all'aumentare del numero di quote offerte dall'imprenditore aumenta il numero di investitori necessari per il successo della raccolta, quindi l'imprenditore può sfruttare un network più ampio di persone che agiranno negli interessi della start-up veicolando informazioni da e verso il mercato incrementandone il valore.
- Il lottery effect spiega come più la quota minima offerta è bassa, più aumentano le probabilità che i crowdfunders investano. Ipotizziamo quindi che per n molto bassi, essendo la quota minima sottoscrivibile

⁷ $m = \bar{m}$ costante, consideriamo il numero di potenziali investitori come fattore esogeno.

molto alta, le probabilità di successo sono molto basse, mentre per n molto elevati l'effetto del lottery effect può essere considerato nullo in quanto al di sotto di una soglia minima di investimento molto bassa il lottery effect non influenza le decisioni di investimento. Ipotizziamo quindi che p'_s in funzione di n sia positiva per bassi valori di n , mentre dopo una certa soglia diventi negativa dato che al crescere del numero di investitori necessari per il successo della raccolta le probabilità di successo decrescano.

Possiamo quindi calcolare la derivata prima del pay-off atteso dall'imprenditore rispetto ad n come:

$$\frac{d\pi_{cf}}{dn} = \left[\frac{W}{(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} - \frac{W}{(V_d + K(1-x) - W - S)} \right] p'_s + \gamma_{cf} p'_s + \gamma'_{cf} p_s$$

Essendo $V_d \geq \bar{V}$ per le ipotesi fatte avremo che $\left[\frac{W}{(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} - \frac{W}{(V_d + K(1-x) - W - S)} \right] \geq 0$. Indichiamo $\left[\frac{W}{(\bar{V} + K(1-x) - W - S)} - \frac{W}{(V_d + K(1-x) - W - S)} \right]$ con $\sigma \geq 0$.

Uguagliando la derivata prima a zero otteniamo:

$$(\sigma + \gamma_{cf}) p'_s + p_s \gamma'_{cf} = 0$$

Date le ipotesi fatte, si può dimostrare che per n molto piccoli la derivata prima assume valori positivi (per n che tende a zero, $\gamma_c \rightarrow 1$, $p_s \rightarrow p_{s \max}$ ovvero al valore massimo della probabilità di successo dato il valore di m che consideriamo esogeno, quindi avremo la somma di due valori positivi essendo $p'_s > 0$ per n piccoli), mentre per n grandi la derivata prima assume valori negativi ($p_s \rightarrow 0$, quindi rimane solamente il primo termine che per le ipotesi fatte è negativo).

Questo dimostra l'esistenza di un valore di n che massimizza il pay-off atteso per l'imprenditore. L'imprenditore quindi sceglierà n tale che:

$$\frac{p'_s}{\gamma'_{cf}} = -\frac{p_s}{\sigma + \gamma_{cf}}$$

Questa funzione, in base a quelle che sono le forme funzionali dei fattori dipendenti da n , potrebbe avere più di una soluzione. Quindi se esistono più valori di n che annullano la derivata prima si deve verificare quale degli n corrisponde al punto di massimo della funzione.

Abbiamo quindi dimostrato l'esistenza di un valore ottimo per il numero di quote offerte nell'aumento di capitale come risultato del trade-off tra probabilità di successo della raccolta e incremento del valore dato dal network di investitori che agisce negli interessi della start-up

Possiamo concludere che l'imprenditore in base alle caratteristiche dell'offerta, della start-up e del settore in cui opera sceglierà un valore di n che massimizza il suo ritorno atteso. Come descritto nel dettaglio nel paragrafo 2.2.3 ci sono imprese che risultano più adatte al finanziamento tramite equity crowdfunding, per esempio quelle che appartengono a determinati settori e che operano con modelli di business nei quali il contatto impresa cliente è una componente fondamentale, infatti è lecito pensare che i finanziatori stessi saranno anche clienti (Collins & Pierrakis, 2012). Queste imprese quindi saranno caratterizzate da un γ_{cf} maggiore. Gli imprenditori che cercano capitali per le start-up di questo tipo saranno quindi incentivati a raccogliere fondi da un numero più elevato di investitori, in quanto il trade-off tra moltiplicatore e probabilità di successo è massimizzato per valori di n più elevati.

Per completezza nel modello viene mostrato come i costi dovuti al rischio di *spill over* (S) e la fee richiesta dalla piattaforma (x) riducono il pay-off atteso per l'imprenditore. Nel nostro modello questi costi non sono differenziali, ma devono essere considerati nel caso in cui i risultati ottenuti debbano essere confrontati con i pay-off attesi con altre forme di finanziamento.

4.3 L'interpretazione dei segnali da parte degli investitori e le conseguenze sul mercato

Il modello presentato mostra come in alcune situazioni l'imprenditore è incentivato a sfruttare le asimmetrie informative presenti sul mercato e dichiarare un valore dell'impresa maggiore di quello reale.

Introduciamo l'ipotesi che il fatto che la due diligence sia svolta o meno possa essere interpretato come un segnale dal mercato.

Alla luce di questa ipotesi andiamo ad analizzare i possibili scenari osservabili sul mercato nel caso in cui la due diligence venga svolta o meno.

Scenario 1 – *no due diligence*

In questo scenario l'imprenditore può decidere di mentire dichiarando un valore maggiore di quello reale o di dichiarare il valore reale. Per ogni caso avremo, quindi, due possibilità per l'imprenditore: dichiarare il valore reale ($V_d = \bar{V}$), oppure sfruttare le asimmetrie e sopravvalutare l'impresa ($V_d > \bar{V}$).

- $\bar{V} > V_1$

In questo caso sia che l'imprenditore decide di mentire sia che dichiara il valore reale non otterrà il finanziamento, in quanto in assenza di due diligence i potenziali investitori non rivedranno le loro valutazioni al rialzo e quindi non saranno disposti a finanziare l'impresa.

- $V_2 < \bar{V} < V_1$
 - $V_d = \bar{V}$

In questo caso solamente gli investitori delle classi 1 e 3 (ottimisti) sono disposti a finanziare l'impresa in quanto i pessimisti la valutano meno del valore dichiarato e in assenza di due diligence non rivedranno le loro valutazioni al rialzo.

- $V_1 = V_d > \bar{V}$

Anche in questo caso gli imprenditori delle classi 1 e 3 sono disposti a finanziare l'impresa. L'imprenditore però a parità di probabilità di successo ha un pay-off atteso maggiore in quanto riesce a sfruttare le asimmetrie informative per ingannare il mercato e ottenere il finanziamento cedendo una percentuale minore di proprietà.

Quindi in questo caso in cui la due diligence non viene svolta e il valore reale è compreso tra le due valutazioni date da pessimisti e ottimisti possiamo concludere che l'imprenditore deciderà di dichiarare un valore *pre-money* dell'impresa maggiore di quello reale.

- $V_2 > \bar{V}$

- $V_d = \bar{V}$

Se l'imprenditore decide di non mentire otterrà i finanziamenti da tutte le quattro classi di investitori anche in assenza di due diligence.

- $V_d = V_2 > \bar{V}$

Analogamente al caso in cui l'imprenditore dichiara il valore reale, se l'imprenditore mantiene il valore dichiarato al di sotto della valutazione data dai pessimisti otterrà comunque i finanziamenti da tutte le quattro le classi di investitori. In questo caso, però, il pay-off massimo atteso per l'imprenditore è maggiore in quanto sfruttando le asimmetrie informative riesce a cedere una percentuale di impresa minore a parità di capitale raccolto.

Quindi anche nel caso in cui la due diligence non viene svolta e il valore reale è minore della valutazione dei pessimisti si può concludere che l'imprenditore deciderà di dichiarare un valore *pre-money* dell'impresa maggiore di quello reale.

Sotto queste ipotesi, quindi, si dimostra come nel caso in cui non venga svolta la due diligence, l'imprenditore è sempre incentivato a sfruttare le asimmetrie informative e a dichiarare un valore maggiore di quello reale qualunque sia la valutazione data dai potenziali investitori rispetto al valore reale dell'impresa.

Scenario 2 – due diligence

Gli investitori presenti sul mercato effettuano un'analisi approfondita della start-up, quindi l'imprenditore non potrà sfruttare le asimmetrie informative e sarà costretto a porre $V_d = \bar{V}$.

In questo scenario quindi la scelta dell'imprenditore può essere ricondotta a due soli casi:

- $V_d = \bar{V} + s$
In questo caso l'imprenditore sfrutta la sopravvalutazione data dagli "amanti" e cercherà capitali dalle classi di investitori 1 e 3.
- $V_d = \bar{V}$
Questo caso è analogo al precedente, ma tutte le quattro classi di investitori saranno disposte a finanziare il progetto.

Nella descrizione dello scenario in cui il mercato non effettua la due diligence abbiamo concluso che l'imprenditore deciderà di porre il valore dichiarato al di sopra di quello reale.

A questo punto è possibile ipotizzare che i potenziali investitori, interpretando come segnale il fatto che la due diligence non sia stata svolta, concludono razionalmente che l'imprenditore dichiara un valore maggiore di quello reale.

Di conseguenza nel caso in cui non venga svolta la due diligence il mercato opera in presenza di asimmetrie informative in modo analogo a quello descritto da Akerlof (Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 1970). In accordo con Akerlof un mercato con queste caratteristiche è destinato a fallire: in presenza di asimmetrie informative i potenziali investitori sono a conoscenza del fatto che sul

mercato tutte le start-up sono sopravvalutate (analogamente alle macchine usate di cattiva qualità che restano le uniche sul mercato nell'esempio descritto da Akerlof) e quindi non effettueranno l'investimento.

Alla luce delle ipotesi fatte e di quanto concluso riguardo al primo scenario, quindi, possiamo concludere che il finanziamento tramite equity crowdfunding potrà essere ottenuto solamente se il mercato è incentivato a svolgere la due diligence e quindi se il network raggiunto è molto grande. In questo scenario i potenziali investitori, svolgeranno un'analisi approfondita della start-up con lo scopo di arrivare ad una corretta valutazione, impedendo all'imprenditore di sfruttare le asimmetrie informative e costringendolo a dichiarare il valore reale della start-up per poter raccogliere fondi.

4.4 Conclusioni

Sin dalla nascita del fenomeno dell'equity crowdfunding si è acceso un dibattito sulla reale possibilità di funzionamento di questa nuova forma di finanziamento.

Gli oppositori del fenomeno sostengono che le asimmetrie informative presenti sul mercato espongono i potenziali investitori a rischi che porteranno al fallimento dell'equity crowdfunding.

A sostegno di ciò con la formulazione generale del modello si è dimostrato come, sotto determinate condizioni, l'imprenditore è incentivato ad "ingannare" gli investitori.

Allo stesso tempo si è però dimostrato come se nel mercato dell'equity crowdfunding, grazie al sostegno della rete, gli investitori possono interpretare il fatto che sia stata effettuata la due diligence come un segnale positivo e il fatto che non sia stata effettuata come segnale negativo, l'unica scelta possibile per l'imprenditore è quella di non ingannare il mercato. Quindi se il mercato funzionasse come descritto l'imprenditore dovrebbe cercare di proporre il progetto ad un network di grandi dimensioni dove gli

investitori sono incentivati a svolgere la due diligence e in maniera tale da massimizzare il pay-off atteso.

Alla luce delle conclusioni a cui siamo giunti, a nostro parere, questo metodo di finanziamento deve essere sviluppato in modo da ridurre le asimmetrie informative, grazie all'interpretazione dei segnali derivanti dallo svolgimento della due diligence, presenti tra creator e crowdfunders. Questo risultato, date le conclusioni del modello e per quanto discusso nel capitolo 2, può essere raggiunto in due modi:

- Apertura dei mercati: aprire i mercati significa permettere alle piattaforme di raccogliere progetti e finanziamenti da un mercato globale. Ciò porterebbe alla creazione di network di grandissime dimensioni e quindi all'aumento delle probabilità che la community di peer-investor abbia a disposizione gli strumenti necessarie per effettuare una due diligence in modo efficiente e con costi ridotti. In conclusione aprire i mercati e creare grandi network di peer investor non permetterebbe agli imprenditori di "mentire" sul valore della start-up e quindi permetterebbe anche di ridurre i rischi per gli investitori.
- Regolamentazione: un'ulteriore strada che può essere percorsa è quella di regolamentare il mercato in modo da disincentivare comportamenti fraudolenti da parte degli imprenditori. Prendiamo come esempio il regolamento Consob il quale impone che almeno il 5% dell'aumento di capitale sia sottoscritto da un investitore professionale. In questo modo si garantisce che prima che i fondi siano trasferiti alla start-up venga svolta una due diligence, infatti l'investitore professionale grazie agli strumenti a sua disposizione può effettuare un'analisi della start-up in modo più efficiente rispetto agli investitori retail. Questa soluzione però sembra la meno adatta all'equity crowdfunding, come riportato nella sezione 2.5 esperti del settore sottolineano come questa scelta vada contro i principi fondanti di questo strumento: il

finanziamento dal basso (dalla folla) e che non sia una vera soluzione al problema, ma solamente uno strumento per aggirarlo.

Data Base progetti equity crowdfunding

5

Nel capitolo viene presentato il lavoro di raccolta dati relativi ai progetti di equity crowdfunding. Nella prima parte viene illustrata la struttura del Data Base creato, mentre nella seconda si presentano alcuni dati di sintesi sull'andamento dei progetti.

5. Data base progetti equity crowdfunding

A partire da Novembre 2013 è stato realizzato un Data Base per la raccolta di dati funzionali allo studio del fenomeno dell'equity crowdfunding. In particolare sono state raccolte informazioni relative a piattaforme, progetti e proponenti.

Si è deciso di raccogliere dati solamente sulle piattaforme appartenenti alla classe equity crowdfunding, in quanto, come descritto nel capitol 2, si considerano le piattaforme di clubfunding uno strumento per i canali di finanziamento tradizionali e non un'espressione del nuovo metodo di raccolta di capitali per le start-up.

Alla luce di quanto detto sono stati raccolti dati dalle sole piattaforme che accettano finanziamenti da tutte le classi di investitori e non solo da quelli sofisticati o accreditati (alcune piattaforme inserite nel Data Base accettano investimenti solamente da cittadini residenti nel paese in cui svolgono la loro attività, ma sono state incluse comunque in quanto la discriminazione non è riferita al livello di conoscenza in materia di investimenti da parte dell'investitore) e dalle quali è possibile reperire i dati relativi all'andamento della raccolta (non tutte le piattaforme consentono agli investitori di conoscere l'andamento della raccolta).

Di seguito elenchiamo i dati raccolti per ogni attore coinvolto.

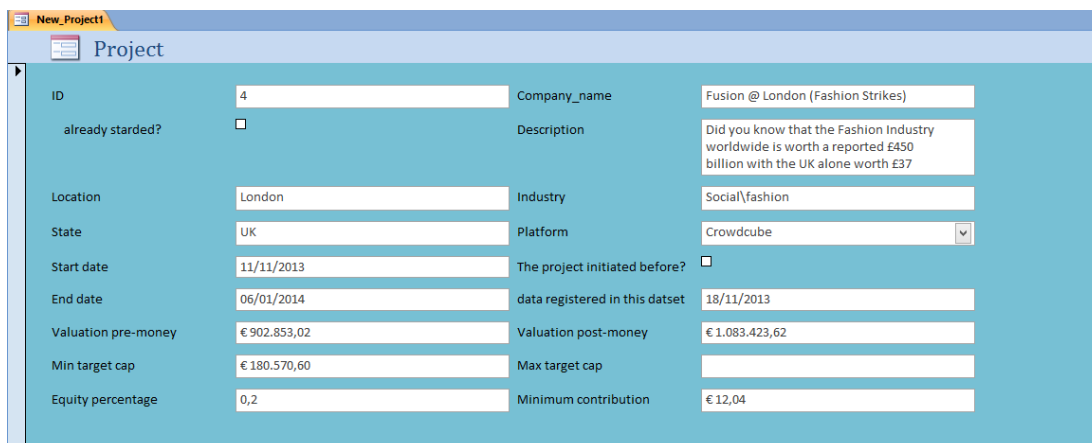
5.1 La struttura del Data Base

5.1.1 Il progetto

Nel paragrafo 2.1.2 abbiamo analizzato nel dettaglio le caratteristiche del progetto e lo abbiamo definito come l'idea imprenditoriale che viene pubblicata sulla piattaforma ed elemento centrale attorno al quale ruota il fenomeno dell'equity crowdfunding.

Ogni progetto pubblicato sulle piattaforme oggetto dello studio viene inserito nel Data Base, di seguito elenchiamo le informazioni relative al progetto che vengono raccolte:

- Nome della società;
- *Descrizione*: una breve panoramica sull'attività svolta dall'impresa;
- *Industry*: settore di appartenenza;
- *Already started*: variabile che assume valore "vero" se la start-up è già operativa;
- *Location, state*: localizzazione della sede aziendale;
- *Platform*: la piattaforma sulla quale è stato pubblicato il progetto;
- *Start date, end date, data registered in this dataset*: data di pubblicazione del progetto, di fine raccolta e di registrazione del progetto nel Data Base;
- *Valutation pre-money e post money*;
- *Min target cap, max target cap*: importo minimo e massimo della raccolta (nella maggior parte dei casi viene indicato solo l'importo minimo e la piattaforma definisce regole standard per i fondi raccolti oltre questa soglia);
- *Equity percentage*: percentuale di equity ceduta ai crowdfunders (la percentuale è riferita al target cap minimo);
- *Minimum contribution*: importo minimo per il singolo investimento.



ID	4	Company_name	Fusion @ London (Fashion Strikes)
already started?	<input type="checkbox"/>	Description	Did you know that the Fashion Industry worldwide is worth a reported £450 billion with the UK alone worth £37
Location	London	Industry	Social\Fashion
State	UK	Platform	Crowdcube
Start date	11/11/2013	The project initiated before?	<input type="checkbox"/>
End date	06/01/2014	data registered in this dataset	18/11/2013
Valuation pre-money	€ 902.853,02	Valuation post-money	€ 1.083.423,62
Min target cap	€ 180.570,60	Max target cap	
Equity percentage	0,2	Minimum contribution	€ 12,04

Figura 5.1.1: Maschera inserimento dati tabella project.

Per ogni progetto, inoltre, si raccolgono i business plan e i dati sulla situazione finanziaria della start-up pubblicati nell'apposita sezione (messa a disposizione dalla piattaforma) dal proponente.

5.1.2 La piattaforma

La piattaforma è il luogo virtuale nel quale avviene il contatto tra imprenditore e finanziatori. Come descritto nel capitolo 2, ogni piattaforma definisce le regole con le quali avviene la raccolta fondi. Nel Data Base vengono raccolte le informazioni riguardanti le caratteristiche che ne determinano le peculiarità e le modalità di operare:

- *Platform name;*
- *Date platform started;*
- *Nationality;*
- *% earning on funded projects:* ammontare success fee;
- *Fee on funded:* ammontare altri costi diversi dalla success fee;
- *Target:* settori specifici di appartenenza dei progetti proposti;
- *Funding type different from all or nothing:* piattaforme che trasferiscono comunque i capitali raccolti se al termine della funding window non è stato raggiunto il target minimo di finanziamento (ad oggi non esistono piattaforme di equity crowdfunding che operano in questo modo);

- *Funding reserved for accredited investors;*

ID_platform	16
Platform_name	Growth funders
date platform started	01/12/2013
Nationality	UK
% earning on funded projects	5,5
fee on funded	€ 2.100,00
funding type different from all or nothing exist?	<input type="checkbox"/>
especially targeted to some kinds of projects?	<input type="checkbox"/>
target	
Funding reserved for accredited investors?	<input type="checkbox"/>

Figura 5.1.2: Maschera inserimento dati tabella Platform.

5.1.3 Il proponente

Il proponente è il rappresentante dell'impresa che pubblica il progetto sulla piattaforma. Come accennato nell'analisi della letteratura le caratteristiche del proponente sono un fattore determinante per il successo della raccolta. Per ogni progetto vengono raccolti dati riguardanti il proponente o team di proponenti:

- *Dati anagrafici;*
- *Proponent missing:* variabile che assume valore "vero" se non viene dichiarato esplicitamente il proponente;
- *More than one proponent:* variabile che assume valore "vero" se il progetto viene presentato da un team di proponenti;
- *Sesso;*
- *E-mail;*
- *Position:* ruolo ricoperto dal proponente nella struttura aziendale;
- *ID from project:* ID del progetto presentato;
- *Facebook, Twitter e LinkedIn:* numero di amici/follone/contatti del proponente nei socila network;
- *CV.*

Proponent ID	22	Proponent missing?	<input type="checkbox"/>
First name	Jothan	More than one proponent	<input type="checkbox"/>
Second name		Gender (male)	<input checked="" type="checkbox"/>
Last name	Webb	E-mail	
Position	CEO		
ID (from project)	20		
Number of prior projects proposed	0		
Municipality	London	Facebook	
Province	Greater London	Twitter	337
State	UK	LinkedIn	435
nationality	English	CV pdf	

Figura 5.1.3: Maschera inserimento dati tabella Proponent.

Infine è stata creata una tabella Finanziamento nella quale sono inseriti i dati riferiti all'andamento della raccolta:

5.1.4 Il finanziamento

In questa tabella, per ogni progetto, si raccolgono i dati riguardanti l'andamento del finanziamento con frequenza bisettimanale e alla scadenza della funding window.

I dati raccolti riguardano sia l'andamento "finanziario" della raccolta che l'andamento "sociale" della stessa:

- *Project name e relativo ID*;
- *Week*: Settimane trascorse dall'inizio della raccolta di capitali;
- *Facebook, Twitter e Google+*: indica quante volte la pagina del progetto è stata condivisa sui social network;
- *Money raised e number of funders*: ammontare finanziato e numero di finanziatori;
- *Finished, funded disappear*: variabili che assumono valore "vero" se il progetto è concluso, stato finanziato o scomparso.

- *There is an institutional investor among funders?*, *institutional investor %*: variabile che assume valore “vero” se un investitore istituzionale ha aderito al finanziamento e la relativa percentuale investita.

Figura 5.1.4: Maschera inserimento dati tabella Funding.

5.1.5 Le relazioni

Le diverse tabelle sono state messe in relazione tra loro in modo da garantire la coerenza tra i dati contenuti nelle diverse tabelle e in maniera tale da facilitare le interrogazioni al Data Base:

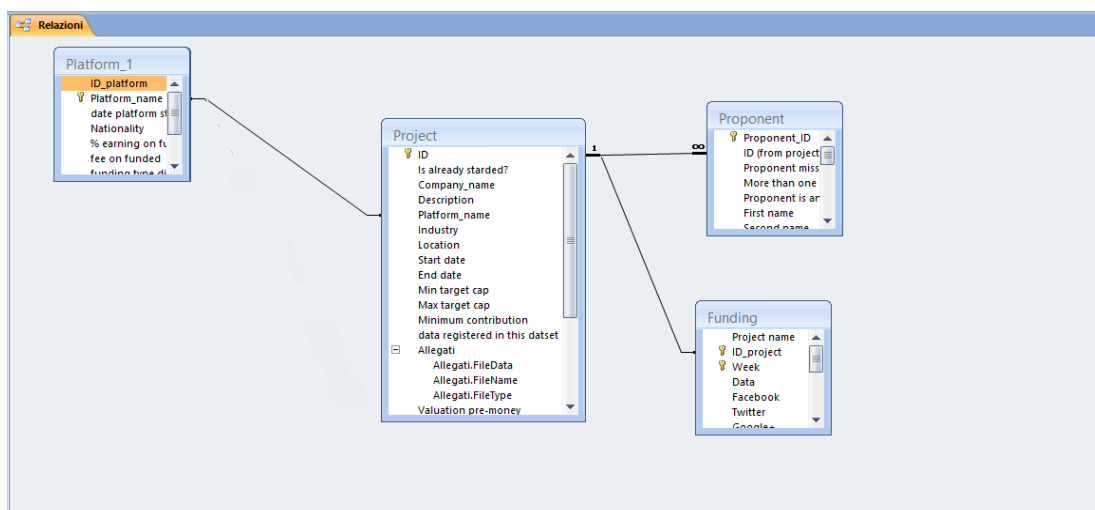


Figura 5.1.5: Relazioni tra le tabelle.

Dalla figura 5.1.5 si può vedere come la tabella project è al centro del Data Base e le altre tabelle sono state messe in relazione con questa grazie all'utilizzo di un ID progressivo associato ad ogni singolo progetto:

- *Relazione project-platform*: è una relazione molti ad uno; ad ogni progetto può essere associata una sola piattaforma, mentre ad ogni piattaforma possono essere associati più progetti. Questa relazione è stata implementata rendendo il nome della piattaforma chiave primaria nella tabella platform.
- *Relazione project-proponent*: relazione di tipo uno a molti; ogni proponente è legato al progetto proposto, mentre il progetto può avere più proponenti.
- *Relazione project-funding*: la relazione tra queste due tabelle è di tipo uno a molti; ogni aggiornamento della raccolta è legato ad un solo progetto, il progetto è invece legato a più aggiornamenti. Per permettere la creazione di più aggiornamenti per un singolo progetto il campo week viene utilizzato come chiave secondaria (ogni record deve avere una coppia di valori *id_progetto* e *week* unica).

Ad oggi sono stati raccolti dati riferiti a 240 progetti pubblicati sulle piattaforme visionate. I dati a disposizione non sono sufficienti per uno studio empirico statisticamente significativo. In questa sezione, quindi, ci limiteremo a presentare alcuni dati sintetici del lavoro di ricerca ancora in corso.

5.2 Analisi dei dati

Le piattaforme

Come accennato precedentemente, nel Data Base sono state prese in considerazione solamente le piattaforme appartenenti alla classe equity crowdfunding che pubblicano i dati sull'avanzamento della raccolta. Le piattaforme inserite sono:

AngelsDen (www.angelsden.com), Bank to the future (www.banktothefuture.com), Crowdcube (www.crowdcube.com), Crowdmision (www.crowdcube.com), Growth funders (www.growthfunders.com), Invesdor (www.invesdor.com), Seedrs (www.seedrs.com), Sharein (www.sharein.com), StarsUp (www.starsup.it), Syndacate room (www.syndicateroom.com) e Unicaseed (www.unicaseed.com).

Queste piattaforme operano in paesi dove i regolamenti vigenti consentono alle piattaforme di raccogliere capitale anche da investitori non sofisticati. La distribuzione geografica delle piattaforme è la seguente: due italiane, otto inglesi e una finlandese.

Tabella 3: piattaforme DB e numero progetti

Piattaforma	Progetti registrati
Angels Den	22
Bank of the future	10
Crowdcube	111
Crowdmision	3
Growth funders	3
Invesdor	14
Seedrs	55
Sharein	5
StarsUp	1
Syndicateroom	15
UNICASEED	1

La tabella 3 presenta il numero di progetti inseriti nel Data Base per ogni piattaforma. Molte piattaforme non consentono di avere informazioni sui progetti già scaduti, per questo i progetti inseriti sono quelli che erano già in corso alla data in cui la piattaforma è stata inserita o che sono stati pubblicati in data successiva. Le principali caratteristiche riferite a queste piattaforme sono riportati nella tabella 2 del capitolo 2.

I progetti e la raccolta

In questa sezione presentiamo alcuni dati sintetici riferiti ai 240 progetti registrati.

Al 30 Marzo 2014 risultano essere ancora in corso 69 progetti, 59 non hanno ottenuto il finanziamento, 57 hanno avuto successo e 55 sono scomparsi prima della data di scadenza della raccolta fondi. Un primo dato che emerge da questa analisi è che molti imprenditori quando si accorgono che la raccolta fondi non procede come sperato preferiscono eliminare la pagina del progetto dalla piattaforma. Questo dato può essere letto alla luce di quanto affermato nel paragrafo 2.3: al fine di limitare il danno d'immagine dovuto al fatto che il mercato non ha ritenuto valida l'offerta, l'imprenditore preferisce che il progetto venga eliminato.

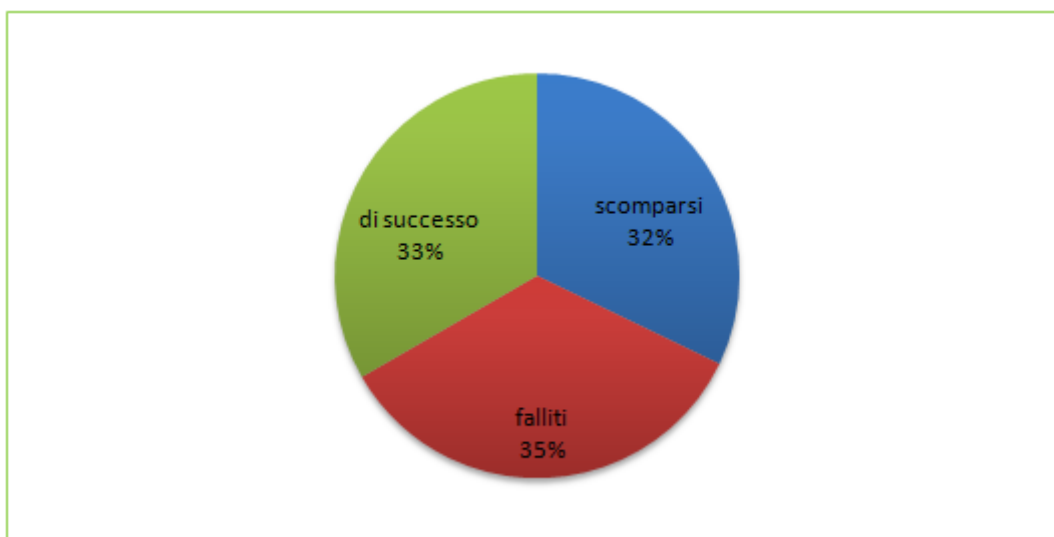


Figura 5.2.1: Esito campagne di raccolta fondi.

Come mostrato in figura 5.2.1 il 33% dei progetti ha avuto successo, mentre i progetti che non hanno raccolto capitale sono il 67% (di cui il 32% sono scomparsi).

Nel capitolo 1 abbiamo presentato i dati sulle percentuali di successo dei progetti di crowdfunding del report di Massolution (2013) e per i progetti equity-based questa percentuale è pari al 43%. Dai dati a nostra disposizione si può notare come la differenza sia del 10% e da una prima analisi si può

ipotizzare che la differenza tra le due percentuali sia dovuta al fatto che nel report di Massolution non si distingue tra progetti di clubfunding e di equity crowdfunding e quindi se la raccolta di capitali viene riservata a investitori professionali si hanno maggiori possibilità di successo a discapito della possibilità di sfruttare i vantaggi derivanti dalla raccolta fondi dalla folla presentati nel paragrafo 2.3.

La soglia minima di raccolta media dei progetti è di 156.129€ e la percentuale media di equity offerta è del 13,94%.

Tabella 4: Obiettivo di raccolta e % equity offerta progetti di successo.

Min target cap			% equity		
Min	Max	media	Max	Min	media
€ 24.076	€ 1.865.896	€ 204.230	40%	2%	14,33%

La tabella 4 presenta i dati sugli obiettivi di raccolta e la quota di società offerta dei progetti che hanno ottenuto il finanziamento. La media del capitale effettivamente raccolto dai progetti di successo (le piattaforme ammettono l'overfunding) è stato di 258.280€, mentre la durata media di raccolta per i progetti di successo è di 53 giorni.

L'azienda che ha raccolto più capitali è Apta Biosciences, società del settore medico di Ledbury, nel Regno Unito. La società, che sta continuando a raccogliere capitali in overfunding sulla piattaforma Syndacate Room, ha raccolto in 17 giorni 1.941.134€ a fronte di una richiesta di 1.865.896€ per 34,06% di equity (valutazione pre money 3.612.366€).

Le campagne di successo hanno avuto in media 108,6 finanziatori con un investimento medio pari a 2.265€ per investitore.

Bibliografia

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., (2011). The Geography of Crowdfunding.

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding.

Akerlof A., (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, Aug. 1970, pp. 488-500.

Barberis N., Ming Huang, Santos T., (1999). Prospect Theory and Asset Prices, *The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 494*.

Bayar O., Chemmanur T. J., (2012). What drives the valuation premium in IPOs versus acquisitions? An empirical analysis.

Belleamne P., Lambert T., Schwenbacher A., (2013). Crowdfunding: Tapping the right crowd.

Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I., (1998). Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades.

Botazzi L., Da Rin M., (2009). Venture Capital and the Growth of Innovative Firms in Europe.

Burtch G., Ghose A., Wattal S., (2013). An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets.

Buraschi A., Cornelli F., (2013). The Economics of Donations and Enlightened Self-interest

Calvieri C., Esposito R., (2013). Crowdfunding world 2013 – Report, analisi e trend.

Castrataro D., Pais I., (2012). Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane.

Castrataro D., Pais I., (2013). Analisi delle piattaforme di crowdfunding italiane.

Chemmanur T. J., Chen Z., (2006). Venture Capitalists versus Angels: The Dynamics of Private Firm Financing Contracts, *AFA 2003 Washington, DC Meetings*.

Collins L., Pierrakis Y., (2012). The Venture Crowd - Crowdfunding Equity Investment Into Business.

Cosh A., Cumming D. J., Outside A. H., (2009). Entrepreneurial Capital, *The Economic Journal, Vol. 119, Issue 540, pp. 1494-1533, October 2009*.

Crowd Valley Inc., (2013). Crowdfunding Market Report.

Cumming D., Johana S., (2013). Demand-driven securities regulation: evidence from crowdfunding.

De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., (2012). A Framework for European Crowdfunding.

Dellarocas C., (2003). The Digitization of Word of Mouth: Promise and Challenges of Online Feedback Mechanisms. *Management Science 2003 INFORMS Vol. 49, No. 10, October 2003, pp. 1407–1424*.

Dholakia U.M., Bagozzi R. P., Pearo L., (2003). A social influence model of consumer participation in network- and small-group-based virtual communities.

Djelassi S., Decoopman I., (2013). Customers participation in product development through crowdsourcing: issues and implications.

Dorff M. B., (2013). The Siren Call of Equity Crowdfunding.

Estellés-Arolas E., González-Ladrón-de-Guevara F., (2012). Towards an integrated crowdsourcing definition, *Journal of Information Science XX (X) pp. 1-14*.

European Crowdfunding Network, (2013). Review of Crowdfunding Regulation - Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel.

Faraj S., Johnson S. L., (2010). Network Exchange Patterns in Online Communities. *Organization Science Vol. 22, No. 6, November–December*

2011, pp. 1464–1480.

Franzen C., (2012). *One Company Ready to “Crowdfund” After JOBS Act: Rock the Post.*

Freedman S. M., Zhe Jin G., (2011). Learning by doing with asymmetric information: evidence from prosper.com.

Gächter S., Johnson E. J., Herrmann A., (2007). Individual-Level Loss Aversion in Riskless and Risky Choices.

Gerber E. M., Hui, Pei-Yi Kuo J. S., (2012). Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms.

Gerrit, Ahlers K. C., Cumming D., Günther C., Schweizer D., (2013). Signaling in Equity Crowdfunding.

Giudici G., Nava R., Rossi Lamastra C., Verecondo C., (2012). Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?.

Giudici G., Guerini M., Rossi Lamastra C., (2013). Crowdfunding in Italy: State of the Art and Future Prospects, *Economia e Politica Industriale - Journal of Industrial and Business Economics*, 2013 vol. 40 (4): 173-188.

Hallen B. L., Eisenhardt K. M., (2012). Catalyzing strategies and efficient tie formation: how entrepreneurial firms obtain investment ties, *Academy of Management Journal* 2012, Vol. 55, No. 1, 35–70.

Harms M., (2007). What Drives Motivation to Participate Financially in a Crowdfunding Community?.

Harrison R.,(2013). Crowdfunding and the revitalisation of the early stage risk capital market: catalyst or chimera?, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:4, 283-287.

Hellmann T., (2007). Entrepreneurs and the Process of Obtaining Resources.

Hornuf L., Schvienbacher A., (2014). Crowdinvesting – Angel Investing Fof The Masses?.

InfoDEV, The World Bank, (2013). Crowdfunding’s Potential for the Developing World.

Ingram C., Teigland R., (2013). Crowdfunding among IT Entrepreneurs in Sweden - A Qualitative Study of the Funding Ecosystem and IT Entrepreneurs' Adoption of Crowdfunding.

Jennings M. M. (1993). *The Efficacy of Merit Review of Common Stock Offerings: Do Regulators Know More Than The Market?*, 7 *BYU J. PUB. L.* 211, 218 (1993)

Keuschnigg C., (2002). Venture Capital Backed Growth, *CESifo Working Paper Series No. 664* (5).

Konana P., Balasubramanian S., (2005). The Social–Economic–Psychological model of technology adoption and usage: an application to online investing.

Kumar A., Lim S. S., (2005). How do Decision Frames Influence the Stock Investment Choices of Individual Investors?.

Kuppuswamy V., Bayus B. L., (2013). Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics Of Project Backers In Kickstarter.

Lauga D. O., Ofek E., (2009). Market Research and Innovation Strategy in a Duopoly.

Lerner J., (1997). *Venture Capital and Private Equity: A Course Overview*.

Massolution, (2013). *2013CF The Crowdfunding Industry Report*.

Maula M., Autio E., Arenius P., (2005). What Drives Micro-Angel Investments?.

McDermott R., Fowler J. H., Smirnov O., (2008). On the Evolutionary Origin of Prospect Theory Preferences, *Forthcoming, Journal of Politics (tentatively April 2008)*.

Metrick A., Yasuda A., (2011) *Venture Capital & The Finance Of Innovation*.

Mollick E., (2013). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study.of smaller compaignie.

Othmar, Lehner M., (2013). Crowdfunding social ventures: a model and research agenda, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:4, 289-311.

Parrino R. J., Romeo P. J., (2012). JOBS Act eases securities-law regulation

Pierrakis Y, Collins L., (2014). Crowdfunding: a new innovative model of providing funding to projects and businesses.

Politecnico di Milano, (2013). Il CrowdFunding in Italia, V° Rapporto Rita.

Ramadani V., (2008). Business Angels Who They Really Are?.

Ricciardi V., Simon H. K., (2000). What is Behavioral Finance?, *Business, Education and Technology Journal Fall 2000*.

Rong-An Shang, Yu-Chen Chen, Chun-Ju Chen, (2012). The social and objective value of information in virtual investment communities.

Rubinton B. J., (2011). Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking.

Salganik M. J., Dodds P. S., Watts D. J. (2006). Supporting Online Materials Experimental Study of Inequality and Unpredictability in an Artificial Cultural Market

Schwartz A., (2013). Crowdfunding securities.

Schwiebacher A., Larralde B., (2010). Crowdfunding Of Small Entrepreneurial Ventures, *Book chapter forthcoming in Handbook of Entrepreneurial Finance (Oxford University Press)*.

Thayer S. J., McKillip C. E., (2012). Crowdfunding – one step forward, one step back.

Tomczak A., Brem A., (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:4, 335-359.

Van Osnabrugge M., (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance, Volume 2, Issue 2, pages 91-109*.

Wang Y., Fesenmaier D. R., (2003). Understanding the Motivation of Contribution in Online Communities

An Empirical Investigation of an Online Travel Community

Ward C., Ramachandran V., (2010). Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods.

Wroldsen J. S., (2013). The social network and the crowdfund act: Zuckerberg, Saverin, and venture capitalists' dilution of the crowd.

Sitografia

99funding – www.99funding.com

Afexios – www.afexios.com

Agis.co – www.agis.co

Anaxago – www.anaxago.com

AngelList – www.angel.com

Angels Den – www.angelsden.com

ASSOB – www.assob.com.au

Bank to The Future – www.banktothefuture.com

Bihoop – www.bihoop.com

Blazefund – www.blazefund.com

Boober – www.boober.it

BOOMStarter – www.boomstarter.it

Broota – www.broota.com

BuonaCausa – www.buonacausa.org

Cayzo – www.cayzo.com

Cineama – www.cineama.it

CircleUp – www.circleup.com

Commoon – www.commoon.it

Companisto – www.companisto.de

COM-Unity – www.com-unity.it

Crowdahead – www.crowdahead.com

Crowdangel – www.crowdangels.pl

CrowdBNK – www.crowdbnk.com
CrowdCube – www.crowdcube.com
Crowdfunder – www.crowdfunder.com
Crowdfunding-Italia – www.crowdfunding-italia.com
CrowdfundMe – www.crowdfundme.it
CrowdInvest – www.crowdinvest.co.za
Crowdmission – www.crowdmission.com
Curefunders – www.curefunders.com
Darwin online – www.darwinonline.com
DeRevolutione – www.derev.com
Distribuzioni dal basso – www.distribuzionidalbasso.com
Earlyshares – www.earlyshares.com
eFunder – www.efunder.com
Eppela – www.eppela.com
Equitynet – www.equitynet.com
Equityshack – www.equityshack.com
eRaise – www.eraise.com
Eureeca – www.eureeca.com
Fairstreet – www.fairstreet.com
Finanziami il tuo futuro – www.finanziamiiltuofuturo.it
Fondatio – www.fondatio.com
For Italy – www.foritaly.org
Fund for culture – www.fundforculture.org
Fundable – www.fundable.com
FundedByMe – www.fundedbyme.com
Fundera – www.fundera.it

Growthfundrs – www.growthfundrs.com

H2Raise – www.h2raise.it/home

Healthfundr – www.healthfundr.com

Hyperfund – www.hyperfund.com

Icrowd – www.icrowd.com

IdeaGinger – www.ideaginger.wordpress.com

Initialcrowdoffering – www.initialcrowdoffering.com

Innovestment – www.innovestment.de

Inverem – www.inverem.es

Invesdor – www.invesdor.com

Iodono v www.iodono.com

Iravest – www.iravest.com

Joinvestor – www.joinvestor.com

Kapipal – www.kapipal.com

Kapitalzocial – www.kapitalzocial.com

Kendoo – www.kendoo.it

Leevia – www.leevia.com

Let's donation – www.letsdonation.com

Localstake – www.localstake.com

Mabita – www.mabita.it

Micro Crédit Artistique – www.microcreditartistique.com

MicroVentures – www.micro-ventures.com

MusicRaiser – www.musicraiser.com

Mymicroinvest – www.mymicroinvest.com

Mynbest – www.mynbest.com

Opengenius – www.sites.google.com/site/scienza20/open-genius

Opsidea – www.opsidea.it
OurCrowd – www.ourcrowd.com
Pocketventure – www.pocketventure.com
Polisfund – www.polisfund.altervista.org
Poliwogg – www.poliwogg.com
Prestiamoci – www.prestiamoci.it
Produzioni dal Basso – www.produzionidalbasso.com
PubblicoBene – www.pubblicobene.it
Pushfunder – www.pushfunder.com
Retedeldono – www.retedeldono.it
Returnonchange – www.returnonchange.com
Rockthepost – www.rockthepost.com
Sawafund – www.sawafund.com
Schoolraising – www.schoolraising.it
Seedinvest – www.seedinvest.com
Seedmatch – www.seedmatch.de
Seedquick – www.seedquick.com
Seedrs – www.seedrs.com
Seedups – www.seedups.com
Sharein – www.sharein.com
Shekra – www.shekra.com
SiamoSoci – www.siamosoci.com
Smartangels – www.smartangels.fr
Smartika – www.smartika.it
Sociosinversores – www.sociosinversores.es
Sprowd – www.sprowd.com

StarsUp – www.starsup.it

Starteed – www.starteed.com

Startify – www.startify.it

Startzai – www.startzai.it

Sterlingfunder – www.sterlingfunder.com

Stratupaddict – www.startupaddict.com

Stratupvalley – www.startupvalley.com

Symbid – www.symbid.com

Syndacateroom – www.syndicateroom.com

TakeOff Crowdfunding – www.takeoffcrowdfunding.com

TerzoValore – www.terzovalore.com/terzovalore

The crowd angel – www.thecrowdangel.com

Trucrowd – www.trucrowd.com

Unicaseed – www.unicaseed.it

UnitedEquity – www.united-equity.de

VentureBonsai – www.venturebonsai.com

WeAreStarting – www.wearestarting.it

WeRealize – www.werealize.it

WeSparkt – www.wesparkt.com

Wiseed – www.wiseed.com

Youcapital – www.youcapital.it

blog.crowdfuture.net/post/27347307736/crowdfunding-e-social-web-una-storia-parallela

dealbook.nytimes.com/2014/03/26/crowdfunding-site-circleup-raises-14-million/?_php=true&_type=blogs&_php=true&_type=blogs&_r=1

hlentreprise.lexpress.fr/levee-de-fonds/2014-l-annee-du-crowdfunding_45111.html

www.advisoronline.it/normative-e-fisco/aifmd/22072-aifmd-il-passaporto-europeo-fa-flop.action

www.consob.it

www.crowdclan.com/problems-equity-crowdfunding-platforms-face

www.crowdfundinsider.com/2014/01/29883-denmark-establishes-danish-crowdfunding-association/

www.dirittobancario.it/approfondimenti/gestione-collettiva-del-risparmio/direttiva-gestori-fondi-investimento-alternativi-aifmd

www.forbes.com

www.gazzettaufficiale.it

www.growthbusiness.co.uk/growing-a-business/business-finance/2440137/crowdcube-taking-the-equity-crowdfunding-model-and-going-global.html

www.registroimprese.it

www.thecrowdcafe.com

Ringraziamenti

Innanzitutto vogliamo ringraziare il Professor Giancarlo Giudici, relatore di questa tesi, per la sua disponibilità e il supporto datoci in questi mesi, senza i suoi preziosi suggerimenti non avremmo mai portato a conclusione questo lavoro.

Un ringraziamento è dovuto al nostro semi-compagno di tesi Edoardo Cioni, con il quale abbiamo condiviso parte di questo percorso, e al “nostro Silvio Grillo”, preziosa fonte di informazioni grazie all’impegno profuso nell’esplorare le centinaia di piattaforme di crowdfunding che sono state censite.

Alessandro e Manuel

Questa tesi è la conclusione di un percorso lungo cinque anni, voglio ringraziare tutte le persone che mi hanno permesso di arrivare a questo grande traguardo.

Voglio ringraziare i miei genitori Giancarlo e Maria Vittoria, senza i loro consigli e il loro supporto morale ed economico non sarebbe stato possibile ottenere questo risultato. Un doveroso ringraziamento va anche a mio fratello Stefano, punto di riferimento, che con i suoi consigli mi ha aiutato in questi anni.

Infine voglio ringraziare tutti gli amici che mi hanno supportato in questi anni, quelli di una vita e quelli conosciuti tra i banchi dell’università, persone con le quali ho condiviso questa grande esperienza di vita, è solo grazie a loro che sono riuscito a superare tutti gli ostacoli incontrati in questo percorso.

Alessandro

Voglio ringraziare i miei genitori Angelo e Annalidia per avermi dato la possibilità, grazie al supporto economico e soprattutto emotivo, di portare a compimento il percorso di studi intrapreso cinque anni fa al Politecnico di Milano.

Un ringraziamento speciale va a mia sorella Greta, che nonostante la distanza mi è sempre stata vicina nei momenti di difficoltà, con le nostre lunghe chiacchierate e le belle parole spese per tirarmi su il morale.

Voglio ringraziare tutte le persone che ho conosciuto in questi anni, con le quali ho condiviso momenti emozionanti e che hanno reso la mia esperienza universitaria indimenticabile.

Voglio ringraziare i miei amici di “Bixio” Edoardo, Francesco, Simonpaolo e il mio compagno di stanza Matteo, nonché amico di una vita con il quale ho condiviso tutto il mio percorso formativo sin dall’infanzia.

Un ringraziamento particolare al mio amico Andrea, fratello “acquisito” e grande fonte di ispirazione intellettuale in tutti questi anni di amicizia che ci legano.

Infine ringrazio la mia fidanzata Carla, punto di riferimento, che mi ha supportato e “sopportato” nei momenti più bui e che mi ha dato lo stimolo e la forza di continuare a crescere nel mio percorso professionale.

Manuel