

POLITECNICO DI MILANO

Facoltà di Ingegneria dei Sistemi

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Anno Accademico 2012/2013



Analisi del mercato italiano del Crowdfunding per i progetti Business Oriented

Relatore:

Professor Giancarlo Giudici

Tesi di laurea di:

Edoardo Cioni 784351

Abstract

In an economic as sensitive as the current one, the need to seek new forms of financing has arisen in order to revive an economy in steep decline.

A general squeeze on retail credit has made individuals search alternative forms of raising capital; this macroeconomic situation has fostered the development of Crowdfunding.

Although historically the main purpose of fundraising was philanthropic, people started raising capital for personal purposes, such as creating a music disc, or various forms of funding such lending, up to financing companies exchange for shares of them.

This kind of fund raising seems to be the future of Crowdfunding.

This thesis focuses on those projects defined "business", for which the purpose of the collection is the creation or sustaining of a profit-oriented enterprise in exchange for a financial return for the investor.

In particular, after analyzing the growth of the phenomenon and the literature on the subject, the study focuses on the relationship between the probability of raising funds for "business" projects and the characteristics of those who propose the collection.

The results give some interesting hints: the probability of harvest success is greatest if a company rather than an individual propose the project and if those proposing the project has investments in other companies not related to the one financed ("serial" entrepreneur). In addition, the study shows that ICT projects reach the target more easily and that the lower the target collection and the more likely it is that the goal is reached.

Abstract

In un momento economico così delicato come quello attuale, è sorta la necessità di cercare nuove forme di finanziamento per poter rilanciare un'economia in forte declino.

La stretta del credito per famiglie e piccole medie imprese ha fatto sì che l'individuo ricercasse forme alternative di raccolta di capitali; questa condizione macroeconomica ha creato il terreno per lo sviluppo del Crowdfunding.

Sebbene storicamente lo scopo principale delle raccolte fondi sia di tipo filantropico, hanno cominciato a prendere piede raccolte per scopi personali, come la creazione di un disco musicale, o forme di finanziamento di tipo lending, fino ad arrivare al finanziamento di vere e proprie imprese in cambio di partecipazioni nella società finanziata.

Ed è proprio questa ultima forma di raccolta quella che sembra essere il futuro del Crowdfunding.

Questa tesi si concentra su quei progetti definiti "business", per i quali lo scopo della raccolta è la creazione o il sostenimento di un'impresa orientata al profitto in cambio di un ritorno economico per l'investitore.

In particolare, dopo aver analizzato il processo di crescita del fenomeno e la letteratura inerente al tema, lo studio si concentra sulle relazioni che intercorrono tra la probabilità di raccogliere fondi dei progetti "business" e le caratteristiche di chi propone la raccolta.

I risultati offrono degli spunti interessanti: la probabilità di successo della raccolta è maggiore se il progetto è proposto da un'impresa piuttosto che da un privato e se chi propone il progetto possiede partecipazioni in altre imprese non correlate con la finanziata (imprenditore "seriale"); inoltre, è emerso che raggiungono più facilmente il target i progetti di ambito ICT e che minore è il target di raccolta e più probabile è che venga raggiunto l'obiettivo.

Indice

Abstract	3
Indice delle tabelle	9
Indice delle figure	10
Introduzione	13
1. Il Crowdfunding	15
1.1. Le diverse tipologie di Crowdfunding	19
1.1.1. Le tipologie di progetti.....	19
1.1.2. Il ritorno per investitori e proponenti	24
1.2. I numeri del mercato del Crowdfunding	27
1.3. La situazione Italiana	31
1.3.1. Le piattaforme in Italia	32
1.3.2. I Progetti in Italia	34
1.4. Una classificazione alternativa	38
2. La normativa	42
2.1. USA e JOBS Act	43
2.2. La normativa italiana	47
2.2.1. Decreto “Sviluppo bis”	47
2.2.1.1. La start-up innovativa.....	48
2.2.1.2. Incentivi per la nascita di start-up innovative	50
2.2.1.3. CONSOB e regolamento.....	51
2.2.2. Il gestore di portali on-line	52
2.2.3. Regolamento CONSOB.....	52
2.2.3.1. Regole di condotta	53
2.2.3.2. Provvedimenti cautelari e sanzionatori	54
2.2.3.3. Condizioni di ammissione e recesso delle offerte	54
3. Analisi della letteratura	57
3.1. Una definizione di Crowdfunding	57
3.2. Dinamiche di successo del CF	60
3.3. L’impatto della normativa	67
3.3.1. Analisi d’impatto.....	68
3.3.2. Tutela dell’investitore	70

3.3.3.	Rischi per l'investitore	71
3.3.4.	Possibili scenari futuri	72
3.4.	Crowdfunding vs Venture Capital	74
3.4.1.	Il Venture Capital	74
3.4.2.	Analogie e differenze tra VC e Crowdfunding	76
4.	Analisi empirica	79
4.1.	Obiettivo dello studio	79
4.2.	Ipotesi di ricerca	80
4.3.	Ricerca e raccolta dati	81
4.3.1.	Il database	83
4.3.1.1.	Il proponente	83
4.3.1.2.	Il progetto	84
4.3.1.3.	La piattaforma	86
4.3.1.4.	Il finanziamento	88
4.3.1.5.	Struttura del database	90
4.3.2.	Piattaforma Siamosoci	91
4.3.3.	Portale Camera Di Commercio	95
4.3.4.	Internet	96
4.4.	Variabili di studio	96
4.4.1.	Variabile dipendente	96
4.4.2.	Variabili indipendenti	98
4.4.2.1.	Variabili di progetto	98
4.4.2.2.	Variabili di impresa	101
4.4.3.	Variabili di controllo	106
5.	Metodi e risultati	109
5.1.	Modelli	109
5.2.	Risultati	110
6.	Conclusioni	118
	Bibliografia	119
	Sitografia	123

Indice delle tabelle

Tabella 4.4.3.1: Descrizione variabili utilizzate nello studio.....	107
Tabella 4.4.3.2: Caratteristiche del campione in relazione ad ogni variabile	108
Tabella 5.2.1: Riassunto dati modello 1	110
Tabella 5.2.2: Analisi della varianza modelli 1	111
Tabella 5.2.3: Analisi dei coefficienti modello 1	111
Tabella 5.2.4: Riassunto dati modello 2.....	112
Tabella 5.2.5: Analisi della varianza modelli 2	112
Tabella 5.2.6: Analisi dei coefficienti modello 2	112
Tabella 5.2.7: Riassunto dati modello 3.....	113
Tabella 5.2.8: Analisi della varianza modelli 3	114
Tabella 5.2.9: Analisi dei coefficienti modello 3	114
Tabella 5.2.10: Riassunto dati modello 4.....	115
Tabella 5.2.11: Analisi della varianza modelli 4	115
Tabella 5.2.12: Analisi dei coefficienti modello 4	116

Indice delle figure

Figura 1.2.1: Crescita mercato mondiale Crowdfunding per tipologia di progetto. Fonte: Massolution (2013).....	28
Figura 1.2.2: Crescita mercato mondiale Crowdfunding per area geografica. Fonte Massolution (2013).....	28
Figura 1.2.3: Ripartizione mercato Crowdfunding tra i principali settori. Fonte Massolution (2013).....	30
Figura 1.2.4: Probabilità di successo per tipologia di progetto. Fonte Massolution (2013).....	31
Figura 1.3.1: Crescita mercato Crowdfunding Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012).....	32
Figura 1.3.2: Numero piattaforme Italia per tipologia di progetto (2013). Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)	33
Figura 1.3.3: Numero piattaforme Italia per tipologia di progetto. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012).....	33
Figura 1.3.4: Suddivisione progetti per tipologia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012).....	34
Figura 1.3.5: Probabilità di successo per tipologia di progetto in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)	35
Figura 1.3.6: Finanziamento medio progetti per tipologia in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012).....	36
Figura 1.3.7: Suddivisione progetti per tipologia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013).....	36
Figura 1.3.8: Probabilità di successo per tipologia di progetto in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)	37

Figura 1.3.9: Finanziamento medio progetti per tipologia in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013).....	37
Figura 1.4.1: Classificazione alternativa progetti. Fonte: V° rapporto RITA - Il Crowdfunding in Italia.....	39
Figura 1.4.2: Suddivisione progetti per tipologia secondo classificazione alternativa. Fonte: Politecnico di Milano (2013)	40
Figura 1.4.3: Probabilità di successo per tipologia di progetto secondo classificazione alternativa in Italia. Fonte: Politecnico di Milano (2013)	40
Figura 1.4.4: Finanziamento medio progetti per tipologia secondo classificazione alternativa in Italia. Fonte: Politecnico di Milano (2013)	41
Figura 2.2.1: Suddivisione geografica start-up in Italia (Ottobre 2013). Fonte: CONSOB	49
Figura 4.3.1: Maschera inserimento nuovo proponente. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano	84
Figura 4.3.2: Maschera inserimento nuovo progetto. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.	86
Figura 4.3.3: Maschera inserimento nuova piattaforma. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.	87
Figura 4.3.4: Maschera inserimento informazioni relative allo stato di avanzamento di un progetto. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.....	89
Figura 4.3.5: Maschera inserimento informazioni relative allo stato di avanzamento di un progetto della piattaforma SiamoSoci. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.....	89
Figura 4.3.6: Schema delle relazioni tra le tabelle del database. Fonte: Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.	90
Figura 4.3.7: Maschera relativa alla piattaforma SiamoSoci. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.	92
Figura 4.3.8: Homepage sito ufficiale di SiamoSoci.....	93
Figura 4.3.9: Pagina di dettaglio di un progetto pubblicato su SiamoSoci.....	94
Figura 4.3.10: Form da compilare per manifestare interesse nei confronti di un progetto pubblicato su SiamoSoci	95
Figura 4.4.1: Ripartizione campione dati rispetto alla percentuale di raggiungimento del target	97

Figura 4.4.2: Ripartizione campione dati rispetto al target di finanziamento	99
Figura 4.4.3: Ripartizione campione dati rispetto al settore di appartenenza di progetto.....	101
Figura 4.4.4: Ripartizione campione dati rispetto alla tipologia di proponente.....	102
Figura 4.4.5: Ripartizione campione dati rispetto al capitale sociale deliberato.....	103
Figura 4.4.6: Ripartizione campione dati rispetto all'utile netto 2012	103
Figura 4.4.7: Ripartizione campione dati rispetto alla posizione finanziaria netta calcolata sul bilancio del 2012.....	104
Figura 4.4.8: Ripartizione campione dati rispetto all'utile netto 2012	105
Figura 4.4.9: Ripartizione campione dati rispetto alla propensione all'investimento del proponente	106

Introduzione

Il Crowdfunding è una tipologia di finanziamento nata intorno al 2008 negli Stati Uniti. Si tratta di un modo alternativo di raccogliere fondi, basato sulla presenza di tre elementi fondamentali: un individuo che propone un progetto da finanziare, una piattaforma su cui pubblicare i dettagli della richiesta di fondi e una folla di persone che rappresenta la massa di potenziali finanziatori. Questa tesi esplora una particolare tipologia di progetti, andando a cercare quali possano essere le cause che determinano il successo o meno della raccolta.

Nella prima parte della trattazione è analizzato il significato del Crowdfunding, la sua storia ed i punti cardine che ne hanno permesso lo sviluppo. Risulta infatti errato pensare che il Crowdfunding nasca da un'intuizione di un individuo: lo sviluppo tecnologico, la nascita del web 2.0 e dei social network rappresentano le fondamenta su cui esso è cresciuto e senza i quali non avrebbe raggiunto l'importanza che ha oggi. Successivamente vengono espone le quattro tipologie di progetti con cui è stato diviso il mercato del Crowdfunding: donation-based, reward_based, lending-based ed equity-based. La natura di questa classificazione è legata al tipo di ricompensa che viene riconosciuta al finanziatore: si parla di "donation" quando l'offerta non prevede alcun tipo di ritorno, di "reward" quando il finanziatore riceve un ritorno non economico, di "lending" quando il finanziamento è un prestito che prevede la restituzione futura del capitale eventualmente maggiorato da una quota di interesse e di "equity" quando il ritorno dell'investimento è rappresentato da quote della società finanziata. Dopo aver spiegato questo fenomeno, si passa ad un'analisi su quelle che sono le dimensioni di questo nuovo mercato, analizzandone le prospettive di crescita sia globali che relative ad ogni tipologia di progetto.

La seconda parte, invece, si concentra sui progetti orientati al finanziamento di imprese in cambio di un ritorno economico. A fine 2012,

infatti, il Crowdfunding viene pubblicamente riconosciuto come fenomeno affermato, in quanto una parte del decreto sviluppo bis è concentrata proprio sulla regolamentazione di questo. Nel 2013 l'Italia (prima nel mondo) pubblica un regolamento ad hoc in materia di equity-based Crowdfunding. A fronte di ciò, sono analizzati gli elementi principali della normativa sul tema, confrontandola con il corrispettivo americano.

La terza parte esplora la letteratura sul tema cercando di giungere ad una definizione completa del termine Crowdfunding ed esplorando i numerosi studi fatti su di esso. Data la relativa novità del tema e il ridotto numero di dati a disposizione, non è ancora possibile affermare che questo fenomeno possa essere considerato come una forma alternativa di finanziamento rispetto alle tradizionali. Per stabilire quali possano essere gli sviluppi futuri del finanziamento di imprese tramite Crowdfunding, questo viene confrontato con il più simile modello di finanziamento attualmente affermato: il Venture Capital.

Successivamente, vengono esposti i dettagli relativi allo studio effettuato. Nella quarta sezione, infatti, sono spiegati gli obiettivi della ricerca, le variabili utilizzate per lo studio e le fonti da cui è stato ricavato il campione di dati. Lo studio si pone l'obiettivo di capire quali relazioni intercorrono tra la percentuale di capitale raccolto e alcune variabili stimate analizzando la letteratura. I risultati della ricerca mostrano che in primo luogo esiste una forte correlazione tra la probabilità di raccogliere capitale e la tipologia di proponente: i progetti proposti da imprese raggiungono l'obiettivo più frequentemente di quelli proposti da privati. Inoltre, restringendo il campione di studio ai soli progetti più significativi, la probabilità di successo risulta essere correlata al settore di appartenenza del progetto, al capitale sociale dell'impresa, alla propensione all'investimento dei soci e alla quantità di capitale richiesto nella raccolta (con proporzionalità inversa).

Nell'ultima sezione sono esposte le conclusioni dello studio, tra le quali si evidenziano i limiti della ricerca svolta e le possibili direzioni di ricerca future.

1. Il Crowdfunding

“While all our ancient beliefs are tottering and disappearing, while the old pillars of society are giving way one by one, the power of the crowd is the only force that nothing menaces, and of which the prestige is continually on the increase. The age we are about to enter will in truth be the era of crowds.”

(Gustave Le Bon)

Con il termine Crowdfunding si indicano quelle attività che hanno lo scopo di agevolare il finanziamento di progetti da parte di una “massa” di investitori (crowd) attraverso denaro (funding) fornito via internet per il tramite di piattaforme on-line.

In una situazione economica come quella dell’ultimo quinquennio, la società ha sentito il bisogno di trovare nuove forme di finanziamento per poter rilanciare un’economia pesantemente danneggiata dalla crisi finanziaria che ha colpito numerose economie mondiali.

Le aziende che hanno maggiormente risentito della crisi sono state le piccole e medie imprese, le stesse aziende che, secondo alcuni studi, portano la maggior parte dei posti di lavoro (Luca De Biase “Blog personale” (2012)).

Una delle soluzioni più promettenti per il ripristino del capitale per gli imprenditori e le PMI è proprio il Crowdfunding; nelle sue varie forme, esso consente agli imprenditori e alle PMI di raccogliere capitali da finanziatori, sfruttando la “forza della folla”.

Già dalla definizione stessa di Crowdfunding, emergono alcuni aspetti che costituiscono i punti cardine di questo nuovo modo di fare finanziamento: il

primo di questi è sicuramente il termine Crowd, la folla, che indica lo sforzo collettivo di molti individui nel raggiungimento di un obiettivo, nella partecipazione attiva per portare a compimento un progetto che li accomuna. Il secondo è il concetto di micro-funding, che rappresenta lo scopo economico finanziario di tutto il processo, ossia la raccolta dei capitali utili a realizzare il progetto.

Il terzo aspetto è Internet, che rappresenta il terreno comune su cui gli individui si incontrano, si relazionano, creano rapporti e consentono al fenomeno del Crowdfunding di realizzarsi a pieno.

Ed è proprio grazie a questo terreno comune che, all'alba del nuovo millennio, i concetti di folla, di massa e di reti sociali hanno dato il via all'evoluzione del World Wide Web, trasformandolo nel cosiddetto Web 2.0.

Una delle evoluzioni del vecchio Web nell'attuale Web 2.0 è riconducibile alla cosiddetta Social Innovation che, come si legge nella guida alla Social Innovation pubblicata nel Febbraio del 2013 da parte della Commissione Europea, può essere definita come sviluppo e implementazione di nuove idee (prodotti, servizi o modelli organizzativi) che incontrano bisogni sociali e creano nuove forme di relazione e collaborazione sociale. I concetti di innovazione e socialità si sposano perfettamente con il più recente fenomeno del Crowdfunding che, grazie all'abbattimento delle barriere tradizionali dell'investimento finanziario, riesce a far collidere e a far sì che la creatività del singolo cittadino o lo spirito imprenditoriale del piccolo imprenditore possano trovare la loro realizzazione e tradursi in prodotti e servizi.

A tal proposito, infatti, possiamo notare come il Crowdfunding completi il processo che caratterizza la social innovation: un individuo che scopre un nuovo bisogno sociale sviluppa una possibile soluzione al suo soddisfacimento, la sottopone alla folla che sceglie se finanziarla o meno e, in caso di successo, la sviluppa su larga scala e la sottopone all'interno mercato di interesse.

Tuttavia, il concetto alla base del Crowdfunding è molto più antico ed è stato utilizzato nei settori più disparati per decenni. Si pensi, ad esempio, alle numerose associazioni che si sono create per permettere alla singola impresa

di sfruttare la forza della rete, o all'apertura del mercato azionario ai piccoli investitori per massimizzare la raccolta di capitale sfruttando le piccole somme di denaro, o, più in generale, alle tradizionali ricerche di mercato che sfruttano gli input forniti dai piccoli consumatori per creare prodotti ad hoc.

Pertanto, per indagare su quali siano le origini di questo fenomeno, è sicuramente utile riportare la definizione data da Estellés e González al concetto di Crowdsourcing:

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

Come potremmo facilmente dedurre dal trafiletto riportato, l'ascesa del settore del Crowdfunding deriva “semplicemente” dal progresso delle applicazioni web e dei servizi web-based. Gli imprenditori e le imprese possono utilizzare la folla per ottenere idee, promuovere i prodotti, testarne le qualità e raccogliere fondi per realizzarli. La folla viene utilizzata per ricerche di mercato, per marketing e per finanziamento.

Tuttavia, possiamo analizzare ancora più approfonditamente le radici di questo fenomeno: ignorando provvisoriamente tutto ciò che riguarda la nascita di Internet, già dalla fine degli anni 90 prendono piede i sistemi di messaggistica istantanea come chat, email e forum che consentono agli individui di interagire con elevata frequenza in tempi ridotti, segnando la base della creazione di vere e proprie comunità finalizzate alla condivisione di passioni ed interessi.

Successivamente nascono le prime forme di micro credito attraverso il web, accompagnate dalla nascita di siti come Kiva o Zopa che danno il via al concetto del “Peer2Peer lending”: si creano strutture che permettono agli individui di raccogliere capitale a titolo di debito senza dover necessariamente passare dal canale tradizionale rappresentato dalle società finanziarie o dalle banche.

Questi piccoli step trovano la loro sintesi in questo fenomeno che accomuna i concetti di socialità, micro credito e condivisione; ma quello che forse è stato il motore primario che ha spinto la società ad evolversi verso queste nuove forme di aggregazione è il bisogno stesso di Socialità. Già da metà degli anni '90 Maslow aveva capito come l'uomo, dopo aver soddisfatto i propri bisogni fisiologici e dopo essersi garantito una sicurezza fisica e occupazionale, senta fortemente il bisogno di appartenere ad una rete di individui, di indentificarsi in una comunità. Questo è uno dei punti fondamentali che distinguono il Crowdfunding dal più noto online fundraising; gli individui non solo amano un brand, un'iniziativa o un progetto ma contribuiscono a renderla realizzabile finanziandola. Il Crowdfunder partecipa al finanziamento. Ed è proprio il capitale sociale di ogni finanziatore uno degli elementi di primaria importanza per la buona riuscita di un progetto: i legami sociali di ogni piccolo finanziatore diventano il veicolo attraverso cui diffondere e condividere il progetto stesso e contribuire alla sua realizzazione. Possiamo dunque definire il Crowdfunder come un imprenditore, con un certo “appetito per l'eccitazione”, in quanto capisce le potenzialità di un progetto e ha il desiderio intrinseco di essere una parte del gruppo che vuole realizzarlo.

Tuttavia, il finanziatore non possiede le risorse necessarie per finanziare la totalità del progetto e neanche le competenze che possono essere trovate nei Venture Capitalists o negli esperti di servizi finanziari. Eppure, egli si identifica con il progetto, sente il bisogno di farne parte ed è felice di contribuire a fornire il proprio contributo sociale ad esso.

Di conseguenza, il ritorno che il finanziatore ricerca non è semplicemente economico: la massimizzazione del ritorno finanziario dell'investimento è un concetto molto raro ad oggi nel Crowdfunding. Spesso, per comprendere a

pieno il valore per il Crowdfunder è necessario considerare il tasso di rendimento “emozionale” percepito da questo, che rappresenta una buona parte del ritorno sull’investimento (per maggiori approfondimenti vedi capitolo 1.1.2).

1.1. Le diverse tipologie di Crowdfunding

Per definire quali sono le diverse tipologie di Crowdfunding possiamo appoggiarci alla classificazione fatta da Massolution, secondo cui possiamo distinguere quattro tipologie di progetti. Questa classificazione è basata sulla tipologia di scambio che avviene tra il “creator” (soggetto, società o ente che presenta il proprio progetto su una piattaforma di Crowdfunding) e il “Crowdfunder” (soggetto, società o ente che partecipa al finanziamento del progetto). Come possiamo facilmente constatare dai numerosi progetti oramai presenti sulle diverse piattaforme, la relazione che si instaura tra questi due soggetti non è obbligatoriamente basato su uno scambio; gran parte dei progetti possono essere ricondotti alla categoria delle donazioni, dove il Crowdfunder finanzia l’iniziativa del creator senza ricevere niente in cambio. Nel primo paragrafo sono descritte le quattro tipologie di progetti; successivamente sono descritte alcune tipologie “ibride” che non sono pienamente riconducibili ad una delle quattro tipologie standard; infine, si espone brevemente quali sono i tre metodi con cui il proponente può raccogliere il capitale: metodo “tutto o niente”, metodo “prendi tutto” e il metodo “Do It Yourself”.

1.1.1. Le tipologie di progetti

Come detto, la distinzione tra i diversi modelli di Crowdfunding si basa sulla relazione che si instaura tra creator e Crowdfunder:

DONATION-BASED CROWDFUNDING

Modello che possiamo facilmente ricondurre al concetto di donazione. Il Crowdfunder finanzia il progetto in oggetto senza ottenere niente indietro. È uno dei promotori della diffusione del Crowdfunding poiché si basa su un concetto storicamente validato e collaudato della donazione a fini benefici. Spesso i progetti di questo tipo hanno scopi sociali come il sostegno per le popolazioni del terzo mondo, per le persone disabili o per la nascita di strutture socialmente utili. È da notare, però, che questo modello non è utilizzato solamente da organizzazioni non-profit o ONLUS, ma anche dalle istituzioni per ristrutturare locali di uso pubblico come piazze o giardini o anche da privati per raggiungere scopi personali, come un viaggio intorno al mondo o il finanziamento di un matrimonio. Questo modello ad oggi occupa circa il 37% del mercato globale del Crowdfunding¹, ma con un tasso di crescita più basso rispetto ad altri modelli. Questi dati dimostrano come il modello donazione sia stato fondamentale per la nascita e lo sviluppo del Crowdfunding ma, come vedremo in seguito, non rappresentano il motore principale per la crescita di questa nuova industria.

REWARD-BASED CROWDFUNDING

Modello simile al precedente ma con la peculiarità che il Crowdfunder riceve in cambio una ricompensa per la sua donazione. I progetti che rientrano in questa tipologia di Crowdfunding sono progetti meno filantropici e più orientati ad un obiettivo ben definito. Rientrano in questa categoria i numerosi progetti a tema musicale, dove gli artisti chiedono finanziamenti per produrre un album o fare una tournée ed in cambio offrono una copia del loro disco ai finanziatori. Il valore economico del premio è ovviamente inferiore alla donazione, ma gioca un ruolo importante la percezione del valore della ricompensa da parte del finanziatore. Spesso viene utilizzato un modello di ricompense a step, in funzione dell'ammontare donato (si riscontrano casi di oltre trenta ricompense diverse): questo metodo, se ben utilizzato, permette al proponente del progetto

¹ Dato stimato a Novembre 2012. Fonte: Massolution, "2013CF The Crowdfunding Industry Report".

di raccogliere un ammontare di fondi superiore a quello ottenibile con delle semplici donazioni. Questa tipologia di progetti è cresciuta di 5 volte in termini di volume rispetto al 2011 (per maggiori approfondimenti vedi capitolo 1.2): ciò significa che offrire una ricompensa, benché minima, agisce in modo estremamente positivo nella percezione del valore da parte del finanziatore.

LENDING-BASED CROWDFUNDING

Tra il Crowdfunder e il creator si instaura una relazione di tipo creditore-debitore. Il finanziatore finanzia il progetto con l'aspettativa che, in un futuro, il proponente restituisca la somma ricevuta comprensiva di interessi. Questa particolare tipologia, richiede un livello di attenzione superiore rispetto ai modelli precedenti: giocano un ruolo fondamentale le piattaforme che, una volta concluso il progetto, devono gestire la relazione tra creditore e debitore in modo da garantire la riuscita del finanziamento. Queste infatti, possono assumere due ruoli differenti: possono fungere da veri e propri intermediari (assumendosi i rischi della trattativa e fungendo da veri e propri intermediari finanziari) oppure possono svolgere il ruolo di match-makers, favorendo l'incontro tra domanda e offerta e cedendo la gestione delle operazioni agli istituti di credito una volta concluso il progetto. Il modello lending-based non riguarda necessariamente il finanziamento di imprese: molti progetti che si rifanno a questa tipologia sono proposti da privati e hanno obiettivi strettamente personali, come la ristrutturazione di una casa o il finanziamento degli studi dei propri figli. Questo modello è leader per volumi transati, mantenendo dei tassi di crescita rilevanti: la morsa in cui la società si è trovata negli ultimi anni, ha obbligato privati e imprese a ricercare forme di finanziamento alternativo a quelle standard.

EQUITY-BASED CROWDFUNDING

Quando un'impresa vuole attrarre capitali di rischio da parte di un gruppo di persone ma non vuole appoggiarsi a fondi di private equity o business angels, può ricorrere all'equity-based Crowdfunding. Secondo questo modello, i Crowdfunders investono nelle imprese proponenti, ottenendo come

ricompensa dei titoli azionari, così che il finanziatore diventa a tutti gli effetti un socio dell'impresa. Questo modello è utilizzato quasi esclusivamente da imprese appena nate o in procinto di nascere. Rispetto alle tipologie precedenti, l'equity-based Crowdfunding richiede un'attenzione particolare: tra i due attori coinvolti vengono stipulati dei veri e propri contratti che richiedono una gestione della relazione nel rispetto delle norme sulla disciplina finanziaria (per maggiori approfondimenti vedi capitolo 2.2). Questo modello interessa dei volumi decisamente inferiori rispetto ai precedenti, proprio a causa della delicatezza del tema. Tuttavia, come sostiene il CEO di Massolution Carlo Espositi, questa tipologia rappresenta il futuro del Crowdfunding ed è l'elemento che nei prossimi anni sarà il core business dell'industria del Crowdfunding. La crescita di questo piccolo settore è subordinata alle leggi vigenti in ogni singolo Stato, che cambiano notevolmente tra Paese e Paese. Nonostante esistano delle strade alternative per poter compiere finanziamenti attraverso piattaforme online in capitale di rischio, per permettere la piena diffusione di questo fenomeno è necessario che ogni Stato si doti di una normativa *ad hoc* che regoli questo particolare tipo di finanziamento.

Oltre alle quattro principali categorie di Crowdfunding, esistono delle forme di finanziamento che possiamo definire "ibride", poiché rappresentano delle forme di finanziamento da parte di individui attraverso internet, ma con delle significative differenze rispetto ai modelli sopra citati:

PRE-SALES

Il creator propone un prodotto o un servizio non ancora realizzato e raccoglie fondi per la sua realizzazione offrendo come ricompensa il prodotto finale. Questo modello si inserisce a pieno nelle dinamiche rivoluzionarie del Web 2.0, sostituendosi parzialmente alle fasi di ricerca di mercato, targeting del cliente e test del prodotto.

SOCIAL LENDING

Modello molto simile al lending-based. Il finanziatore presta denaro al proponente che si impegna a restituirlo senza però pagare alcun tipo di interesse. Si tratta di una tipologia intermedia tra la donazione e il prestito; il finanziatore eroga un prestito senza ricercare un ritorno economico.

PEER-2-PEER LENDING

Modello di finanziamento basato su contratti di debito ma caratterizzato da tassi di interessi minori rispetto a quello degli intermediari finanziari. La differenza tra questo modello e il prestito bancario tradizionale sta nella struttura alla base della relazione: creditore e debitori non si appoggiano ad intermediari finanziari ma a servizi web-based altamente automatizzati, riuscendo a ridurre notevolmente i costi di intermediazione e riducendo il tasso di interesse del prestito (Fonte: Wikipedia).

REVENUE SHARING

Modello di finanziamento riconducibile all'equity-based, dove il finanziatore ottiene un ritorno economico proporzionale alla quota investita. Questo modello, tuttavia, si differenzia da quello tradizionale in quanto il ritorno non è necessariamente funzione dell'utile generato dall'impresa (come accade per i titoli azionari standard) ma può essere proporzionale ad altre variabili come gli incassi derivanti dal progetto in questione o simili.

IBRIDI

Infine esistono tutte le differenti combinazioni dei precedenti modelli: il proponente può scegliere più metodi di ricompensa. Spesso il proponente adotta il modello di tipo donation-based per finanziamenti di importo ridotto, il modello reward-based per finanziamenti di importo più sostanzioso ed infine il modello revenue sharing per finanziamenti di importo elevato.

Un'ulteriore classificazione dei progetti di Crowdfunding riguarda il metodo con cui il proponente raccoglie il denaro. In particolare, esistono tre modelli:

- **Tutto o niente** (*all or nothing*): questo modello prevede l'effettiva raccolta del capitale offerto solo se viene raggiunto il target prefissato.
- **Prendi tutto**: a prescindere dall'obbiettivo del progetto, il proponente riceverà la cifra che è stata raccolta fino allo scadere del progetto.
- **Do It Yourself**: il proponente pubblica il progetto su un sito personale, bypassando l'utilizzo delle piattaforme.

1.1.2. Il ritorno per investitori e proponenti

Uno degli interrogativi più frequenti sul Crowdfunding riguarda le motivazioni che spingono gli individui a finanziare i progetti. Per il 51% circa del totale del denaro raccolto, infatti, il ritorno è nullo o sotto forma di ricompensa (il cui valore economico è comunque molto inferiore alla somma donata). Pertanto risulta utile capire quali siano i motivi che spingono gli investitori a finanziare un progetto; per fare questo analizziamo le diverse tipologie di ritorno che sono state identificate dall'ECN (European Crowdfunding Network), spiegando quali siano i vantaggi per il proponente di utilizzare questo canale.

L'individuo, infatti, è spinto a compiere una determinata azione solo se percepisce in quello che fa un ritorno: l'elemento innovativo sta nella tipologia di ritorno che egli si aspetta, poiché in numerosi casi non è detto che questo sia monetario.

RITORNO SOCIALE:

Con il ritorno sociale, il finanziatore è già soddisfatto quando vede che il progetto è di per se realizzabile; la sua motivazione è intrinseca. L'individuo prova soddisfazione nel vedersi realizzare un progetto che gli sta particolarmente a cuore, come un aiuto alle popolazioni del terzo Mondo o il sostegno di una iniziativa per disabili. Fa parte di questa categoria anche la

soddisfazione legata alla appartenenza ad una comunità, elemento di fondamentale importanza per il Crowdfunding nel suo complesso.

I finanziatori non vogliono nient'altro in cambio. Questo tipo di ritorno è normalmente presente per la tipologia di progetti donation-based e viene utilizzato estensivamente dalle organizzazioni non-profit.

RITORNO MATERIALE:

Con il ritorno materiale, il finanziatore ottiene un prodotto o un servizio come ricompensa per il suo investimento. Questo tipo di ritorno caratterizza i progetti di tipo reward-based e quelli di tipo pre-sales.

L'investitore paga il proprietario del progetto prima che questo realizzi il prodotto o il servizio che riceverà come ricompensa, ma permette al proponente di utilizzare i fondi come capitale circolante per la creazione dell'oggetto in questione. Nella quasi totalità dei casi il valore economico della ricompensa è ben al di sotto dell'investimento originario: il donatore si sente pienamente soddisfatto ricevendo il biglietto di ingresso al concerto della band finanziata o ricevendo una menzione al festival realizzato grazie all'offerta fatta o semplicemente sentendosi un pioniere di un prodotto che entrerà sul mercato.

Inoltre, il ritorno materiale si può ottenere nei progetti di tipo lending-based o donation-based, dove la società finanziata offre un prodotto o un servizio invece di pagare gli interessi sul prestito o pagare i dividendi.

RITORNO FINANZIARIO:

Il ritorno finanziario, infine, è la componente più misurabile dell'investimento. È strettamente legata ai progetti di tipo lending-based ed equity-based. In tal caso le motivazioni che spingono il finanziatore a sostenere un progetto di questo tipo sono prevalentemente finanziarie. Anche il target di persone che investono in questi progetti si differenzia dagli altri: spesso, infatti, l'equity-based Crowdfunding si sostituisce parzialmente alle attività di Venture Capital e private equity. È importante notare, tuttavia, che il rapporto rischio-

rendimento di questi investimenti è superiore rispetto allo standard: questo può significare che il ritorno finanziario è accompagnato anche dal ritorno sociale.

RITORNO PER IL PROPONENTE

Dal punto di vista del proponente sarebbe ingenuo ricondurre il ritorno al semplice bisogno economico per la realizzazione di un determinato progetto. Oltre a raccogliere fondi, infatti, il Crowdfunding è una delle strade più efficienti ed efficaci per ottenere dei feedback sulla propria idea di business prima di sbarcare sul mercato. Durante il periodo di attività della raccolta fondi il proprietario del progetto è in grado di valutare tutta una serie di variabili che interessano il proprio prodotto per poterlo realizzare già in linea con le necessità del cliente finale. Le informazioni sui prezzi, la previsione del mercato potenziale, la qualità del design, la localizzazione dei clienti più interessati e in generale tutte le informazioni circa le richieste del mercato rappresentano una fonte di valore enorme per chi decide di avviare una attività o realizzare un determinato prodotto poiché consentono al produttore di risparmiare notevoli quantità di tempo e denaro. Inoltre, i vantaggi si estendono anche nella fase successiva di pubblicizzazione del prodotto, poiché lo sfruttamento di internet permette di diffondere la propria idea molto rapidamente, attraverso il word-of-mouth o il social marketing. Infine, la riuscita del progetto rappresenta un forte legame con il cliente, fidelizzandolo e creando una connessione tra lui e il prodotto stesso, elemento di fondamentale importanza per ogni azienda che voglia sopravvivere nel medio-lungo termine. Tutto questo è ottenibile con dei tempi molto ridotti rispetto alle metodologie utilizzate tradizionalmente: qualche mese di campagna è sufficiente per ricevere i primi feedback. Inoltre, per i progetti che si sviluppano su più round di finanziamento, questi benefici possono essere un ottimo punto di partenza per i round successivi.

1.2. I numeri del mercato del Crowdfunding

Gli esempi più comuni di Crowdfunding includono donazioni per una causa di beneficenza, la raccolta fondi per una band alle prese con un tour internazionale o la raccolta fondi per una campagna elettorale di un candidato presidente (si veda la campagna on-line fatto da Obama nel 2008 che gli ha permesso di raccogliere circa 137 milioni di dollari).

Tuttavia, il mercato globale del Crowdfunding presenta dei numeri ben più importanti: come riporta il più recente report di Massolution, nel 2012 il Crowdfunding è cresciuto nel mondo di una quota pari all'81%, raggiungendo la cifra di 2,7 miliardi di dollari, con 1 milione di campagne finanziate con successo. Per il 2013 è prevista una crescita dei volumi fino a due volte quelli del 2012, raggiungendo quota 5,1 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda i volumi in relazione alle diverse tipologie di progetti, il trend sembra essere indirizzato verso l'equity-based Crowdfunding. Come sostiene Carlo Esposti (CEO di Massolution) *“il Crowdfunding basato su prestiti, donazioni e ricompense ha finora guidato questa rivoluzione finanziaria globale, ma ciò che è in procinto di prendere il centro della scena negli Stati Uniti è il Crowdfunding equity-based, che consentirà agli investitori non accreditati di effettuare investimenti in cambio di quote societarie”*.

A sostegno del CEO di Massolution, Crowd Valley (impresa nata per sostenere proponenti e finanziatori nell'ottimizzare l'ingresso nel mondo del Crowdfunding) sostiene che nel suo primo anno di attività le richieste di assistenza ricevute riguardano per il 78% dei casi progetti equity-based, e per il restante 22% progetti nella maggior parte lending-based.

Analizzando nel dettaglio i tassi di crescita delle diverse tipologie di progetti, i progetti di tipo reward-based guidano la classifica (+523% rispetto al 2011 con 383.3 milioni di dollari di volumi transati), seguiti da quelli lending-based (+111% rispetto al 2011 con circa 1.2 miliardi di dollari), dai progetti donation-based (+45% rispetto al 2011 con circa 979 milioni di dollari transati) ed infine

dai progetti equity-based che crescono “solo” del 30%, arrivando a transare un volume pari a 116 milioni di dollari.

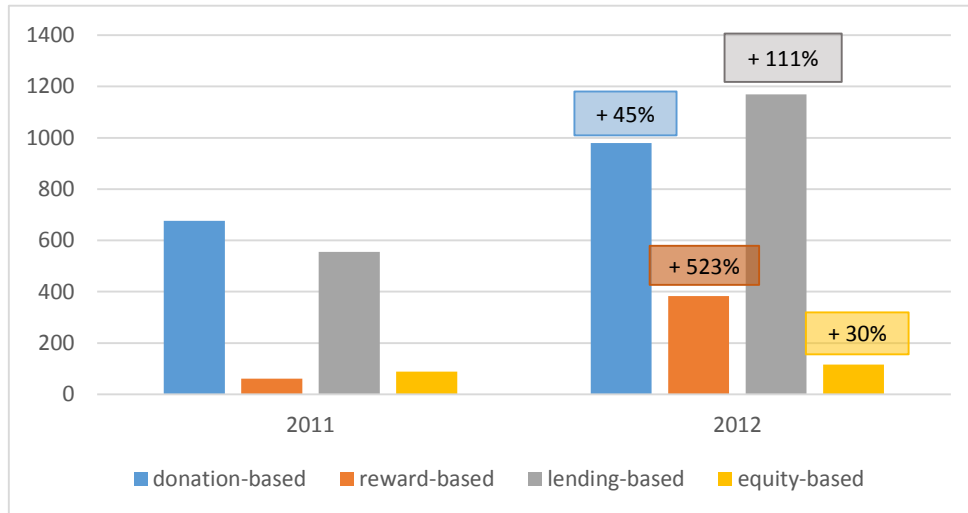


Figura 1.2.1: Crescita mercato mondiale Crowdfunding per tipologia di progetto. Fonte: Massolution (2013)

Come è analizzato nei capitoli successivi, una differenza di circa 10 volte nei volumi transati tra i progetti equity-based e quelli lending e donation-based, è giustificata dall'importanza e dalla delicatezza del tema dell'investimento in capitale di rischio di una impresa, che richiede un occhio di riguardo dal punto di vista normativo. Se entriamo nel dettaglio dei diversi mercati, si può notare che il Nord America presenta dei tassi di crescita del 105% rispetto al 2011, raggiungendo quota 1,6 miliardi di dollari, l'Europa cresce del 65% raggiungendo

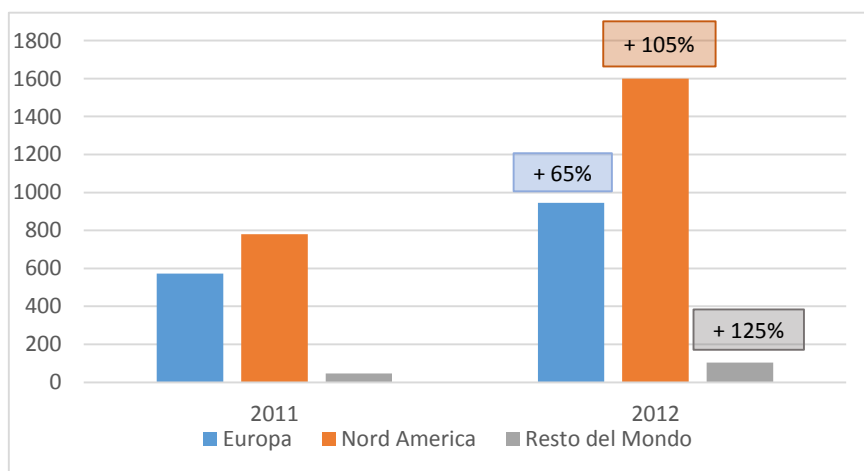


Figura 1.2.2: Crescita mercato mondiale Crowdfunding per area geografica. Fonte: Massolution (2013)

quota 945 milioni di dollari mentre il resto del mondo cresce con un ritmo del 125%.

È importante notare che la grandissima parte del volume complessivo è occupato dal Nord America (precursore del Crowdfunding) e subito dopo dall'Europa, che grazie all'interesse attivo rivolto al tema da parte di alcuni Stati (tra i quali è presente anche l'Italia), spinge fortemente la crescita di questo fenomeno.

Secondo uno studio fatto su 308 piattaforme attive in tutto il mondo, 191 provengono dagli Stati Uniti e la maggior parte di queste hanno già raggiunto una dimensione internazionale. Tra queste è importante citare Indiegogo (considerata una delle piattaforme pioniere) e Kickstarter, che dopo aver raggiunto il record di fatturato mondiale operando solo negli USA, ha deciso di ampliare il proprio mercato conquistando i mercati esteri. Il punto di partenza di Kickstarter è la Gran Bretagna: essendo un Paese molto aperto all'avvento del fenomeno del Crowdfunding, esso può fungere da apriporta per il mercato europeo che, dal punto di vista legislativo, permette una diffusione più serena rispetto al mercato Americano.

La quota di mercato europeo in termini di volume di denaro raccolto è dominata dal Regno Unito (63%), seguita da Germania, Polonia, Francia, Italia e Spagna.

Un'ulteriore analisi del mercato può essere fatta guardando a quali siano i settori maggiormente interessati a questo fenomeno:

- Il primo settore di grande interesse è sicuramente quello relativo all'impresa individuale o alla start up. Molti dei progetti di tipo lending-based o equity-based sono rivolti al finanziamento di progetto individuali per la creazione di un'impresa o per la realizzazione di un progetto. È importante notare come molte istituzioni ricorrano a questo strumento per finanziare dei propri progetti speciali; questo settore coinvolge circa il 16.9% dei volumi transati.

- I settori riconducibili alle industrie creative e culturali (secondo la definizione della commissione europea) sono state sicuramente importantissime per la diffusione di questo fenomeno, grazie alla componente di innovazione che ha attirato l'attenzione del pubblico. I diversi campi che compongono questa categoria occupano delle percentuali molto rilevanti rispetto al mercato globale:
 - Film e teatro: 11,9%
 - Musica: 7,5%
 - Moda: 5,5%
 - Arte (in generale): 4,8%
 - Informatica hardware e software: 4,8%
 - Giornalismo, editoria, foto: 3,5%

- Infine un segmento estremamente rilevante riguarda i progetti pubblici e sociali, ossia tutti quei progetti non-profit il cui obiettivo è di carattere filantropico o più in generale di benessere sociale comprendendo l'ambiente, gli spazi urbani e la beneficenza vera e propria. La categoria detta "Social Causes" occupa il 27,4% del mercato totale.

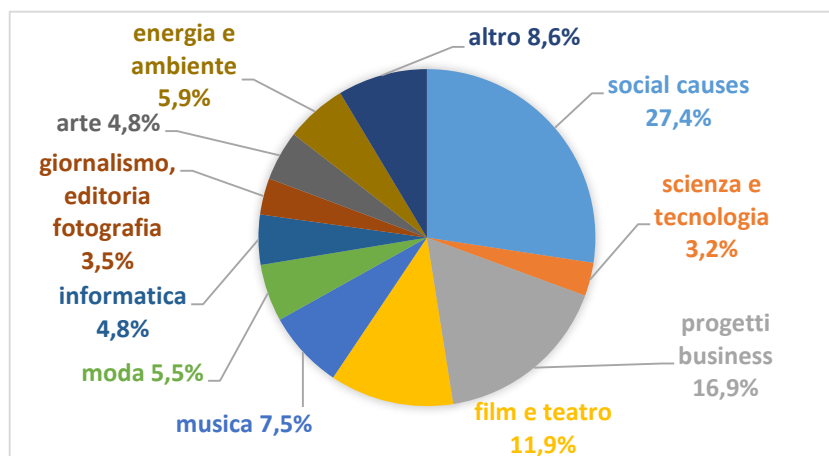


Figura 1.2.3: Ripartizione mercato Crowdfunding tra i principali settori. Fonte Massolution (2013)

Un'ultima analisi molto rilevante riguarda la probabilità di successo di un progetto. Dallo studio svolto da Massolution emerge un dato alquanto inatteso: il 50% dei progetti vengono finanziati con successo. A tenere alta questa percentuale sono i progetti di tipo lending-based per i quali nel 91% dei casi il progetto viene finanziato nella sua totalità; a seguire ci sono i progetti reward-based con una percentuale di circa il 51%, quelli donation-based (45% dei casi) ed infine quelli equity-based con una probabilità di successo del 43%.

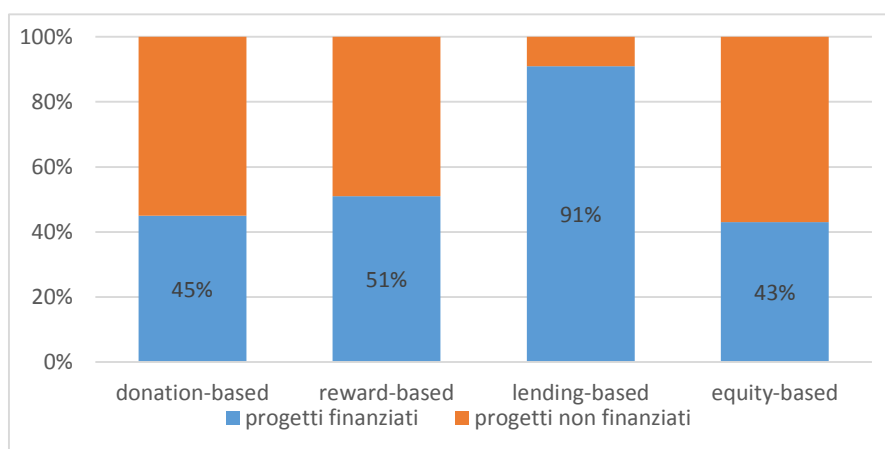


Figura 1.2.4: Probabilità di successo per tipologia di progetto. Fonte Massolution (2013)

1.3. La situazione Italiana

Come abbiamo visto nell'analisi del mercato globale, l'Europa occupa una posizione molto rilevante all'interno del panorama mondiale. All'interno del panorama europeo è l'Italia, insieme ad altri pochi Paesi come Gran Bretagna e Germania, a spingere la crescita dell'industria del Crowdfunding.

Analizzando i dati raccolti dal Daniela Castrataro e Ivana Pais pubblicati su "Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane" (Novembre 2012 e Ottobre 2013) e confrontandoli con i dati del centro di ricerca del Politecnico di Milano (aggiornato a fine 2013) possiamo avere una idea di quali siano le dimensioni del mercato italiano ed i relativi tassi di crescita; confrontandoli con quelli che sono i trend mondiali riportati da Massolution potremo capire se l'Italia è in linea con il processo di diffusione di questo mercato o quanto si discosti. È

importante notare che l'Italia si pone come first mover in termini di regolamentazione per i progetti equity-based, superando gli Stati Uniti, poiché il 26 Giugno 2013 la Consob ha emanato il regolamento che disciplina la raccolta di capitale di rischio attraverso piattaforme online.

1.3.1. Le piattaforme in Italia

Come riporta l'analisi di Daniela Castrataro e Ivana Pais (Novembre 2012) le piattaforme presenti in Italia a fine 2012 erano 21 di cui 16 attive e 5 in fase di lancio. Ad oggi il numero di piattaforme è cresciuto del 100% arrivando a quota 42 piattaforme; di queste, 26 sono attive mentre le restanti sono nella maggior parte dei casi in fase di testing a causa dell'entrata in vigore del regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite piattaforme online. Si suppone che per i primi mesi del 2014 anche le piattaforme inattive (la maggior parte delle quali si concentreranno sull' equity-based crowdfunding) cominceranno la loro attività.

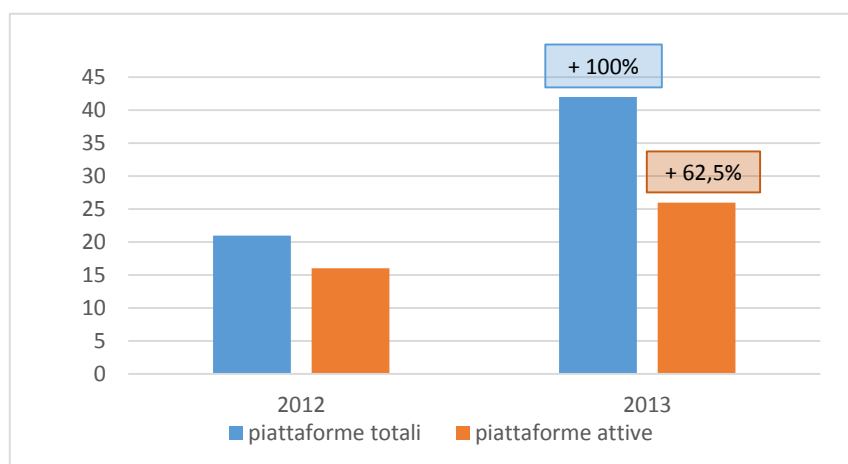


Figura 1.3.1: Crescita mercato Crowdfunding Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)

Analizzando come si ripartiscono queste piattaforme rispetto alle diverse tipologie di Crowdfunding notiamo che la composizione rimane abbastanza costante. A fine 2012 delle 16 piattaforme attive 8 erano di tipo reward-based, 5 di tipo donation-based, 2 di tipo lending-based e 1 di tipo equity. A fine 2013,

delle 26 piattaforme attive, 16 sono di tipo reward-based, 8 di tipo donation-based, 2 di tipo lending-based e 0 di tipo equity-based.

Come è facile notare, le piattaforme di tipo lending based ed equity-based non sono aumentate, anche se 10 delle 16 piattaforme in fase di lancio sono orientate al modello equity.

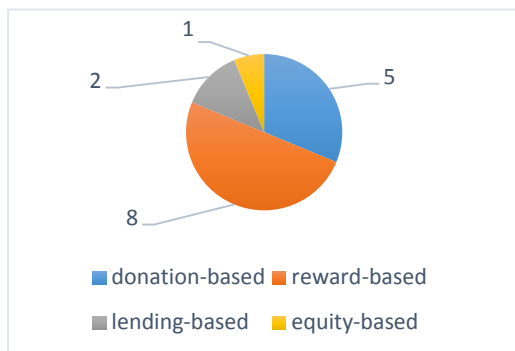


Figura 1.3.3: Numero piattaforme Italia per tipologia di progetto. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)

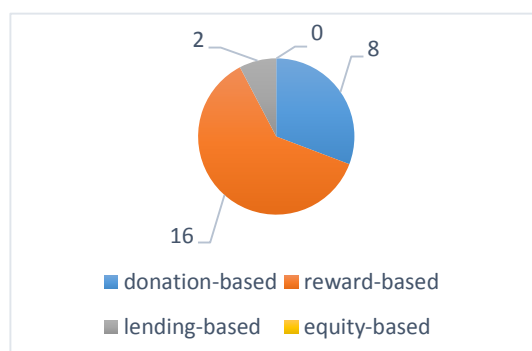


Figura 1.3.2: Numero piattaforme Italia per tipologia di progetto (2013). Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)

Il motivo per cui il numero di queste piattaforme sia diminuito è legato all'emanazione del nuovo regolamento in materia di raccolta di capitale di rischio tramite piattaforme online che, avendo dato una definizione precisa del significato di piattaforma equity-based, esclude dal conteggio tutte le piattaforme che erano orientate a questo tipo dalla classificazione.

Se confrontiamo questi valori con quelli a livello globale, notiamo che la ripartizione percentuale delle diverse tipologie di piattaforme è differente: nel 2012, il 50% delle piattaforme è di tipo reward-based contro il 14,4% del corrispettivo mondiale, a discapito delle piattaforme lending-based che coprono solo il 12,5% del totale contro il 44,2% del corrispettivo a livello globale. Questa netta differenza può essere attribuita sia ad una diversa propensione all'investimento in capitale di debito da parte degli Italiani sia al ridottissimo numero di piattaforme di tipo lending-based presenti in Italia. Tuttavia, nonostante il ridotto numero di piattaforme, i volumi che interessano questa tipologia di piattaforma e la probabilità di successo, giocano a favore

di questa categoria. Questo aspetto verrà trattato dettagliatamente nel paragrafo successivo.

1.3.2. I Progetti in Italia

Per quanto riguarda l'analisi dei progetti il confronto risulta più difficile, poiché molti di questi sono stati rimossi dalle piattaforme: pertanto si vede la situazione italiana a Novembre del 2012 (data di uscita del report di Daniela Castrataro e Ivana Pais) confrontandola con i dati raccolti da ICN, che mostrano lo stato del Crowdfunding in Italia fino a Ottobre 2013.

Per quanto riguarda la situazione fino a Novembre 2012, il totale dei progetti pubblicati è di circa 7.120 su oltre 30.000 progetti proposti alle piattaforme. Di questi 7.120 progetti, la maggior parte sono di tipo lending-based (74,6%) e reward-based (21,4%). Il restante 4% del numero totale dei progetti si ripartisce tra donation-based ed equity-based rispettivamente per il 2,5% e l'1,5% del totale.

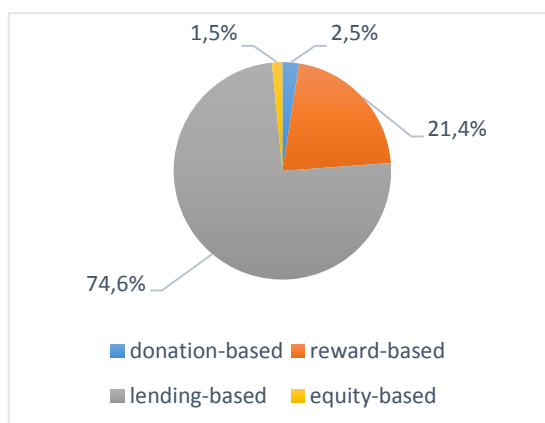


Figura 1.3.4: Suddivisione progetti per tipologia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)

Per quanto riguarda una stima "approssimata" della probabilità di successo, la situazione è molto differente rispetto al corrispettivo dato mondiale. In Italia i progetti donation-based primeggiano la classifica con il 73,9% dei progetti finanziati con successo rispetto al numero totale dei proposti al pubblico;

Seguono i lending-based, la cui probabilità di successo non supera il 35%. Infine troviamo i progetti reward-based per i quali nel 16% dei casi circa raggiungono la somma di denaro minima richiesta e i progetti equity-based, che ottengono il finanziamento richiesto solo nel 7,3% dei casi.

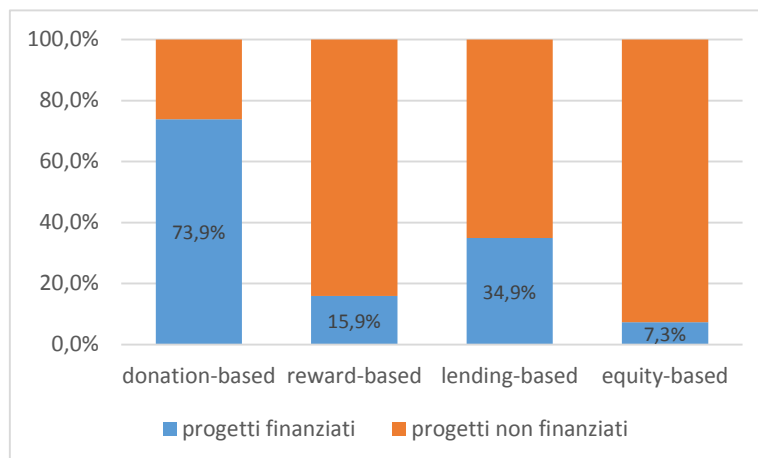


Figura 1.3.5: Probabilità di successo per tipologia di progetto in Italia. Fonte: *Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)*

Ovviamente la situazione è molto differente se andiamo a valutare i finanziamenti ottenuti in termini di denaro raccolto. Nonostante i progetti donation-based raggiungano la somma richiesta nel 74% dei casi, il volume di euro che raccolgono è il più basso tra tutti, raccogliendo nel complesso 245.000€. La categoria di gran lunga migliore in termini di volume raccolto è quella di tipo lending-based con oltre 10 milioni di euro raccolti. I progetti equity-based hanno raccolto 2 milioni di euro mentre quelli reward-based poco più di 720.000€.

Come possiamo dedurre, nonostante alcune categoria abbiano una probabilità di successo superiore rispetto ad altre, non è detto che in termini assoluti raccolgano più denaro, poiché le necessità dei proponenti sono molto diverse, così come il numero di progetti presenti su web.

Calcolando semplicemente il rapporto tra volume totale raccolto e numero di progetti finanziati, possiamo stimare quale sia il valore medio di un progetto finanziato, asseconda della categoria a cui appartiene. Nel grafico i risultati:

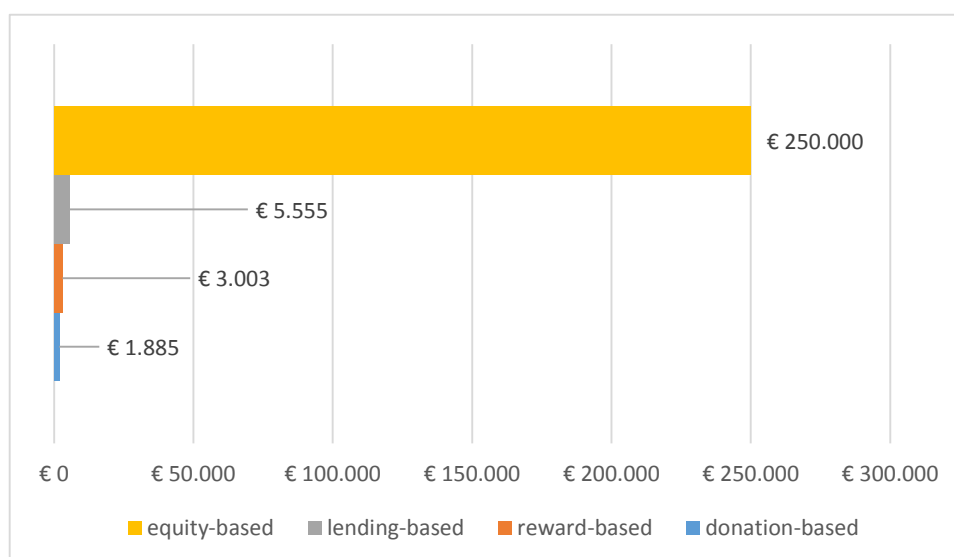


Figura 1.3.6: Finanziamento medio progetti per tipologia in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012)

Per confrontare quanto detto finora con i dati riportati da ICN, è necessario fare una precisazione: alla luce dell'uscita del regolamento CONSOB sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali online, non esistono piattaforme che possano essere considerate equity-based. Il confronto, quindi, sarà fatto per le altre tipologie di piattaforme.

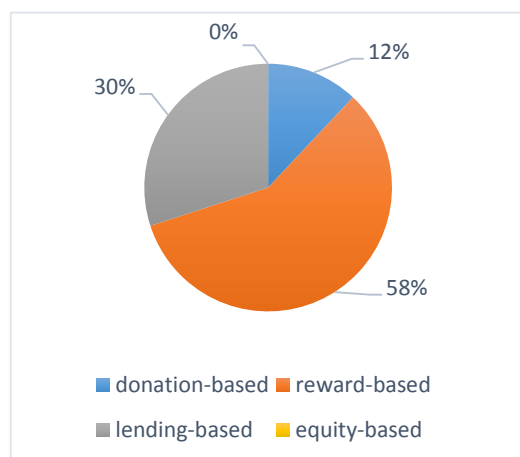


Figura 1.3.7: Suddivisione progetti per tipologia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)

Partendo dal numero di progetti pubblicati dalle diverse piattaforme, notiamo subito un'inversione di tendenza rispetto al 2012: se prima i progetti lending-based coprivano i tre quarti dell'offerta, ad oggi i progetti reward-based primeggiano la classifica coprendo il 58% della totalità dei progetti pubblicati. A questi seguono i lending-based, che sono circa il 30% del totale ed infine i donation-based che rappresentano il 12%.

Anche la probabilità di successo di ogni progetti cambia notevolmente rispetto al 2012.

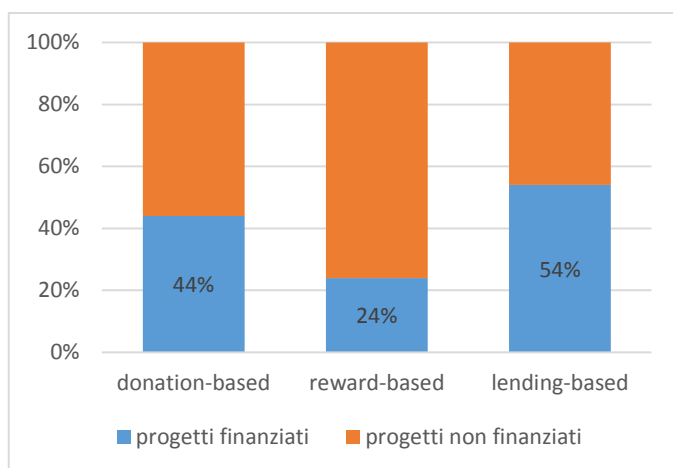


Figura 1.3.8: Probabilità di successo per tipologia di progetto in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)

Aumentano le probabilità di successo i progetti reward-based (che passano dal 15,9% al 24%) e i progetti lending-based (che passano dal 34,9% a 54%) mentre si riduce quella dei progetti donation-based che dal 73,9% del 2012 arriva al 44% del 2013.

Dal punto di vista del denaro raccolto, invece, i risultati dell'indagine di ICN mostrano dei dati in linea con quelli del 2012. Aumentano notevolmente in termini assoluti ma rimane costante il dislivello tra i progetti lending-based (che raccolgono oltre i 18 milioni di euro) e gli altri (che raccolgono rispettivamente 3,3 milioni di euro i progetti reward-based e 1,1 milioni di euro i donation-based). Anche il confronto in merito al valore medio raccolto dal singolo progetto è in linea con i valori del 2012:

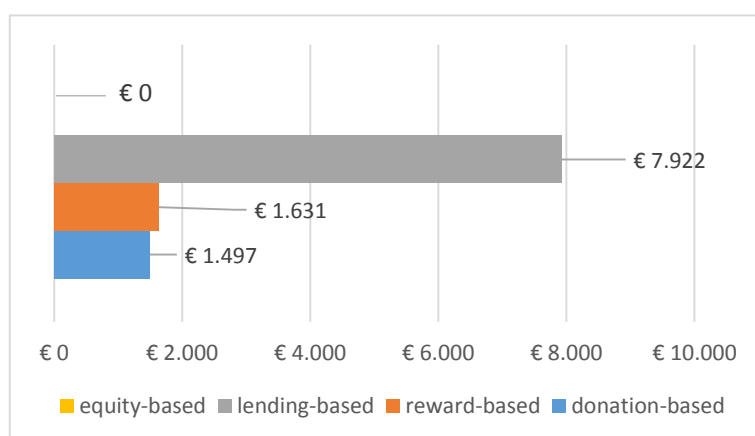


Figura 1.3.9: Finanziamento medio progetti per tipologia in Italia. Fonte: Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2013)

1.4. Una classificazione alternativa

Oltre alla classificazione di Massolution riconosciuta a livello mondiale, per studiare i progetti da un altro punto di vista possiamo introdurre una classificazione alternativa proposta dal centro di ricerca del Politecnico di Milano. Questa classificazione suddivide i progetti rispetto a due variabili le cui combinazioni formano quattro categorie mutuamente esclusive: la prima variabile fa riferimento all'obiettivo primario del proponente, che può essere personale (ovvero mirato ad un beneficio esclusivo) o sociale (ovvero mirato ad un beneficio collettivo), la seconda fa riferimento alla ricompensa offerta al finanziatore, che può essere monetaria o di qualsiasi altro genere (compresi anche i progetti che non prevedono ricompensa).

Secondo questa nuova classificazione si vanno a formare quattro categoria diverse di progetti.

BUSINESS

Progetti orientati al profitto e che riconoscono un ritorno monetario al finanziatore. Non appena le piattaforme si adegueranno alla nuova regolamentazione, gran parte dei progetti appartenenti a questa categoria saranno definiti a tutti gli effetti equity-based.

MECENATISMO

Progetti orientati al profitto ma che non riconoscono un ritorno monetario al finanziatore. Questa categoria è molto vasta e molti di questi sono riconducibili al modello reward-based di Massolution. I progetti che rientrano in questa categoria sono tutti quei progetti che hanno l'obiettivo di creare valore economico ma senza riconoscere alcuna ricompensa monetaria ai sostenitori.

DONAZIONE/BENEFICIENZA

Progetti orientati al bene collettivo che non prevedono un ritorno monetario per il finanziatore. Fanno parte di questa categoria tutti i progetti a scopo

sociale dove l'oggetto del finanziamento non è un'idea di business. La quasi totalità di questi progetti è riconducibile al modello donation-based.

COOPERAZIONE

Progetti il cui obiettivo è di carattere sociale o filantropico ma che stimolano i sostenitori promettendo un ritorno economico al finanziamento. Sono in numero ridotto rispetto ai progetti di tipo mecenatismo o libera offerta.



Figura 1.4.1: Classificazione alternativa progetti. Fonte: V° rapporto RITA - Il Crowdfunding in Italia

Secondo questa nuova classificazione, i dati a disposizione del centro di ricerca del Politecnico di Milano mostrano che il 57% dei progetti monitorati sono riconducibili alla categoria donazione, che insieme a quelli di tipo mecenatismo (40,6%) occupano la quasi totalità dei progetti. È importante notare che il ridotto numero di progetti business è legato all'esclusione da questa analisi di quelle piattaforme (come SiamoSoci) che sono in fase di adeguamento alla normativa CONSOB.

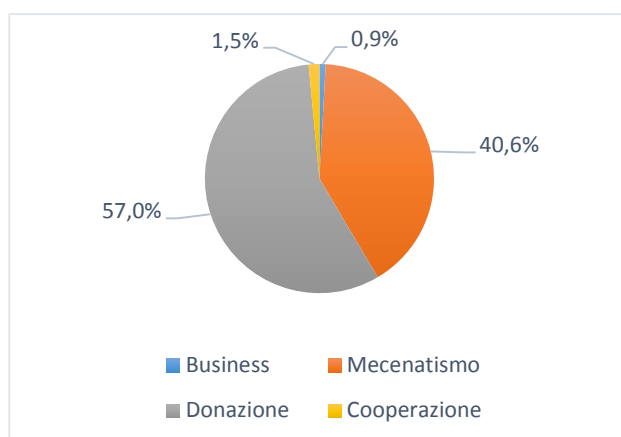


Figura 1.4.2: Suddivisione progetti per tipologia secondo classificazione alternativa. Fonte: Politecnico di Milano (2013)

Dal punto di vista della probabilità di successo, i progetti di tipo Cooperazione sono i più rilevanti, con il 44,2% dei casi di successo sul totale. A questi seguono i progetti business con il 26,7% dei casi, i progetti di tipo mecenatismo con il 20,9% dei casi ed infine i libera offerta con una probabilità di successo della raccolta fondi pari a quasi il 16%.

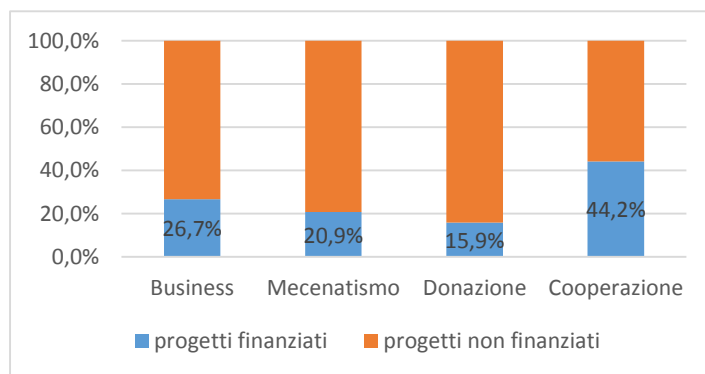


Figura 1.4.3: Probabilità di successo per tipologia di progetto secondo classificazione alternativa in Italia. Fonte: Politecnico di Milano (2013)

Analizzando quanto hanno raccolto le diverse tipologie di progetti in termini assoluti, si nota che quelli di tipo donazione hanno raccolto molto di più rispetto a tutte le altre categorie, arrivando a quasi 6 milioni di euro. I progetti di tipo mecenatismo si fermano a poco meno di 1 milione di euro raccolti, mentre le altre due tipologie raggiungono rispettivamente i 67.000 euro per i progetti business e i 117.000 euro i progetti di cooperazione. La situazione cambia se

valutando quanto raccoglie in media il singolo progetto: i progetti di tipo donazione mantengono il primato con più di 18.000 euro raccolti, mentre per le altre categorie l'ordine si inverte. Nel grafico i dettagli:

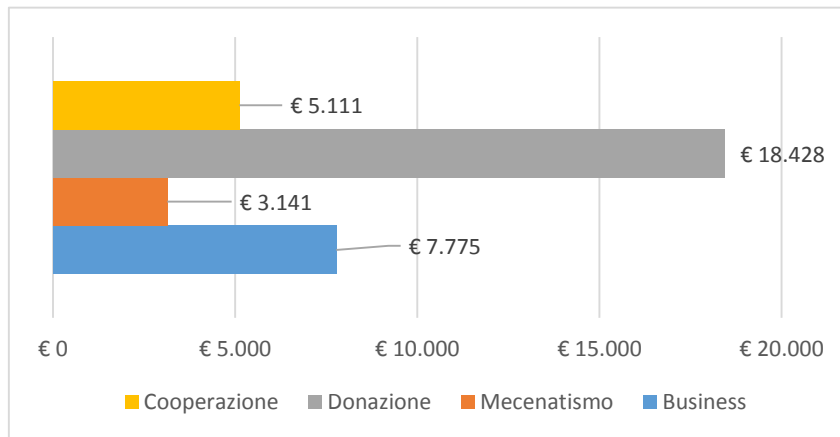


Figura 1.4.4: Finanziamento medio progetti per tipologia secondo classificazione alternativa in Italia. Fonte: Politecnico di Milano (2013)

2. La normativa

Uno degli elementi che stanno influenzando maggiormente il Crowdfunding è sicuramente l'aspetto della regolamentazione. Ai fini della raccolta di capitale per scopi sociali o personali, non è mai stato richiesto un controllo particolare in quanto il processo è facilmente riconducibile alla metodologia più diffusa e collaudata dell'e-commerce. Tuttavia, questo fenomeno si è diffuso molto rapidamente, andando a coinvolgere anche il mondo imprenditoriale, in particolare quello degli investimenti in start-up. È stato quindi necessario, da parte dei numerosi Stati in cui il fenomeno ha preso piede più velocemente, interessarsi all'argomento, cercando di gestire questo nuovo mercato.

In particolare, visto il forte interesse manifestato da imprenditori e investitori nei confronti dell'equity-based Crowdfunding, non sarebbe stato possibile da parte delle istituzioni ignorare tutte le problematiche che affliggono questa materia: la tutela degli investitori e la creazione di un terreno fertile per la crescita del fenomeno hanno richiesto l'attenzione del legislatore. Come già detto nel capitolo precedente, le origini del Crowdfunding risalgono agli Stati Uniti, e come è ovvio che sia, anche la prima regolamentazione in materia è nata proprio lì. Nonostante ciò, il primo Paese ad aver presentato e promulgato un regolamento definitivo in materia di raccolta di capitale di rischio mediante Crowdfunding è stata l'Italia che, con la definizione del regolamento da parte della CONSOB, si pone come first mover in materia di equity-based Crowdfunding.

Prima di esplorare la regolamentazione e le sue implicazioni, si vede quali sono stati i passi percorsi fino ad oggi. Il catalizzatore della diffusione del fenomeno è stata la raccolta fondi avviata dal Presidente degli Stati Uniti d'America Barack Obama che per finanziare una parte della sua campagna elettorale nelle elezioni del 2008, ha avviato una campagna mediatica online raccogliendo circa 137 milioni di dollari. A questa iniziativa ne sono seguite

altre (si pensi ad esempio a Pebble, progetto proposto su Kapipal per completare la realizzazione di un orologio innovativo che ha raggiunto il target di 100.000 dollari in meno di due ore, raccogliendo alla chiusura della campagna oltre 100 volte la somma richiesta) fino a che, il 5 Aprile del 2012, il Jumpstart Our Business Startups Act viene approvato, sotto la presidenza dello stesso Barack Obama. Ovviamente, il JOBS Act rientra in un insieme di leggi promosse in quegli anni finalizzate a rilanciare l'economia danneggiata dalla crisi dei mutui subprime; tuttavia, è lecito attribuire a questa data la nascita della regolamentazione sul tema.

Dopo il 5 Aprile 2012, il Crowdfunding diventa un fenomeno di interesse mondiale; nel Dicembre del 2012 anche l'Italia entra ufficialmente a pieno nel tema con l'emanazione del decreto "sviluppo bis". Il 26 Giugno 2013, la CONSOB definisce l'insieme di regole per la raccolta di capitale di rischio tramite piattaforme online, permettendo all'Italia di essere ufficialmente leader in materia di equity-based Crowdfunding. Nei prossimi paragrafi è analizzata brevemente la struttura del JOBS Act (la cui completa realizzazione non è ancora avvenuta); successivamente si passa all'analisi della normativa Italiana, esplorando i due capisaldi della regolamentazione (decreto "sviluppo bis e regolamento CONSOB) con un focus sui i principali attori coinvolti.

2.1. USA e JOBS Act

L'obiettivo di questa legge è quello di rilanciare l'economia americana spingendo il finanziamento delle piccole e medie imprese. Questa è suddivisa in sette "titles", due dei quali regolano il funzionamento dell'equity-based Crowdfunding. Nel suo complesso, la legge contiene una serie di provvedimenti orientati a favorire la nascita e lo sviluppo delle start-up. Queste, infatti, sono considerate fondamentali per il rilancio dell'economia in quanto il 21% del PIL degli Stati Uniti è generato da ex start-up e un gran numero di posti di lavoro deriva appunto da questa tipologia di imprese. La crisi economica del 2007 ha portato una forte stretta creditizia per le imprese in

generale, danneggiando particolarmente quelle appena nate. Il JOBS Act, dunque, si pone l'obiettivo di rilanciare il mercato delle start-up, permettendo loro di accedere a finanziamenti tramite vie alternative rispetto al tradizionale canale del credito bancario.

In questa sezione vengono analizzati i tre "titles" approvati fino ad oggi.

TITLE I: Reopening American Capital Markets To Emerging Growth Companies

Il primo "title" introduce la definizione di EGC (Emerging Growth Company) e i requisiti che un'impresa deve avere per poter rientrare in questa categoria. Successivamente vengono introdotte delle esenzioni informative per gli aumenti di capitale, apportando delle deroghe al "Securities Exchange Act" (1934), all' "Investor Protection and Securities Reform Act" (2010) e all' "Arbanes-Oxley Act" (2002). Oltre a queste, sono presenti una serie di altre eccezioni minori che hanno l'obiettivo di ridurre gli obblighi informativi e gli oneri monetari per le EGC che vogliono raccogliere capitale di rischio.

TITLE II: Access to Capital for Job Creators

Il secondo "title" incarica la SEC di abolire il divieto di sollecitazione generale per le EGC che vogliono vendere le proprie azioni sul mercato. In particolare, il legislatore richiede alla SEC (Securities and Exchange Commission, il corrispettivo americano della CONSOB) di rivedere 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 di poter pubblicizzare su tutti i canali disponibili la loro offerta.

Tuttavia il legislatore specifica che le offerte di capitale delle start-up innovative non possono essere accolte dal pubblico indistinto, ma solamente da investitori sofisticati: il compito di verificare che il richiedente appartenga a questa classe è affidato all'emittente stesso.

Il "title II" è stato reso effettivo il 23 Settembre 2013. Con l'approvazione di questa sezione si è tolto dopo quasi 80 anni il divieto della sollecitazione

generale per promuovere aumenti di capitale (Securities Act del 1933), riservando tale esenzione alle sole start up innovative e alle società quotate in borsa. Questa modifica del regolamento permette alle EGC di utilizzare strumenti come Facebook e Twitter per pubblicizzare le proprie proposte sulle piattaforme di Crowdfunding.

Nel regolamento si specifica inoltre 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 fundraising della piattaforma.

Vediamo brevemente le categorie di soggetti che rientrano nella classe degli investitori sofisticati:

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

Per facilitare le piattaforme nel compito di verifica di questi requisiti, la SEC propone agli emittenti alcuni metodi per svolgere il proprio ruolo di supervisore. Le piattaforme non sono obbligate a seguire tali metodi.

TITLE III: Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012

Il “title III” è dedicato interamente al Crowdfunding. Questo definisce le regole e le linee guida per il corretto utilizzo del fenomeno come metodo di raccolta di capitali attraverso la folla. Esso rappresenta un’estensione del title precedente, in quanto amplia la classe degli utilizzatori dell’equity-based Crowdfunding dagli investitori sofisticati al pubblico indistinto. Il “title III” non è ancora stato reso effettivo: il 23 Ottobre 2013 la SEC ha proposto una bozza di regolamento che rimarrà in discussione tra gli esperti per essere poi approvata e resa effettiva tra Marzo e Aprile 2014.

I punti fondamentali di questo “title” sono:

- Limiti per gli investitori non accreditati: per la loro tutela si sono fissati dei caps 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 che raccolgono fondi da investitori non accreditati devono rispondere a nuove limitazioni:
 - Importo massimo raccolto di 1.000.000 di \$ l’anno
 - Obbligo di divulgazione del bilancio accompagnato da una copia della dichiarazione dei redditi della società o da una recensione di un revisore pubblico
 - Obbligo di divulgazione delle informazioni di funzionari, direttori e proprietari che detengono più del 20% delle quote
 - Obbligo di divulgazione del prezzo al pubblico degli strumenti offerti, della quantità offerta, del termine di raggiungimento della

quantità offerta e se la società accetterà o meno capitale in eccesso rispetto alla quantità offerta inizialmente.

2.2. La normativa italiana

Sulla scia del rilancio di un'economia molto danneggiata, anche l'Italia sceglie di puntare su innovazione e competitività. Il 17 Dicembre del 2012 viene approvato e convertito in legge il "Decreto Crescita 2.0" (anche detto "Decreto Sviluppo bis") i cui capisaldi sono la digitalizzazione di infrastrutture e servizi e la spinta alla nascita di imprese innovative. Una piccola parte di questo decreto (art. 31) tratta direttamente dei gestori di portali online, della raccolta di capitale di rischio tramite piattaforme online e delega alla CONSOB la responsabilità di regolamentare e vigilare su questi temi. Il 26 Giugno esce il primo vero regolamento a livello mondiale.

Nei prossimi paragrafi è analizzato il decreto sviluppo bis concentrando l'attenzione esclusivamente sulla sezione che riguarda il Crowdfunding; successivamente sono esposti i punti più importanti del regolamento della CONSOB; infine, sono analizzate le caratteristiche e gli obblighi degli attori principali menzionati nel regolamento.

2.2.1. Decreto "Sviluppo bis"

La sezione IX del decreto introduce una serie di aspetti strettamente collegati al Crowdfunding, nonostante questo venga direttamente menzionato solo nella parte finale. In particolare, viene analizzata la figura della start-up innovativa, la figura dell'incubatore di start-up e vengono effettuate delle modifiche al Testo Unico della Finanza in merito di start-up innovative e di modalità di finanziamento dei progetti equity-based. Per esaminare questo documento si considerano tre sezioni diverse: la prima definisce il concetto di start-up innovativa ed i requisiti che deve avere un'impresa per rientrare in questa categoria; la seconda elenca una serie di incentivi relativi a questa tipologia di

imprese con l'obiettivo di favorirne la nascita e lo sviluppo; la terza tratta della delega alla CONSOB della definizione del regolamento sulla raccolta di capitale di rischio tramite portali online e la vigilanza su tale processo.

2.2.1.1. La start-up innovativa

Si parte dalla definizione presente nel decreto:

“Ai fini del presente decreto, l'impresa start-up innovativa, di seguito «start-up innovativa», è la società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea, residente in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione che possiede i seguenti requisiti: ...”

Si vede dunque, quali sono i principali requisiti che deve avere un'impresa affinché possa rientrare in questa categoria:

- L'impresa deve essere costituita e in attività da non più di 48 mesi
- Il valore della produzione annua deve essere non superiore ai 5 milioni di euro annui
- Ha come oggetto sociale prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi e ad alto contenuto tecnologico
- Deve possedere uno tra i seguenti requisiti:
 - Le spese in ricerca e sviluppo devono superare il valore maggiore tra costi della produzione e valore della produzione
 - Almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori deve essere in possesso di un dottorato di ricerca o sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università o deve essere in possesso di una laurea o deve aver svolto, da almeno tre anni, ricerca presso istituti pubblici o privati (con il “Decreto del Fare” questo vincolo viene

- integrato con la possibilità che il personale sia “semplicemente” laureato)
- “Titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa”
 - Deve essere iscritta al registro delle imprese della Camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura in una apposita sezione dedicata ad esse

Attingendo all'apposita sezione dedicata sul sito della CONSOB, al 28 Ottobre 2013 sono iscritte al registro delle start-up innovative ben 1290 imprese. Le regioni più attive sono Lombardia (262 imprese iscritte), Emilia Romagna (138) e Veneto (115).

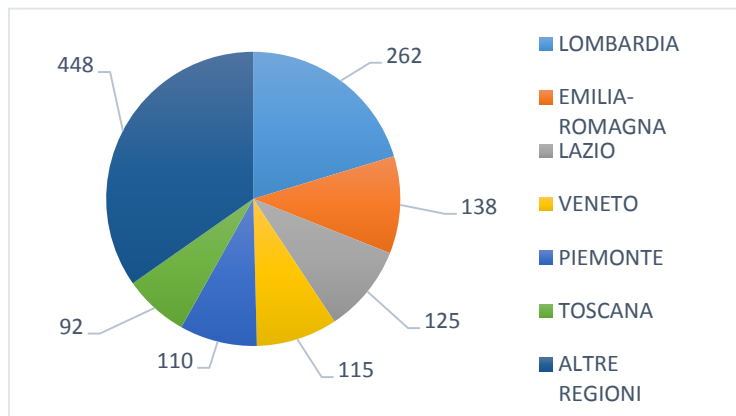


Figura 2.2.1: Suddivisione geografica start-up in Italia (Ottobre 2013).
Fonte: CONSOB

Nonostante il numero di imprese non rappresenti di per se un dato rilevante, se si guarda come sia cambiato tale valore nei mesi precedenti la situazione assume un altro significato: a Luglio 2013 (subito dopo l’emanazione del regolamento CONSOB) il numero di start-up innovative era 980: in soli tre mesi il numero di imprese iscritte al registro è cresciuto del 31,6%.

A tal proposito, infatti, è necessario menzionare l'ecosistema che si è creato intorno a questo nuovo modo di fare impresa, con la nascita di incubatori e acceleratori di start-up insieme alle numerose iniziative promosse da regioni e comuni a favore di queste imprese.

Tuttavia è lecito chiedersi se esistano delle basi su cui poter asserire che effettivamente il mondo delle start-up possa diventare il principale motore per il rilancio dell'economia italiana. Per un'analisi dettagliata sul tema si rimanda al capitolo 3.2.

2.2.1.2. Incentivi per la nascita di start-up innovative

La seconda sezione del decreto, invece, definisce quali sono tutte le agevolazioni riguardanti le start-up innovative. Tra le più rilevanti è interessante citare:

- Non si applicano le disposizioni previste dalla legge in merito a «società di comodo» (art.30 legge 274) e interruzione dell'attività in caso di perdita d'esercizio per 3 anni successivo (art. 2)
- Fino al quarto anno di esercizio, le start-up innovative sono esenti dal pagamento dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per l'adempimenti relativi all'iscrizione al registro delle imprese e dal pagamento del diritto annuale in favore della camera di commercio
- Il reddito di lavoro derivante dal possesso di strumenti finanziari assegnati ad amministratori, dipendenti o collaboratori da parte della società, non concorre alla formazione del reddito imponibile
- Per gli anni 2013, 2014 e 2015 si detrae una quota pari al 19% (25% per start-up a vocazione sociale o start-up che operano in ambito energetico) dell'importo investito da parte di soggetti fisici in capitale di start-up
- Per gli anni 2013, 2014 e 2015 non concorre alla formazione del reddito il 20% (27% per start-up a vocazione sociale o start-up che operano in ambito energetico) dell'importo investito da parte di società non innovative in capitale di start-up innovative

- Vantaggi legati alla gestione delle crisi e alle misure di monitoraggio e valutazione del reale sviluppo dell'impresa
- L'intervento del Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese a favore delle start-up innovative è concesso gratuitamente e secondo criteri e modalità semplificati, sempre nel rispetto delle esigenze e degli equilibri di finanza pubblica
- Le start-up innovative sono comprese tra le imprese destinatarie dei servizi messi a disposizione dell'ICE-Agenzia, che fornirà assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, ecc., nonché ne favorirà l'internazionalizzazione in accordo con la normativa vigente

2.2.1.3. CONSOB e regolamento

L'ultima delle tre sezioni principali riguarda il fenomeno dell'equity-based Crowdfunding. La prima parte di questa sezione introduce delle modifiche al Testo Unico della Finanza, tra le quali le più importanti risultano essere l'introduzione della definizione di "gestore di portali online" e di start-up innovativa e le indicazioni di massima di quelle che dovranno essere le caratteristiche di questi soggetti. Inoltre, viene introdotto il ruolo che imprese o banche di investimento dovranno o potranno avere. Queste, infatti, sono gli unici soggetti che potranno ricoprire il ruolo di gestori di portali online senza essere iscritte all'apposito registro della CONSOB (in tal caso si parla di *gestori di diritto*) e sono gli unici soggetti che potranno gestire le transazioni degli ordini di sottoscrizione.

La seconda parte spiega quale dovrà essere il ruolo della CONSOB in questo fenomeno: questa "*è incaricata di emanare un regolamento che disciplini le modalità di iscrizione al registro, nonché tutti gli aspetti legati alla sospensione, alla riammissione e simili. La Consob dovrà, inoltre, definire le regole che riguardano la relazione tra portale ed investitori e vigilare sui portali stessi*". Inoltre, gli è affidato il compito di regolare gli aspetti legati all'importo massimo dell'offerta di strumenti e alla tutela dell'investitore non professionale.

Prima di entrare nel merito del regolamento, vediamo come viene definito il gestore di portali online.

2.2.2. Il gestore di portali on-line

Partiamo dalla definizione presente nel decreto:

“Per "portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative" si intende una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale”.

Dopo questa introduzione, vengono definiti i requisiti (ampliati nel regolamento CONSOB) che i gestori devono avere per poter essere iscritti all'apposito registro. I principali sono:

- Forma di Spa, Sapa, Srl o società cooperativa
- Sede legale ed amministrativa in Italia
- Oggetto sociale di gestore di portali
- Possesso di requisiti di onorabilità e professionalità da parte di coloro che detengono ruoli di direzione, controllo e amministrazione.

2.2.3. Regolamento CONSOB

Il 26 Giugno 2013 la CONSOB emana il regolamento annunciato dal decreto sviluppo bis. Numerose analisi e dibattiti sono stati fatti su questo argomento; prima di vedere quali possono essere pro e contro, si vede brevemente i punti salienti.

Anche per quanto riguarda questo regolamento è possibile riconoscere tre sezioni distinte: la prima che tratta delle regole di condotta dei gestori di portali online, la seconda che tratta dei provvedimenti cautelari e sanzionatori in caso di deroghe e la terza che tratta delle condizioni di ammissione e recesso delle offerte sui portali.

2.2.3.1. Regole di condotta

Le principali regole di condotta dei gestori di portali online sono:

- I gestori dovranno obbligatoriamente essere iscritti ad un apposito registro delle imprese che sarà ben distinto da quello delle imprese o banche di investimento che svolgeranno questo ruolo
- Coloro che detengono il controllo o coloro che svolgono attività di amministrazione, direzione e controllo devono possedere i requisiti di onorabilità (che può essere definita come assenza di condanne penali) e di professionalità (che può essere definita come possesso di capacità professionali in linea con il ruolo che dovrà ricoprire)
- Il gestore deve:
 - o Agire con trasparenza, diligenza e correttezza, evitando conflitti di interesse e assicurando la parità di trattamento per tutti gli investitori
 - o Fornire tutte le informazioni riguardanti i creators in modo completo, chiaro e non fuorviante; le informazioni fornite devono essere aggiornate. In particolare deve richiamare l'attenzione degli investitori non istituzionali sugli investimenti in attività ad alto rischio affinché siano adeguatamente rapportati alle disponibilità finanziarie di questi
 - o Astenersi dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte
- Il gestore deve indicare quali siano i criteri con cui seleziona le offerte e fornire tutte le informazioni riguardanti la propria attività e la propria struttura societaria
- Gli ordini devono essere gestiti da banche o imprese di investimento secondo le disposizioni del Testo unico della Finanza e delle discipline MiFID, ad eccezione per gli ordini:
 - o Inferiori ai 500 € o inferiori a 1000€ considerando gli ordini complessivi annuali per le persone fisiche

- Inferiori ai 5000 € o inferiori a 10000 € considerando gli ordini complessivi annuali per le persone giuridiche.

2.2.3.2. Provvedimenti cautelari e sanzionatori

La seconda sezione tratta dei provvedimenti sanzionatori e cautelari che la CONSOB può disporre in caso sussistano determinate condizioni. In particolare, fermo restando le sanzioni pecuniarie previste dal TUF, la CONSOB può disporre la sospensione dell'attività in caso di violazione delle regole di condotta per un massimo di 90 giorni. Oltre tale periodo, o nel caso in cui le violazioni in via di accertamento venissero confermate, la CONSOB ha l'autorizzazione a prolungare la sospensione fino a 4 mesi o radiare il gestore dal registro. Alcune delle cause di radiazione sono:

- Raccolta di capitale per conto di start-up non innovative
- Comunicazione o trasmissione di documenti non veri
- Mancata comunicazione alle imprese o banche di investimento del recesso degli ordini
- Contraffazione della modulistica

2.2.3.3. Condizioni di ammissione e recesso delle offerte

La terza e ultima sezione del regolamento tratta di quali siano le condizioni per cui il gestore di portali online possa accettare o debba rifiutare le offerte che riceve.

Questo ha l'obbligo di:

- Verificare che l'emittente abbia previsto nel proprio statuto il diritto di recesso dalla società o il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni (si parla della cosiddetta clausola di "tag along")

- Verificare che una quota pari ad almeno il 5% degli strumenti offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali, fondazioni bancarie o incubatori di start-up
- Garantire il diritto di revoca dell'offerta da parte dell'investitore in caso di cambiamenti significativi della situazione dell'emittente o delle condizioni dell'offerta.

L'uscita di questo regolamento, oltre ad aver permesso all'Italia di essere leader in materia di normativa sull'equity-based Crowdfunding, ha offerto numerosi spunti di dibattito in cui sono state affrontate critica e perplessità connesse.

Uno dei principali dubbi in merito al regolamento riguarda l'obbligo di acquisizione di una quota pari al 5% da parte di un investitore istituzionale: Umberto Piattelli (uno dei massimi esperti legali sul tema del Crowdfunding) sostiene che, nonostante la delicatezza della materia e la necessità di regolamentare una disciplina come l'equity Crowdfunding, la presenza di un investitore istituzionale "*cozza un po' con i principi del Crowdfunding*" che si fonda principalmente sulla forza della folla e della "coda lunga".

Anche Roberto Bosi, fondatore del progetto INOXSAIL che ha raccolto un interesse per 110.000 € sulla piattaforma SiamoSoci, sostiene che la normativa sia troppo stringente: nonostante sia favorevole a regolare un mercato fortemente soggetto a rischi, sarebbe necessaria una normativa più "soft" che da una parte tuteli l'investitore e dall'altro non lo freni troppo dal punto di vista burocratico. Dello stesso parere risulta essere il professore del Politecnico di Milano Mario Calderini che considera la regola del 5% una "*pezza*" messa da parte del legislatore per assicurare l'investitore, ma la cui funzione rimane comunque quella di tamponare un problema senza risolverlo. Un secondo spunto di analisi riguarda il ruolo di Banche e imprese di investimento: a tal proposito si pronuncia il professor Calderini che sostiene che sarebbe decisamente meglio che questi attori non avessero la possibilità di ricoprire il ruolo di gestori di portali e che tale compito fosse affidato solo a coloro che decidono di iscriversi all'apposito registro.

In questo senso, anche se per motivi diversi, convergono le opinioni di Carlo Allevi (fondatore di *WeAreStarting*) e Tommaso Baldissera (fondatore di *CrowdFundMe*) che sostengono che lo scoglio più grande da superare per poter cominciare ad operare in questo mercato sia proprio la necessità di trovare un operatore che rientra in questa categoria disposto a gestire le transazioni degli ordini.

Il terzo e ultimo aspetto oggetto di dibattito a valle dell'uscita della normativa riguarda la tutela dell'investitore e tutti quei rischi che questo incorre una volta raccolto il capitale: per un'analisi approfondito di questo tema si rimanda al capito successivo.

3. Analisi della letteratura

Nonostante la relativa novità del tema, sono state spese molte parole sul Crowdfunding. Analizzando la letteratura in merito, si è giunti in prima battuta ad una definizione completa del termine; successivamente sono stati analizzati gli aspetti principali che influiscono sul successo o sull'insuccesso dell'utilizzo di questo strumento per raccogliere capitali; infine, soffermandosi sulla categoria dell'equity-based Crowdfunding, è stato visto quali sono le opinioni in merito alla necessità di regolamentarlo ed è stato fatto un paragone con il più simile sistema attualmente in atto, il Venture Capital.

3.1. Una definizione di Crowdfunding

In questo paragrafo si cerca di arrivare ad una definizione completa del concetto di Crowdfunding analizzando i numerosi spunti offerti in letteratura. In prima battuta è utile citare Burkett (2011) che prima di dare una definizione del termine sostiene che *“Like many neologisms of the Internet Age, the definition of “crowdfunding” is a work in progress”*.

Secondo Lambert e Schwienbacher (2010), invece, il punto di partenza per descrivere questo fenomeno è il Crowdsourcing, in quanto *“The concept of crowdfunding finds its root in the broader concept of crowdsourcing, which uses the “crowd” to obtain ideas, feedback and solutions in order to develop corporate activities”*. Anche nella più recente analisi del fenomeno fatta da DeRev (una delle principali piattaforme reward-based del panorama italiano) il Crowdfunding è visto come l'apice di un modo innovativo di intendere il mercato:

“Il crowdfunding è una pratica rivoluzionaria, uno strumento prezioso per generare social innovation liberando energie creative e talenti dal peso di un mercato i cui limiti sono stati evidenziati dalla dirompente crisi economica degli ultimi anni. Una crisi sistemica che richiede un ripensamento complessivo del

modo stesso di intendere il mercato, ampliando il sistema dei valori ben oltre la tradizionale e superata concezione delle dinamiche economiche e finanziarie classiche.

La rivoluzione culturale profonda che culmina nel crowdfunding coinvolge tutti i livelli - antropologico, sociologico, politico e istituzionale - producendo effetti tangibili nell'economia reale. Il crowdfunding è la declinazione in chiave economica del nuovo paradigma trasversale del "crowdsourcing", che si esprime attraverso processi democratici partecipativi e orizzontali, attivismo digitale, valorizzazione di reputazione e trasparenza, collaborazione spontanea e costituzione di comunità di pratica innovative."

Secondo il report del 2012 pubblicato dall'European Crowdfunding Network, l'ascesa del Crowdfunding deriva dal progresso del web e dall'evoluzione dei servizi web e mobile-based, attraverso cui imprenditori e imprese possono sfruttare la folla per ottenere idee, raccogliere soldi, fare ricerche di mercato. Riassumendo, quindi, si nota che molti autori convergono sull'idea che il Crowdfunding sia una disciplina in continua evoluzione, che affonda le proprie radici nel Crowdsourcing e che rappresenta uno strumento innovativo di intendere il mercato in quanto sfrutta il concetto di folla per ottenere idee, ricevere finanziamenti e promuovere le offerte.

Ovviamente uno degli elementi cardine del Crowdfunding e che lo contraddistingue dal Crowdsourcing è il passaggio di denaro tra finanziatore e finanziato. Tuttavia, questo non è sufficiente per far sì che il fenomeno venga univocamente riconosciuto: come si evince dal report "Crowdfuture the future of Crowdfunding" (2013), che riporta una testimonianza di Dam Marom, *"Il crowdfunding, letteralmente "finanziamento dalla folla", è un processo di finanziamento collettivo proveniente dal basso, tramite cui più persone contribuiscono con somme di denaro di varia entità a un progetto o ad un'iniziativa in cui credono e di cui si fanno sostenitori. Gli individui non solo amano una brand, un progetto, un'iniziativa ma contribuiscono a renderla possibile finanziandola. [...] Il capitale sociale e relazionale del crowdfunder è il capitale che conta maggiormente: non si tratta solo di numeri, quello che conta sono i legami di fiducia tra le persone, quei legami che ci spingono ad*

appoggiare un progetto, a farsi portavoce per esso e a trasmetterlo con la stessa fiducia ai nostri contatti”.

Questo circoscrive ulteriormente il fenomeno, spiegando come il Crowdfunding non sia solamente fund raising, poiché si porta con sé il concetto di partecipazione attiva da parte dei finanziatori.

Secondo Burkett (2011), inoltre, è importante distinguere questo fenomeno da altre forme di finanziamento come la microfinanza o il peer-to-peer lending; la prima comporta dei finanziamenti decisamente superiori rispetto al finanziamento medio del Crowdfunding, e la seconda incorpora direttamente nel termine il concetto di finanziamento a titolo di debito, che nel Crowdfunding rappresenta solo una piccola parte delle iniziative perseguibili. Ma la principale differenza riguarda la relazione che si crea tra proponente e prestatore: nel Crowdfunding la relazione è di tipo multi-a-uno dove *“entrepreneurs, artists, and nonprofits raise money for their projects, businesses, or organizations by gaining the support of many people on the internet who collectively contribute money to projects to which they feel some affinity”.*

Un ultimo aspetto da trattare riguarda il ruolo delle piattaforme. I pareri riscontrati in letteratura divergono su quanto siano di valore per i proponenti, ma convergono sull'importanza che ricoprono nella processo di incontro tra finanziatore e proponente.

In particolare, come sostiene Burkett *“Crowdfunding usually implies the presence of an intermediary, who serves as a matchmaker between promoters and funders. An intermediary, however, is not essential to the definition. Instead, the key is the many-to-one relationship between funders and a promoter. The reality is that intermediated crowdfunding is simply more practical for most promoters”.*

Dal report di Crowdfuture, invece, si evince che le piattaforme ricoprono un ruolo meno pratico e più strategico: *“Le piattaforme di crowdfunding sono la soluzione standard per chiunque voglia portare avanti un progetto di finanziamento dal basso. Certo, ci sono alcuni casi esemplari di iniziative di crowdfunding portate avanti senza ricorrere ad una piattaforma, come la popolare campagna elettorale di Obama: ma si tratta di casi isolati e particolari.*

Il bisogno di soluzioni comprensive è emerso sin da subito e alcune delle piattaforme più popolari al giorno d'oggi, come Kickstarter e IndieGoGo e Kapipal, sono nate ai primi stadi dell'evoluzione del fenomeno del crowdfunding. 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".

È possibile trovare una sintesi tra due pareri contrastanti, definendo le piattaforme come un elemento fondamentale per favorire l'incontro tra domanda ed offerta, ridurre i costi di ricerca di potenziali finanziatori per i proponenti e fornire i primi feedback ai proponenti sulla qualità espositiva del loro progetto.

In ultima sintesi, quindi, è possibile definire il Crowdfunding come una disciplina in continua evoluzione, che affonda le proprie radici nel Crowdsourcing; esso rappresenta uno strumento innovativo di intendere il mercato in quanto consente ai proponenti, attraverso una relazione molti-a-uno, di sfruttare la partecipazione attiva della folla per ottenere idee, ricevere finanziamenti e promuovere le offerte. È un fenomeno basato sui servizi internet in cui le piattaforme sono un elemento fondamentale per favorire l'incontro tra domanda ed offerta e ridurre i costi di ricerca di potenziali finanziatori, oltre che per fornire i primi feedback sui progetti proposti.

3.2. Dinamiche di successo del CF

Dopo aver fornito una definizione di Crowdfunding, si analizza quali siano le dinamiche che portano un progetto ad avere successo o meno. Nonostante il fenomeno sia attivo solo da pochi anni, numerosi studi sono stati fatti su questo

aspetto, permettendo di ricavare alcune “best practice” per la buona riuscita di un progetto di finanziamento. Prima di entrare nel dettaglio dell’analisi è utile puntualizzare che non esiste una strategia univoca per garantire il successo di un progetto, poiché le differenti strade perseguibili per raggiungere questo obiettivo sono numerose; i dati citati sono frutto di studi econometrici e dell’esperienze di autori esperti in materia ma non vogliono presentarsi come un metodo assoluto per il raggiungimento del finanziamento tramite Crowdfunding.

Per una prima analisi qualitativa, è possibile seguire le “componenti per il successo” riportate da Crowdfuture nell’analisi “the future of Crowdfunding”. Il report sostiene che il primo passo da seguire sia sicuramente quello di definire l’obiettivo del proprio progetto, condividendolo con il team che porterà il progetto a realizzazione. Nonostante possa sembrare un’ovvietà, chiarire e condividere gli obiettivi permette di focalizzare l’attenzione sul risultato e convogliare tutte le risorse verso il raggiungimento di questo.

Il secondo passo è la scelta della piattaforma: come riportato nel capitolo precedente, queste rappresentano uno degli elementi chiave del processo. Inoltre, la crescita del numero di piattaforme e la loro progressiva specializzazione offrono ai proponenti numerose possibilità. Per progetti di tipo donation-based è meglio sfruttare piattaforme come BuonaCausa o Rete del Dono che ospitano progetti quasi esclusivamente di donazione; per progetti musicali, invece, conviene appoggiarsi alla piattaforma MusicRaiser che ospita iniziative solo di carattere musicale; per progetti di tipo Business, in attesa della nascita delle piattaforme equity-based, è consigliata la piattaforma SiamoSoci che tramite un meccanismo di finanziamento in “back office” risulta essere la migliore per questa tipologia. È sconsigliato utilizzare l’approccio “Do It Yourself” (e quindi pubblicare il progetto su una pagina personale) poiché non permette di sfruttare la vasta visibilità di cui godono le piattaforme già collaudate. Questo metodo, inoltre, comporta dei costi considerevolmente più alti.

Nel caso in cui il progetto preveda delle ricompense per i finanziatori, il terzo passo da seguire è proprio la giusta scelta di queste ricompense. Questo

elemento rappresenta sicuramente un nodo chiave per la riuscita o meno di un progetto: più le offerte sono differenziate e targettizzate, e più il progetto sarà capace di attrarre finanziatori. A tal proposito, infatti, un utile consiglio è quello di prevedere ricompense sia tangibili che intangibili: data la moltitudine di finanziatori che è necessario attrarre, differenziarle il più possibile offre l'opportunità di catturare l'attenzione di un pubblico molto vasto. L'originalità della ricompensa, infatti, può anche scaturire l'effetto "word of mouth" che permette al progetto di ottenere maggiore visibilità sfruttando le reti sociali dei finanziatori.

Il quarto passo da percorrere riguarda la costruzione del pitch; esso è uno dei primi elementi con cui entra in contatto il potenziale finanziatore e deve pertanto essere costruito in modo da suscitare interesse. L'approccio consigliato dagli autori del report è quello riportato in "Made to Stick: Why Some Ideas Survives and Other Dies" di Chip e Dan Heath che prevede sei principi da seguire (le cui iniziali formano la parola SUCCES):

- Simple: è importante individuare il fulcro dell'idea
- Unexpected: la presentazione deve essere imprevedibile, deve suscitare stupore
- Concrete: l'idea deve essere realizzabile e comprensibile
- Credible: l'idea deve essere credibile
- Emotional: il progetto deve scaturire emotività
- Stories: il pitch deve "narrare" l'idea del progetto

Nella costruzione della vetrina del progetto, inoltre, è importante includere elementi multimediali come video o presentazioni che siano il più possibile semplici e divertenti, senza sottovalutare l'importanza delle informazioni da fornire.

Una volta preparato il "messaggio", questo va adeguatamente veicolato e monitorato. Con i passi sei, sette e otto, viene esaltata l'importanza di questi due elementi.

Il primo passo per la diffusione del progetto è rappresentato sicuramente dalla rete sociale del proponente, cercando in un secondo momento di innescare l'effetto viralità per diffonderlo ulteriormente. Per fare ciò è importante scegliere su quali canali veicolare il proprio progetto (Facebook, LinkedIn o altri social).

Successivamente è importante mantenere viva l'attenzione del proprio pubblico: è necessario pubblicare periodicamente lo stato di avanzamento del progetto, pubblicare commenti o integrazioni al progetto per chiarire aspetti omessi precedentemente e ringraziare chi, in un modo o in un altro, entra in contatto con il progetto.

L'ultimo passo è sicuramente il monitoraggio: prevedere un set di indicatori che consentano di avere dei feedback sullo stato di avanzamento del progetto, sulla sua diffusione e sulla sua visibilità è fondamentale per mettere in atto azioni correttive durante il periodo di raccolta fondi.

Una volta visto il quadro generale per ottenere successo, alcuni studi hanno individuato matematicamente delle relazioni interessanti tra la riuscita del progetto e determinate variabili. Tra i principali si cita lo studio condotto da Lambert e Schweinbacher (2010) su un campione di 51 progetti raccolti su internet tra il 2009 e il 2010: secondo le loro analisi, le organizzazioni no-profit hanno una probabilità di successo molto superiore rispetto ai progetti for-profit. Questo risultato è coerente con l'idea che le associazioni non a scopo di lucro attirano più facilmente capitali, in quanto il loro obiettivo non è puramente il profitto ma la realizzazione di un buon prodotto o servizio (come mostrato teoricamente da Glaeser e Shleifer (2001) e Ghatak e Mueller (2009)). Un altro risultato del loro studio è che le iniziative che tendono a realizzare un prodotto raccolgono più capitale delle iniziative che tendono a realizzare un servizio: una spiegazione a questo fenomeno può essere sia pratica, poiché la realizzazione di un prodotto richiede investimenti superiori rispetto alla realizzazione di un servizio, che emotiva, in quanto l'aspetto materiale di un prodotto può agire positivamente nella percezione dei finanziatori.

Secondo lo studio di Burtch et al (2012), la durata della campagna di raccolta fondi incide indirettamente sulla “performance” del progetto: più lunga è la visibilità del progetto e più è probabile che questo sia finanziato.

Anche lo studio condotto dall’osservatorio del Politecnico di Milano ha rivelato delle correlazioni interessanti. La prima di queste riguarda il raggiungimento della massa critica: dall’analisi condotta si evince che i progetti “o vanno molto bene o vanno molto male” (Cristina Rossi Lamastra “L’equity crowdfunding in Italia: a che punto siamo? Sfide e prospettive”). Risulta, infatti, di cruciale importanza il raggiungimento di un elevato livello di finanziamento del progetto nella prima settimana di vita.

Inoltre, lo studio ha mostrato tre componenti che sono stati definiti “gli ingredienti per il successo” per il raggiungimento del target di finanziamento:

- **Struttura delle ricompense:** più le ricompense sono ben strutturate (sia in numero che in qualità) e maggiore sarà la probabilità che il progetto raggiunga l’obiettivo prefissato
- **Qualità delle informazioni:** le informazioni che vengono fornite agli utenti devono essere numerose e complete, permettendo all’utente di avere un quadro completo del progetto che intende finanziare
- **Capitale sociale dei promotori dentro e fuori la piattaforma:** la probabilità di successo di un progetto è positivamente correlata al capitale sociale dei proponenti, misurato con il numero di contatti Facebook, il numero di follower su Twitter e il numero di connessioni LinkedIn

Secondo lo studio condotto da Ward et al. (2010) emergono due elementi molto interessanti: l’assenza di correlazione tra esternalità di rete e probabilità di successo e la correlazione positiva tra quest’ultima e i peer effects. L’esternalità di rete (indiretta nel caso del Crowdfunding) misura quanto il valore di un bene (ad esempio un social network) aumenti all’aumentare del numero di utilizzatori del bene stesso (gli utenti iscritti): lo studio dimostra che la scelta di finanziare un progetto da parte di un individuo non è influenzata dalla scelta degli altri. I peer effects, invece, fanno riferimento ad un processo

secondo cui il comportamento di un gruppo influenza il comportamento del singolo individuo appartenente al gruppo. Nel Crowdfunding questo si traduce nell'effetto positivo che scaturisce la popolarità di un progetto sul web: più link o blog puntano o trattano di un progetto, e più probabile che questo raccolga la somma richiesta.

Kuppuswamy et al (2013) nel suo studio su un campione di progetti pubblicati sulla piattaforma Kickstarter, invece, sostiene che l'ammontare del finanziamento segue una distribuzione ad U: la maggior parte del denaro raccolto si concentra nella fase iniziale e nella fase finale della durata della campagna. La spiegazione di questo fenomeno si basa sulla teoria psicologica dell'"effetto di diffusione" della responsabilità secondo cui il Crowdfunder, vedendo che un progetto ottiene dei finanziamenti molto velocemente, tende a rinunciare a sostenerlo, convinto che gli altri finanziatori completeranno l'opera. Più che il progetto giunge a scadenza, e più che questo effetto diminuisce, confermando l'impennata del livello di finanziamenti nei pressi della fine del progetto. Un'ulteriore spiegazione al perché i finanziamenti siano concentrati alla scadenza, è data dalla spinta superiore che il proponente dà al proprio progetto vedendosi concretizzare il rischio di non raggiungere l'obiettivo, stimolando di conseguenza l'interesse del popolo dei finanziatori. Un altro studio recente ed interessante è quello condotto da Wash (2013) sulla piattaforma Donors Choose (piattaforma donation-based che accetta solo progetti per la formazione scolastica): a differenza di altri studiosi, Wash vuole capire che cosa influenza la quantità di denaro che il finanziatore è disposto a donare. Gerber o Mollick risponderrebbero a questa domanda sostenendo che la struttura delle ricompense gioca un ruolo chiave in questa decisione; per i progetti donation-based, tuttavia, questa risposta non trova fondamento. Wash nota che il finanziamento medio del progetto è sostanzialmente più alto se è finalizzato a completare la raccolta fondi: da un importo medio di 36,54 dollari per una donazione standard si passa a 207,08 dollari per le donazioni che consentono al proponente di raggiungere la somma richiesta. L'autore giustifica questo risultato sostenendo che la donazione che permette il raggiungimento dell'obiettivo è caratterizzata da un rischio inferiore, perché

decade l'incertezza sul fatto che il progetto sarà finanziato o meno. Un altro risultato interessante riguarda la probabilità che un individuo effetti più di una donazione: nel 21% dei casi chi ha donato una volta è tornato a farlo (con una donazione di importo superiore rispetto alla precedente), e se la prima donazione effettuata è finalizzata al completamento del progetto, questa percentuale sale al 55%.

Anche Gerrit K.C. Ahlers (2011) propone uno studio effettuato su una singola categoria di progetti (in questo caso equity-based): dall'analisi di un campione di 104 progetti pubblicati sulla piattaforma australiana ASSOB egli deduce che:

- Start-up con molti membri del consiglio in possesso di livelli elevati di istruzione (come ad esempio MBA) e con migliori network sociali riescano ad attrarre più capitali
- Start-up che manifestano l'intenzione futura di quotarsi sul mercato regolamentato attraggono più capitali
- Progetti che non presentano previsioni finanziarie accurate hanno meno probabilità di successo
- Start-up già operative hanno più opportunità di successo

In conclusione, quindi, è possibile dire che non esistono delle regole assolute da seguire per avere successo nella raccolta di capitali tramite Crowdfunding. Esistono delle "best practice" che è importante seguire aumentare la probabilità di raggiungere la somma richiesta, come scegliere bene la piattaforma su cui proporre il progetto, sfruttare al massimo la propria rete sociale e quella degli "amici", suscitare interesse per favorire la fama del progetto e mantenere costantemente viva la relazione che si viene a creare tra il proponente e la folla di potenziali finanziatori.

3.3. L'impatto della normativa

La definizione di un regolamento ad hoc richiede al legislatore di trovare il giusto trade off tra la spinta alla nascita e allo sviluppo del fenomeno e la tutela dell'investitore. Nonostante siano presenti delle leggi che regolano le transazioni finanziarie tra imprese e finanziatori in quasi tutti i Paesi del Mondo, è impensabile credere che il Crowdfunding possa semplicemente adattarsi ad esse. Il valore aggiunto del fenomeno stesso è la capacità di sfruttare la "coda lunga" degli investitori e permettere alle piccole e medie imprese di attrarre tante piccole somme di capitali per finanziare i propri progetti. Esigere che questo fenomeno così diverso dal tradizionale modo di investire nel capitale di rischio si adatti alla normativa attuale annullerebbe ogni possibilità di crescita. Proprio per questo motivo, tutti i Paesi particolarmente interessati al tema si stanno attivando per giungere alla creazione di un regolamento che faciliti il più possibile il piccolo risparmiatore nell'investimento ma che allo stesso tempo lo tuteli dai rischi connessi all'operazione. A supporto di questa tesi Brian Walser sostiene che esistano due approcci opposti: il primo è quello "top-down" (detto DEDUTTIVO) che dà priorità alla normativa vigente, cercando di creare delle esenzioni *ad hoc* di questa per includere le eccezioni che si vanno a creare con la raccolta di capitale tramite portali on-line. Il secondo approccio, invece, è quello "bottom-up" (detto anche INDUTTIVO) che prevede la creazione di una normativa fatta su misura e che si adatti perfettamente a questo nuovo modo di raccogliere capitale. Un mercato innovativo, in forte crescita e rivolto ad un pubblico diffuso e "non professionale" (sostiene Brian Walser) richiede necessariamente un approccio induttivo, in quanto "piccoli cambiamenti o miglioramenti incrementali di una normativa non si adattano a cambiamenti radicali e perentori del sistema che essa deve tutelare".

In questa sezione, dunque, sono analizzati gli aspetti più rilevanti che riguardano il Crowdfunding dal punto di vista della regolamentazione. Il focus dell'analisi è rivolto prevalentemente all'equity-based Crowdfunding ma molti

spunti che si trovano in letteratura sono applicabili anche ad altre categorie, prima fra tutte quella dei progetti “business”.

In primo luogo si espone brevemente quali sono stati i risultati del questionario inoltrato dalla CONSOB ai diversi destinatari della disciplina (gestori “potenziali”, investitori professionali, investitori retail e start-up innovative) mettendoli a paragone con i risultati ottenuti da uno questionario simile sottoposto a imprenditori e portali da parte dell’NCFA (National Crowdfunding Association of Canada) sottoposto anch’esso nel primo trimestre del 2013. Successivamente, attraverso la rassegna della letteratura sul tema si analizza il trade off che il legislatore si trova a dover affrontare per emanare il regolamento, focalizzandosi sui due estremi: la tutela dell’investitore da una parte e l’abbassamento dei costi di raccolta di capitale da parte delle piccole e medie imprese dall’altra. Essendo un fenomeno tuttora in fase di assestamento, si analizzano anche i possibili scenari di sviluppo proposti da alcuni autori.

3.3.1. Analisi d’impatto

In data 21 Gennaio 2013 la CONSOB ha pubblicato un questionario suddiviso in quattro sezioni riferite ai diversi destinatari del Crowdfunding (gestori “potenziali”, investitori professionali, investitori retail e start-up innovative). L’8 Febbraio si è chiusa la consultazione con 58 risposte in totale. Il 29 marzo 2013 è stato pubblicato il “Documento di Consultazione” recante la proposta di Regolamento in tema di Raccolta di Capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line. La consultazione si è chiusa in data 30 aprile 2013 ed ha visto la partecipazione di 47 soggetti.

I risultati principali sono stati:

- Numerosi rispondenti non hanno gradito la limitazione delle disposizioni al solo settore delle start-up innovative

- I gestori di portali online hanno richiesto un allargamento dei requisiti onorabilità e professionalità richiesti dal regolatore
- Sia gestori che investitori hanno richiesto una deregolamentazione in merito alle disposizioni MiFID poiché comporterebbero dei costi molto elevati per l'investitore riducendone la propensione all'investimento
- Molti dei rispondenti non hanno valutato positivamente l'obbligo di sottoscrizione di una quota del capitale da parte di un investitore istituzionale.

A valle di questi risultati sono state attuate alcune azioni correttive, come l'estensione dei requisiti di onorabilità e professionalità o la presenza di una soglia minima di sottoscrizione al di sotto della quale sarà possibile non applicare le disposizioni MiFID. Tuttavia, come già detto nel capitolo 2.2.3.3, i diretti interessati non sembrano pienamente soddisfatti dalla versione definitiva del regolamento.

Un'analisi molto simile è stata effettuata da parte della NCFA (National Crowdfunding Association of Canada): per capire quale sia la situazione auspicabile dagli attori coinvolti nel processo di raccolta di capitale di rischio attraverso i portali on-line, hanno sottoposto un questionario a investitori (accreditati e non), imprenditori e portali nel primo trimestre del 2013, raccogliendo 144 risultati completati. Non entrando nel dettaglio del questionario e del modello di studio utilizzato, le conclusioni più rilevanti sono:

- Come era facile aspettarsi, le imprese vogliono dei minori vincoli sulle quantità di capitali raccogliibili ogni anno e i portali meno obblighi informativi e meno vincoli di tempo sulla raccolta di capitale
- Gli investitori ricercano:
 - o Mercati fortemente regolamentati
 - o Mercati dove l'importo raccogliibile dagli imprenditori sia limitato
 - o Mercati con elevate due diligence
 - o Elevato livello di istruzione dei proponenti.

È possibile dedurre, quindi, come la situazione più auspicata dalla maggior parte dei soggetti coinvolti nello studio 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 il maggior numero di iniziative imprenditoriali (di qualità) e di conseguenza il maggior numero di investitori.

3.3.2. Tutela dell'investitore

In letteratura si riscontrano due vie diverse per tutelare un investitore: la prima strada è sicuramente la trasparenza informativa, la seconda è l'intervento invasivo da parte del legislatore (approccio "merit review"). A supporto della teoria sulla trasparenza informativa, risulta esemplificativo l'esempio della Rule 504 americana: questa legge (emanata negli 90' negli Stati Uniti) permetteva alle piccole imprese di offrire strumenti finanziari al pubblico indistinto senza sostanziali obblighi informativi al fine di "stimolare l'investimento nelle piccole imprese".

La mancanza di un adeguato livello di informazione ha portato grossi problemi nel mercato: il principale fu lo schema cosiddetto "pump-and-hump", tramite cui gli investitori più accorti creavano una forte inflazione sul prezzo di un'azione (particolarmente facile per imprese a bassa capitalizzazione e basso share price) che veniva venduta dagli stessi prima che gli investitori "meno esperti" si accorgessero della frode.

A causa delle numerose truffe riscontrate, la SEC ha dovuta emanare una revisione della Rule 504 per garantire agli investitori un livello di tutela adeguato, concentrandosi prevalentemente sulla trasparenza informativa. Nonostante tale esempio dimostri quanto sia importante l'informazione, non è detto che questa sia l'unica strada perseguibile per il Crowdfunding poiché, come sostiene Donald C in *"Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated*

Customers”, il rischio di arrivare ad un overload di informazione è tale da frenare fortemente gli investimenti da parte della folla.

Alla visione fortemente orientata all'importanza della trasparenza informativa, si oppone l'approccio cosiddetto “merit-review”, il cui obiettivo è quello di tutelare l'investitore andando oltre l'obbligo della divulgazione di informazione; secondo tale approccio, infatti, il regolatore si prende carico di valutare l'efficacia e la bontà degli strumenti finanziari che possono essere transati sul mercato (Marianne M. (1993)).

Questa visione, sebbene possa creare degli elevati costi di transazione e delle inefficienze nel mercato, è molto adatta per mercati in fase di sviluppo caratterizzati da alta complessità, basso numero di analisti professionali e con un elevato numero di investitori inesperti (si pensi a quello che questo approccio avrebbe potuto evitare di fronte a strumenti come CDOs, ABSs, ecc.).

3.3.3. Rischi per l'investitore

Il secondo elemento che deve essere preso in considerazione per la creazione di una normativa ad hoc è la mitigazione dei rischi legati all'investimento in imprese in fase di start-up.

Non è da sottovalutare, infatti, come il crowdfunding catapulti un elevato numero di investitori in un campo che storicamente è sempre stato di competenza di una nicchia di investitori come angel investors e venture capitalists (questo argomento verrà trattato dettagliatamente nel capitolo 3.4). I rischi a cui è sottoposto un investitore possono essere catalogati in due tipologie: i rischi verticali (prevalentemente legati ai costi di agenzia) e i rischi orizzontali (la cui fonte sono gli investitori stessi).

Sui rischi verticali è già stata posta molta attenzione: si pensi ad esempio a piattaforme come l'inglese “Seedrs” o la spagnola “TheCrowdAngel” che hanno deciso di mantenere il controllo delle quote che i singoli investitori hanno acquistato tramite una nominee structure, in modo che la piattaforma

stessa risulti l'azionista legale e abbia maggiore capacità di influenzare la gestione dell'azienda e quindi la possibilità di negoziare con la società temi chiave come la diluizione del prezzo azionario (Silvia Lombardo, "L'huffington post"). Non è possibile dire altrettanto sui rischi orizzontali. Poiché le imprese si trovano in fase di start-up, è nell'interesse di queste e dei venture capitalists far sì che l'impresa segua un percorso di stage financing, accedendo al capitale in diversi in round. Ciò, tuttavia, crea due problemi principali per l'investitore inesperto: il primo è il rischio legato all'effetto di diluizione del capitale, il secondo è il rischio di esclusione degli investitori quando avvengono vendite importanti di azioni che possono determinare modifiche nell'assetto proprietario dell'impresa (Carl Franzen, (Aprile 2012)). Senza entrare nel dettaglio di quali siano le cause o le conseguenze di questi rischi, per poterli mitigare al meglio è necessario andare oltre quegli approcci di trasparenza informativa o di "merit-review" citati nei capitoli precedenti. È necessario un approccio più qualitativo al problema, che comporti l'utilizzo di disposizioni contrattuali o regolamentarie che tutelino il vastissimo numero di investitori inesperti, i quali non hanno né le competenze né le possibilità di contrattare singolarmente con l'impresa in cui desiderano investire.

3.3.4. Possibili scenari futuri

Essendo un fenomeno relativamente nuovo, risulta ancora incerto fare una previsione su quale sarà la direzione di crescita del Crowdfunding. Come già visto nel capitolo 1.2, il fenomeno nel suo complesso presenta dei tassi di crescita previsti tra il 2012 e il 2013 di circa il 190%: tuttavia, ponendo l'attenzione sulle singole tipologie di progetti la situazione è diversa, in quanto le piattaforme di tipo reward-based e lending-based sembrano sovraperformare rispetto alle altre. Nonostante ciò, come sostiene il CEO di Massolution Carlo Esposito *"il Crowdfunding basato su prestiti, donazioni e ricompense ha finora guidato questa rivoluzione finanziaria globale, ma ciò che è in procinto di prendere il centro della scena negli Stati Uniti è il*

Crowdfunding equity-based, che consentirà agli investitori non accreditati di effettuare investimenti in cambio di quote societarie”. I pareri su quale strada prenderà il Crowdfunding sono contrastanti: a tal proposito si analizzano tre scenari diversi, due dei quali proposti da Schwartz (2013) ed il terzo (fallimento del Crowdfunding) proposto da Dorff (2013).

1. Secondo Schwartz l’equity-based Crowdfunding espone le aziende al rischio di scalata e di acquisizioni ostili: gli azionisti, infatti, sebbene numerosi non saranno mai dispersi come gli azionisti del mercato secondario borsistico e potranno più facilmente accordarsi per avere voce in capitolo nelle assemblee ed eventualmente ribaltare l’amministrazione. Questo sistema può essere frenato vietando la vendita dei titoli acquistati per un determinato periodo. Nel medio-lungo periodo, però, questo meccanismo potrebbe portare allo sviluppo di un efficiente mercato del controllo che aumenterebbe le ridotte possibilità di sviluppo che hanno le startup a causa della loro natura estremamente rischiosa.
2. Sempre secondo Schwartz, una seconda ipotesi potrebbe essere il fallimento dell’equity-based in favore del lending-based Crowdfunding. Questa tipologia, infatti, evita il problema sopracitato e non comporta doveri fiduciari. Anche per gli acquirenti il debito potrebbe essere più appetibile in quanto più semplice da gestire per gli investitori non esperti. Il fatto che il debito debba essere restituito entro una certa scadenza può rappresentare un forte vincolo alla crescita della società. Inoltre il tasso di interesse associato deve rispecchiare il rischio dell’impresa e pertanto comporterà degli oneri non indifferenti.
3. La terza ipotesi (tratta da Dorff) prevede il completo fallimento dell’equity Crowdfunding. Dorff sostiene che a prescindere dalle mosse attuate dagli organi di vigilanza, la maggior parte degli investimenti

effettuati saranno fallimentari a causa dei ridotti tassi di successo che caratterizzano le start-up. Inoltre, egli sostiene che su questo mercato saranno presenti solo gli investimenti “peggiori”, poiché le start-up più promettenti andranno alla ricerca di business angels o venture capitalists per ricevere, oltre ai finanziamenti, anche competenze ed esperienze che il Crowdfunding non sarebbe in grado di darle.

3.4. Crowdfunding vs Venture Capital

Questa sezione è dedicata al confronto tra il Crowdfunding e il venture capital. Non essendoci sufficienti dati a disposizione, infatti, alcuni autori hanno cercato di stimarne lo sviluppo confrontandolo con il più simile dei metodi già affermati, il Venture Capital. Nel prossimo paragrafo analizzeremo le principali caratteristiche di questo fenomeno. Ovviamente sono esclusi da questo confronto i progetti di tipo donazione e libera offerta, ma rientrano nell'analisi tutti quei progetti il cui obiettivo è quello di raccogliere capitali per imprese in fase di “seed” o di “early stage”.

3.4.1. Il Venture Capital

Il Venture Capital rientra nella più ampia categoria del private equity. Partiamo quindi dalla definizione di questo per poi capire quali siano le attività che competono esclusivamente al VC: secondo la definizione data dall'EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), *“Private Equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private Equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company’s balance sheet. It can also resolve ownership and management issues – a succession in family-owned companies, or the buyout or buying of a business by experienced managers may be achieved using Private Equity”*.

Questa definizione è molto ampia e include in generale le attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, da parte di operatori specializzati e finalizzata alla realizzazione di un elevato capital gain. Ciò può essere ottenuto fornendo capitale finanziario e know-how da parte dei private equity investors.

Da questa definizione è possibile dedurre quale siano le caratteristiche peculiari dell'attività di Venture Capital:

- Partecipazione nell'equity di imprese ad elevato potenziale di sviluppo
- Conseguimento di un elevato capital gain
- Temporaneità dell'investimento, anche se orientato al medio-lungo periodo
- Apporto di competenze tecniche e manageriali all'impresa
- Sfruttamento del proprio network al fine di ottenere migliori condizioni di sviluppo e migliorare la reputazione dell'impresa stessa

Inoltre, le principali tipologie di investimento sono di solito suddivise a seconda della fase del ciclo di vita di un'impresa in cui sono effettuate. Le categorie di investimento si distinguono in:

- Finanziamento di un'idea imprenditoriale (fase di "seed" e di competenza del Venture Capital)
- Finanziamento di un'impresa esistente ma che sta affrontando ancora la fase di crescita (fase di "early stage" e di competenza del Venture Capital)
- Finanziamento dello sviluppo e del cambiamento di un'impresa (fase di "later stage" o "expansion" e di competenza del private equity)

Infine è importante aggiungere che gli investimenti dei Venture Capital sono di solito rivolti ad aree ad alto contenuto tecnologico e soggetti ad elevato rischio operativo (in quanto il mercato dell'impresa in cui investe non è consolidato) e finanziario (in quanto la variabilità legata al ritorno dell'investimento è molto alta).

3.4.2. Analogie e differenze tra VC e Crowdfunding

In questa sezione si espone il punto di vista di alcuni autori che paragonano i due fenomeni.

Dall'analisi del Venture Capital del capitolo precedente è possibile dedurre alcuni punti in comune tra questi e il Crowdfunding²:

- Entrambe prendono in considerazione imprese che si trovano in fase di “seed” e di “early stage”
- Secondo la normativa italiana e il prospetto di quella Americana, entrambe si interessano di imprese ad alto contenuto tecnologico
- Entrambe fanno investimenti nel capitale di rischio delle imprese, facendosi carico degli elevati rischi operativi e finanziari che le caratterizzano
- Nonostante non esistano ancora esempi reali, è lecito asserire che anche i crowdfunder puntino ad ottenere capital gain elevati dai propri investimenti e che non intendano acquisire il capitale per controllare l'impresa, ma piuttosto intendano dismettere l'investimento nel medio-lungo periodo.

Ovviamente ci sono anche alcune differenze sostanziali tra i due approcci:

- Il capitale raccolto in una singola campagna di Crowdfunding è più basso rispetto a quello raccolto appoggiandosi al Venture Capital (190.000 € di raccolta media per i progetti equity-based contro i 600.000 € di investimento medio per il Venture Capital (fonte: Massoution e report di EVCA)
- Il numero di crowdfunder è decisamente superiore rispetto al numero di venture capitalists

² In questo capitolo sono considerati i solo progetti di tipo business ed equity-based

- Le competenze tecniche e manageriali fornite dalla folla di finanziatori sono molto minori di quelle fornite dai venture capitalists

Dorff, inoltre, esamina i dati sugli angel investors arrivando alla conclusione che la maggior parte delle start-up proponenti faranno perdere soldi agli investitori non accreditati; le start-up più promettenti, invece, continueranno a raccogliere fondi attraverso canali diversi. Egli sostiene che l'unica mossa che può fare l'ente regolatore in merito all'equity-based Crowdfunding è di abolirlo ed evitare che migliaia di persone "buttino" i loro soldi in investimenti di questo tipo. A supporto della sua tesi, infatti, Dorff fa notare che l'attività di investimento nella fase di "early stage" ha un rendimento positivo solo se guardiamo la classe nel suo complesso: il 75% dei ritorni totali deriva dal 10% degli investimenti (Robert Wiltbank (2007)).

Inoltre, Dorff sostiene che le imprese più promettenti non cercheranno capitali dalla folla indistinta ma andranno a cercare il capitale da soggetti come gli angel investors poiché, oltre al denaro, saranno in grado di fornire competenze preziose. Infine, proprio per quanto riguarda il know-how a cui la start-up può attingere, Dorff fa notare che la natura stessa del crowdfunding (ossia quella raccogliere poche somme di capitale da tante persone) riduce la possibilità che il proponente accetti consigli dai finanziatori, in quanto il finanziatore conta poco per lui e la cifra investita dal finanziatore è talmente bassa da non giustificare una perdita di tempo del genere.

Uno studio condotto da Mollick sulla piattaforma Kickstarter, invece, offre dei risultati che vanno in contrasto con la tesi di Dorff: i risultati suggeriscono che i "segnali di qualità" che vengono utilizzati dai venture capitalists per la selezione delle start-up sono molto simili a quelli utilizzati dai crowdfunders. Questo elemento suggerisce che il comportamento della folla di investitori non professionali è molto simile al comportamento dei venture capitalists. Inoltre, egli sostiene che il Crowdfunding abbatte il vincolo territoriale che affligge il processo di selezione dei venture capitalists, poiché la distribuzione geografica degli investimenti è molto superiore rispetto a quella dei VC.

In conclusione, quindi, possiamo dire che i dati a disposizione sugli investimenti fatti in start-up non sembrano giocare a favore del Crowdfunding; tuttavia, uno degli elementi più innovativi di questo fenomeno è proprio il concetto di folla, che secondo la teoria di James Surowiecki sulla saggezza della folla, *“una massa di individui sarebbe in grado di fornire una risposta adeguata e valida a una domanda più di quanto non siano in grado di farlo gli esperti”* (Wikipedia). Pertanto è lecito aspettarsi che la folla riesca a colmare il gap che divide l’investitore non professionale da quello più esperto come il venture capitalist o angel investor.

4. Analisi empirica

Nel primo paragrafo è esposto brevemente l'obiettivo dell'analisi; nel secondo paragrafo sono esposte le ipotesi su cui si fonda lo studio; nel terzo paragrafo sono descritte le principali fonti da cui è stato tratto il campione di dati; nell'ultimo paragrafo sono descritte le variabili di studio, divise tra dipendenti, indipendenti e di controllo.

4.1. Obiettivo dello studio

L'obiettivo di questo studio è la ricerca di relazioni significative tra la percentuale di avanzamento della raccolta di un progetto "business" e alcune variabili strettamente collegate al proponente del progetto e al progetto stesso. In particolare, dall'analisi della letteratura sulla materia, si evince che la probabilità di successo di un progetto di Crowdfunding dipenda prevalentemente da due macro-aspetti: la qualità della presentazione e le caratteristiche del proponente. Come si evince dal report di Crowdfuture "le componenti per il successo", uno degli elementi principali per proporre un progetto di qualità è la scelta della piattaforma; nello studio condotto, circa il 97% del campione appartiene alla piattaforma SiamoSoci. Per questo motivo non è stato possibile trovare una misura che potesse spiegare la qualità del progetto senza ricorrere ad un indice di gradimento non supportato da dati reali (se ci fossero state più piattaforme da cui poter raccogliere dati avremo potuto considerare alcuni fattori come "numero di like della piattaforma" o "percentuale di progetti finanziati rispetto al totale della piattaforma"). Pertanto, l'attenzione si è spostata prevalentemente sulle variabili che riguardavano il soggetto proponente del progetto e le caratteristiche prettamente legate alla raccolta.

4.2. Ipotesi di ricerca

In questa sezione sono esposte le ipotesi su cui sono stati svolti gli studi di regressione. Una delle determinanti principali per la buona riuscita di una raccolta fondi è strettamente collegata al progetto stesso: poiché lo studio si concentra su un campione di progetti appartenenti alla categoria business, è lecito ipotizzare che la buona riuscita della raccolta sia influenzata dal target di finanziamento proposto e dal settore di appartenenza. In particolare, i progetti ad alto contenuto tecnologico (definiti in seguito come appartenenti ICT) saranno più propensi a raccogliere capitale.

IPOTESI 1

“Il successo del progetto è influenzato dalle caratteristiche del progetto stesso, in particolare dal target di raccolta e dal settore di appartenenza del progetto”.

La seconda ipotesi da testare è un'integrazione della precedente. Si suppone, infatti, che oltre ad una correlazione positiva tra raccolta di capitale e caratteristiche di progetto, questa sia influenzata positivamente anche dalle caratteristiche del soggetto proponente: in primo luogo si ipotizza che se il progetto è proposto da un'impresa piuttosto che da un privato, l'investitore lo percepisca come un indice di sicurezza. Inoltre, si suppone che giochino a favore della raccolta fondi anche altri due fattori: il primo riguarda il possesso o meno di un brevetto da parte del proponente, il secondo riguarda la propensione all'investimento di questo. Un progetto proposto da un soggetto che detiene partecipazioni in imprese non collegate all'impresa oggetto della raccolta avrà più probabilità di raggiungere il target.

È necessario sottolineare che sono state escluse dallo studio le variabili economiche caratteristiche delle imprese (utile d'esercizio, posizione finanziaria netta e capitale sociale deliberato): questo perché 53 progetti su 160 sono proposti da privati o da imprese individuali, 48 sono proposti da imprese straniere o che non hanno depositato il bilancio d'esercizio del 2012

o imprese per le quali non è stato possibile calcolare la posizione finanziaria netta per mancanza di informazioni.

IPOTESI 2

“Il successo del progetto è influenzato dalle caratteristiche del progetto stesso (in particolare dal target di raccolta e dal settore di appartenenza del progetto) e dalle caratteristiche del soggetto proponente (in particolare dalla tipologia di proponente, dalla sua propensione all’investimento e dall’eventualità che questo sia in possesso di un brevetti industriali)”.

4.3. Ricerca e raccolta dati

In questa sezione sono descritte le fonti da cui sono stati estrapolati i dati per condurre lo studio. Il campione è stato interamente ricavato dal database del Politecnico di Milano: i valori associati alle variabili di studio descritte nel capitolo 4.4 sono state ricavate prevalentemente dal database stesso, dal portale online della camera di Commercio e dalla biblioteca online del Politecnico di Milano. In particolare, da quest’ultimo portale e dalle ricerche generiche in rete sono stati raccolti gli articoli che trattavano dei progetti presi a campione (molte informazioni sono state ricavate dalla ricerca all’interno del database del Sole24ore).

Prima di analizzare le fonti e spiegare quali informazioni sono state estrapolate, si descrive brevemente le variabili che hanno interessato lo studio:

- **AVTARG:** per ogni progetto del campione è stata rilevata la percentuale di raccolto rispetto al target prefissato. Tale valore può anche superare il 100 poiché alcune piattaforme consentono di raccogliere più capitale di quello richiesto.
- **LN_TARGET:** una delle variabili dipendenti è proprio il capitale target richiesto dal proponente. Essendo progetti business, questo valore è solitamente superiore a 100.000€.

- **INDUSTRY:** ogni progetto è stato ricondotto ad un determinato settore. Per non complicare eccessivamente lo studio sono stati identificati tre macro-settori: servizi, ICT e manifatturiero (per capire a fondo le modalità con cui sono stati ripartiti tra questi settori si rimanda all'apposita sezione nel capitolo successivo).
- **TIPO_PROP:** il progetto può essere proposto sia da un privato che da un'impresa; questa variabile tiene in considerazione questo aspetto.
- **LN_SHARE_CAP:** se il progetto è il finanziamento di un'impresa o di un'idea proposta da un'impresa, è stato tenuto traccia del capitale sociale deliberato di questa.
- **SERIAL_PROP:** questa variabile (binomiale) valuta se il soggetto proponente ha o meno la propensione ad investire. Per spiegare questo aspetto si è cercato il numero di imprese di cui il proponente è socio.
- **NET_PROFIT:** per i progetti proposti da imprese si è tenuto traccia dell'utile netto raggiunto dall'impresa nell'esercizio 2012.
- **FIN_STRUCT:** questa variabile misura la posizione finanziaria netta dell'impresa proponente.
- **PATENT:** questa variabile (binomiale) considera l'eventualità che l'impresa posseda o meno dei brevetti.

Come detto sopra, dopo aver selezionato il campione dati sono state raccolte tutte le informazioni principali sulla struttura del progetto (proponente, capitale richiesto, capitale raccolto, ecc.) e sui fondatori. Nei paragrafi successivi si descrivono le fonti da cui sono stati ricavati tali valori.

4.3.1. Il database

La totalità dei progetti su cui è stata svolta l'analisi è stata raccolta in un database costruito ad hoc. Questo contiene un'esaustiva descrizione di tutte le caratteristiche delle piattaforme di Crowdfunding italiane, dei progetti pubblicati su di esse e dei relativi proponenti. Le informazioni raccolte sono molteplici e sono descritte nel seguito.

4.3.1.1. Il proponente

Il proponente è colui che pubblica il progetto sulla piattaforma e che promuove la propria idea per raccogliere fondi. In generale, per ogni soggetto proponente sono state raccolte tutte le informazioni disponibili. Innanzitutto sono stati registrati dati riguardanti la generalità come nome, cognome, eventuale associazione tramite cui propone la raccolta fondi, genere, comune di residenza, email e curriculum vitae. È da notare che alcuni progetti sono proposti da associazioni o imprese: in tal caso, si sono registrate sia le caratteristiche dell'ente proponente sia quelle dei singoli componenti di maggiore rilievo, sia quelle di coloro che presentano una maggiore forza comunicativa e capacità di influenzare la massa. Per questi soggetti si sono cercati il numero di amici Facebook, di follower su Twitter e di connessioni su LinkedIn in modo da tener traccia del cosiddetto "capitale sociale" dei proponenti. Per quanto riguarda il campione di interesse per lo studio, in numerosi casi il proponente è un'impresa: a tal proposito sono state raccolte informazioni aggiuntive riguardanti le caratteristiche dell'impresa, come capitale sociale, posizione finanziaria netta, utile dell'ultimo bilancio depositato (per i dettagli si rimanda ai capitoli 4.3 e 4.4).

Figura 4.3.1: Maschera inserimento nuovo proponente. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano

4.3.1.2. Il progetto

L'elemento centrale di ogni raccolta fondi tramite piattaforme online è il progetto. Come già analizzato dettagliatamente nel capitolo 3.2, il modo con cui questo viene presentato risulta essere fondamentale per determinare la riuscita o meno della raccolta (oltre ovviamente all'obiettivo per cui si vuole raccogliere). Una buona presentazione, delle informazioni esaustive e dei canali di diffusione ben strutturati sono il punto di partenza per raggiungere il target prefissato. A tal proposito quindi, nel database è stato raccolto il nome del progetto, una breve descrizione di questo, il settore di appartenenza (che rappresenta una delle variabili indipendenti utilizzate nello studio) e il target capital che si propone di raccogliere. Oltre a queste informazioni è stata registrata la durata del progetto e la tipologia. Queste informazioni risultano molto utili per poter valutare la velocità con cui i progetti finanziati raggiungono il target e la tipologia di progetti che vengono proposti sulle piattaforme. Per definire la tipologia di progetto è stata utilizzata la classificazione riportata nel V° rapporto RITA del politecnico di Milano in cui si riconoscono quattro categoria mutuamente esclusive: libera offerta, mecenatismo, business e

cooperazione (per la descrizione dettagliata delle quattro categorie si rimanda al capitolo 1.4).

Lo studio si concentra esclusivamente su quei progetti definiti business, il cui obiettivo della raccolta è la generazione di profitto a scopo personale e il ritorno per il finanziatore è esclusivamente economico. Questa tipologia di progetti sono quelli che più si avvicinano agli equity-based. Le differenze tra i progetti business e i progetti equity-based riguardano prevalentemente due aspetti: il primo è il meccanismo di funzionamento della piattaforma su cui viene fatta la raccolta mentre il secondo riguarda la natura del ritorno del finanziatore. A causa della forte attenzione rivolta da parte del legislatore alla gestione delle transazioni di strumenti finanziari, per far sì che il finanziatore di un progetto equity-based diventi effettivamente un socio dell'impresa finanziata è necessario che avvenga un contatto privato tra l'impresa proponente e il futuro socio finanziatore. Inoltre, dopo che la CONSOB ha emanato il regolamento, tutte le piattaforme che precedentemente operavano in questa tipologia di Crowdfunding si sono trovate di fronte ad un bivio: fermare la loro attività per potersi adeguare agli obblighi preposti dalla CONSOB oppure modificare il proprio "modello di business" concentrandosi su altre tipologie di progetti o modificando il metodo di raccolta. Come si vede nel capitolo successivo, alcune piattaforme come SiamoSoci hanno optato per il non adeguamento alla normativa, mantenendo però la loro operatività all'interno della categoria delle piattaforme equity-based: per fare ciò è necessario che sulla piattaforma non avvenga effettivamente la raccolta di capitale, ma che il proponente "manifesti un interesse" per un determinato valore e che, se la raccolta va a buon fine, proponente e finanziatore si mettano d'accordo privatamente per l'effettivo scambio denaro - strumenti finanziari. La seconda differenza tra le due tipologie di progetti riguarda, come detto, la natura della ricompensa: pur essendo in entrambi i casi un ritorno di tipo economico, nel caso dei progetti equity-based il ritorno è sempre correlato all'utile generato dall'impresa, mentre per i progetti business questo vincolo non è presente: il proponente può proporre una retribuzione dell'investimento variabile in funzione di altri parametri, come le vendite o il fatturato.

Figura 4.3.2: Maschera inserimento nuovo progetto. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

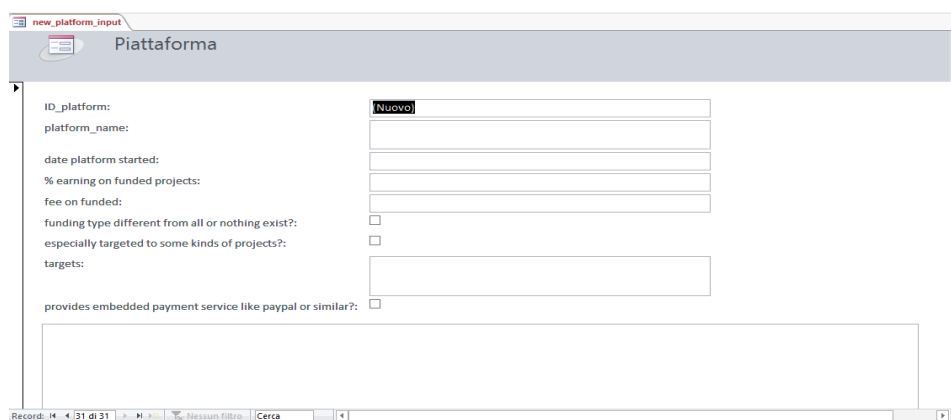
4.3.1.3. La piattaforma

Come già discusso nel capitolo 3.1 e 3.2 la piattaforma ricopre un ruolo chiave nel processo di raccolta fondi; queste, infatti, sono il luogo in cui si verifica l'incontro tra domanda e offerta e uno studio approfondito può rappresentare un elemento importante per la valutazione della probabilità di successo di un progetto. È importante sottolineare come queste siano a tutti gli effetti degli intermediari e che, come tali, siano importanti quanto chi propone il progetto e chi lo finanzia: una piattaforma di bassa qualità può attrarre progetti di poco valore, rendere il mercato poco attrattivo per la massa di potenziali finanziatori ed incidere negativamente sul mercato del Crowdfunding nel suo complesso. Una piattaforma ben gestita, invece, può facilitare l'incontro tra proponente e crowdfunder permettendo agli uni e agli altri di trovare l'interfaccia più idonea alle proprie necessità.

Oltre alle tipiche informazioni, quali nome della piattaforma e data di creazione, i dati più rilevanti che sono stati raccolti riguardano, innanzitutto, il costo che chi propone una raccolta deve sostenere per poter sfruttare questo canale. Nonostante esistano piattaforme gratuite, il modello di business prevalente è di tipo "commission fee": a fronte del raggiungimento del target di finanziamento, il proponente riconosce alla piattaforma una commissione

calcolata come percentuale sul totale. In secondo luogo, sono raccolte tutte quelle informazioni che rappresentano le peculiarità di ogni piattaforma rispetto alle altre: innanzitutto viene registrato se la piattaforma accetta metodi di raccolta di tipo “all or nothing” o se contempla anche raccolte di tipo “take it all”; inoltre, sempre sulle modalità di raccolta, è importante sottolineare che alcune piattaforme danno la possibilità di mantenere attiva la raccolta fondi anche nel caso in cui il target di raccolta venga raggiunto in anticipo, consentendo al proponente di raccogliere più di quanto richiesto. Successivamente viene registrato se la piattaforma è specializzata in qualche tipologia di progetti. Come già detto nel capitolo 3.2, non tutte le piattaforme accettano tutti i tipi di progetti: la specializzazione può essere tipicamente su tre dimensioni: tipologia di progetto (equity-base piuttosto che donation-based), settore di appartenenza del progetto (musica piuttosto che giornalismo) e area geografica (si pensi ad esempio alla piattaforma IdeaGinger che ospita progetti provenienti esclusivamente dall’ Emilia Romagna). Infine si tiene traccia della tipologia di pagamenti accettati dalla piattaforma: questo aspetto, sebbene marginale, può determinare la scelta di finanziamento di un individuo che per necessità personali predilige sistemi di pagamento come paypal o simili.

Ai fini dello studio condotto, la piattaforma di maggior interesse è risultata essere SiamoSoci. Nel paragrafo 4.2.2 viene spiegato il funzionamento della piattaforma e gli elementi principali che la compongono.



The screenshot shows a web browser window with the title 'new_platform_input' and a page header 'Piattaforma'. The form contains the following fields and controls:

- ID_platform: A text input field with a dropdown menu set to 'Nuovo'.
- platform_name: A text input field.
- date platform started: A date input field.
- % earning on funded projects: A text input field.
- fee on funded: A text input field.
- funding type different from all or nothing exist?: A checkbox.
- especially targeted to some kinds of projects?: A checkbox.
- targets: A text input field.
- provides embedded payment service like paypal or similar?: A checkbox.

At the bottom of the browser window, there is a status bar showing 'Records: 14 | 31 di 31', a search bar with the text 'Nessun filtro', and a search button labeled 'Cerca'.

Figura 4.3.3: Maschera inserimento nuova piattaforma. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

4.3.1.4. Il finanziamento

L'ultima delle quattro maschere del database è quella relativa allo stato di finanziamento del progetto in determinati periodi. Questi, infatti, vengono analizzati a determinate scadenze prefissate (solitamente ogni quattro settimane dalla data di inizio del progetto ad eccezione del primo periodo di vita di cui viene tenuta traccia delle informazioni anche per la settimana 2 e per la settimana 6) per poter tracciare, una volta scaduto il progetto, l'andamento del finanziamento durante tutto il periodo di raccolta fondi.

Le caratteristiche di cui è tenuta traccia sono:

- **Capitale sociale del progetto:** questo viene valutato considerando il numero di "like" su Facebook, il numero di Tweet ricevuti, il numero di condivisioni su Google+ e il numero di "abbracci" (questo valore è registrato solo per le piattaforme Shynote e Buonacausa che offrono una funzione particolare per consentire all'utente di manifestare il proprio gradimento).
- **Numero di quote ricevute:** viene monitorato il numero e l'importo delle quote offerte al fine di valutare se il progetto riceve tanti finanziamenti di importo ridotto o pochi finanziamenti di importo elevato.
- **Stato di avanzamento del progetto:** viene monitorato l'importo raccolto alla data di aggiornamento e il numero di finanziatori. Inoltre, per facilitare la lettura dei dati, viene registrato se il progetto ha già raggiunto il target, se è terminato o se è stato rimosso dalla piattaforma (a volte un progetto "scompare" dalla piattaforma su cui è pubblicato).

Figura 4.3.4: Maschera inserimento informazioni relative allo stato di avanzamento di un progetto. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

A causa della diversa tipologia di dati offerti, per SiamoSoci vengono raccolte delle informazioni leggermente diverse: poiché non è possibile manifestare il proprio gradimento per questi progetti attraverso i Social Network, è stata rimossa la sezione relativa al capitale sociale.

Tuttavia, essendo di particolare importanza tenere traccia degli investitori che hanno “manifestato il proprio interesse”, è presente una sezione in cui registrare nome e cognome del potenziale investitore e il capitale offerto.

Figura 4.3.5: Maschera inserimento informazioni relative allo stato di avanzamento di un progetto della piattaforma SiamoSoci. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

4.3.1.5. Struttura del database

Per comprendere a pieno il meccanismo di funzionamento del database, in Figura 4.3.1.5.1 sono mostrate le relazioni che legano i record delle diverse tabelle che compongono il database:

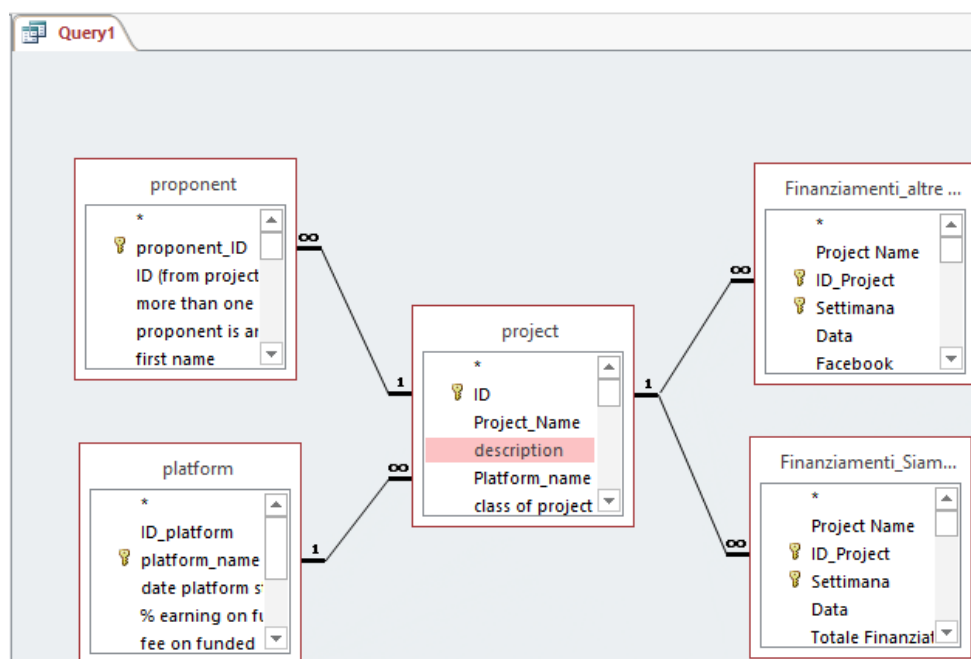


Figura 4.3.6: Schema delle relazioni tra le tabelle del database. Fonte: Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

Come è possibile intuire dallo schema riportato figura, l'elemento centrale risulta essere il progetto a cui sono collegate le altre tabelle. Assegnando un ID numerico progressivo alla tabella "project" è stato possibile costruire delle relazioni uno a molti o molti a uno con le altre tabelle. In particolare:

- **Proponent:** contiene le informazioni riguardanti i proponenti. Il legame è di tipo uno a molti, poiché ad ogni progetto può essere associato più di un proponente ma ad ogni proponente è associato un solo progetto.
- **Platform:** contiene le informazioni riguardanti le piattaforme. Come si nota la relazione è di tipo molti a uno: ad ogni progetto è associata una sola

piattaforma ma ad ogni piattaforma possono essere associati numerosi progetti.

- **Finanziamenti_altre_piattaforme:** contiene le informazioni riguardanti lo stato di avanzamento del progetto. Poiché viene tenuta traccia di questa informazioni in diversi istanti temporali della durata della raccolta, il legame è di uno a molti: ad ogni progetto sono associati diversi record ma al singolo istante temporale di aggiornamento corrisponde un solo progetto.
- **Finanziamenti_SiamoSoci:** ha la stessa funzione della precedente tabella ma registra informazioni leggermente diverse. Il legame rimane di tipo uno a molti.

Grazie al processo di monitoraggio e registrazione dello stato di avanzamento dei progetti, è stato possibile ricavare in primo luogo quale fosse il capitale richiesto dal soggetto proponente, se il progetto è concluso o ancora in corso di finanziamento, la percentuale di denaro raccolto rispetto al target e il settore di appartenenza. Prima di raccogliere queste informazioni, è stato effettuato uno screening di tutto i progetti catalogati come “business” e, attingendo al sito specifico di ognuno di questi, è stato selezionato il campione idoneo allo studio (alcuni progetti, infatti, non potevano essere considerati business a tutti gli effetti, altri non fornivano sufficienti dati per poter essere incluso nello studio).

4.3.2. Piattaforma Siamosoci

Dopo aver selezionato il campione, è stato necessario valutare la veridicità delle informazioni raccolte nel database. In particolare, analizzando la descrizione ed i business plan di ogni progetto, è stato verificato che questo fornisse informazioni sufficienti per essere integrato nel campione, il settore di appartenenza e i dati di massima relativi ai proponenti; quando possibile, è stata registrata anche la visura camerale dell'azienda. In questo modo è stato possibile capire se chi proponeva la raccolta fondi fosse un privato o

un'impresa. È importante notare che alcuni proponenti sono risultati essere imprese straniere (inglesi o americane): tali imprese sono state considerate solo per la verifica delle prime due ipotesi in quanto è risultato troppo complicato ricavarne le informazioni di bilancio.

DESCRIZIONE DELLA PIATTAFORMA

Durante lo screening dei progetti registrati nel database, SiamoSoci è risultata essere la principale piattaforma ospitante progetti di tipo business: dei 211 progetti registrati, 179 risultano essere postati su SiamoSoci.

La piattaforma nasce del 2011 da un'iniziativa di nove imprenditori che, in linea con la filosofia del fenomeno del Crowdfunding, hanno deciso creare questo portale *“con l'obbiettivo comune di stimolare la crescita attraverso l'innovazione e la creazione di nuove imprese”* (Fonte: sito ufficiale di SiamoSoci sezione “chi siamo”). Ad oggi la piattaforma non richiede alcuna fee di commissione ai proponenti (né fissa né variabile); come già detto, è specializzata esclusivamente nei progetti di tipo business e non fornisce la possibilità di sfruttare sistemi di pagamenti come paypal o simili.

ID_platform:	<input type="text" value="38"/>
platform_name:	<input type="text" value="SiamoSoci"/>
date platform started:	<input type="text" value="2011"/>
% earning on funded projects:	<input type="text" value="0%"/>
fee on funded:	<input type="text" value="0"/>
funding type different from all or nothing exist?:	<input type="checkbox"/>
especially targeted to some kinds of projects?:	<input checked="" type="checkbox"/>
targets:	<input type="text" value="Business"/>
provides embedded payment service like paypal or similar?:	<input type="checkbox"/>

Figura 4.3.7: Maschera relativa alla piattaforma SiamoSoci. Fonte: database centro di ricerca Politecnico di Milano.

Sul sito ufficiale di ogni progetto è possibile raccogliere numerose informazioni: nella home page del sito sono abilitate una serie di funzioni che permettono agli utenti di ricercare i progetti in base al nome, al settore di appartenenza, alla fase di crescita in cui si trova l'azienda, alla nazione di

appartenenza, allo status del progetto (se terminato o in corso di finanziamento), al taglio minimo di investimento e al soggetto che presenta l'iniziativa.



Figura 4.3.8: Homepage sito ufficiale di SiamoSoci

Oltre alla funzione di cerca, la piattaforma permette di tenere traccia dei progetti ritenuti più interessanti da parte dell'utente (sezione "preferiti") e di tenere traccia del proprio portafoglio nel caso in cui l'utente abbia effettuato degli investimenti (sezione "dashboard").

Una volta selezionato il progetto di interesse, si apre la pagina di dettaglio dove sono presenti numerose informazioni. La prima sezione è l'"overview" del progetto dove il proponente pubblica le informazioni di massima della propria idea, come una breve descrizione e una sintesi del modello di business. In questa sezione vi è la possibilità di pubblicare un video di presentazione.

Le altre sezione riguardano dei dettagli più precisi delle diverse componenti del progetto: è presente la sezione "business plan" dove il proponente pubblica tutte le caratteristiche della propria idea di business (analisi del mercato, minacce ed opportunità, previsione finanziaria, ecc.), la sezione "Team" dove

si può risalire alle informazioni dei fondatori, la sezione “documenti” dove l’impresa pubblica tutti i documenti integrativi.

SiamoSoci
The Marketplace for Ventures

Dashboard Cerca Aziende Preferiti Directory Inbox Contatti FAQ

Home > scheda azienda

Birrino
Food and Drink - Brughiero, Italy

Capitale minimo: 475.000 €
Capitale massimo: 665.000 €
Interesse manifestato: 170.000 €

Presenti 0 documenti

Manifesta Interesse

Overview

- Visura impresa
- Business plan
 - Executive Summary
 - The Opportunity
 - Market Analysis
 - Go to Market
 - Milestones
 - Financials
- Team
- Round
- Video
- Documenti
- News

Highlights

Il Birrino: birrifico artigianale

Data di fondazione:

Website:
www.birrino.biz

Denominazione:
IL BIRRINO SRL

Settore:
Brughiero

Descrizione

Birrificio artigianale biologico gluten free ecosostenibile, nasce nel 2008 a Brughiero (BI).
Mission e l'ecosostenibilità del processo produttivo, finalizzate alla riduzione del consumo energetico ed al conseguentemente ridotto impatto ambientale.
Produzione interamente ed esclusivamente biologica (certificazione ICEA con codice operativo IT-BIO-006-CT09).

L'innovativo processo produttivo ideato dal dott. Tony Apollonio consente di realizzare una birra gluten free utilizzando il mallo d'orzo senza sottoporlo a processi chimici di estrazione del glutine che potrebbero comprometterne le proprietà e risultare poco salutari per l'organismo.

Figura 4.3.9: Pagina di dettaglio di un progetto pubblicato su SiamoSoci

Di particolare interesse risulta essere la sezione “Round” in cui si trovano tutte le informazioni che riguardano il finanziamento vero e proprio.

Round dell'Azienda

Birrino round aperto

Tipologia: equity

Capitale richiesto: da: €475.000 a: €665.000

Quota capitale: da: 35.8 % a: 43.9%

Valutazione pre-Money: € 850.000

Valutazione post-Money: da: €1.325.000 a: € 1.515.000

Scadenza round: 31/12/2013

Taglio minimo € 15.000

Tempo restante: €475.000 a €665.000

Interesse per: € 170.000

Progresso: 36%

Manifestazioni di interesse

Investitore	Settore	Interesse manifestato	Quota capitale
Elliis ASQUINI		€ 15.000	1%
Fabio Casagrande	General	€ 30.000	2%
Francesco Gallucci		€ 15.000	1%
Francesco Di Cataldo		€ 80.000	5.3%

Figura 4.3.1.3.5: Pagina di dettaglio della sezione "Round" di un progetto pubblicato su SiamoSoci

In particolare, è possibile vedere il capitale richiesto dall'impresa (che è espresso come range di capitale entro cui la raccolta è considerata di successo), il valore pre-money dell'impresa, la scadenza del round di finanziamento, il taglio minimo richiesto e la lista degli investitori che hanno manifestato il proprio interesse nel progetto.

A tal proposito è importante spiegare il meccanismo di funzionamento di questa piattaforma: non essendo possibile acquistare strumenti finanziari direttamente dal sito per questioni normative, un utente che volesse effettuare un investimento dovrà “manifestare il proprio interesse” nel progetto attraverso un'apposita sezione. Una volta compilato il form, egli diventa provvisoriamente un potenziale socio dell'impresa: se la raccolta fondi andrà a buon fine, l'impresa contatterà singolarmente i singoli investitori e procederà a raccogliere effettivamente il capitale in cambio delle quote societarie.

Manifestazione di Interesse

Clas EDUARDI
grazie per il tuo interesse nei confronti di SiamoSoci.

Inviando questo form di richiesta dimostri che hai analizzato tutta la documentazione relativa alla società e vuoi passare al successivo livello di negoziazione con i azionisti. Questa Manifestazione di Interesse non è legalmente vincolante.
Completando il form che segue, verrai contattato dalla startup per definire i prossimi passi.

Grazie,
Il Team di SiamoSoci

Nome: Cognome:
Indirizzo:
Città: Numero:
Società: Cod. fiscale:
Posizione:

Ammontare proposto (€):
Taglio minimo 15.000 €
Equity Stake: %
Pre-Money Valuation (€):

Vorrei apportare: Solo capitale Capitale ed esperienza

Tipo di esperienza:

[Invia la tua offerta](#)
non vincolante su SiamoSoci

Figura 4.3.10: Form da compilare per manifestare interesse nei confronti di un progetto pubblicato su SiamoSoci

4.3.3. Portale Camera Di Commercio

Dopo il database, questa fonte è risultata essere di primaria importanza per completare i dati. È stato possibile infatti, raccogliere le informazioni riguardanti il capitale sociale deliberato dalle imprese proponenti, le partecipazioni dei fondatori dei progetti e i bilanci depositati degli ultimi anni.

Grazie a questi ultimi, infatti, è stato possibile calcolare la posizione finanziaria netta e capire se l'impresa fosse o meno in possesso di qualche brevetto. Per capire nel dettaglio le modalità con cui sono state ricavate queste informazioni si rimanda al capitolo successivo.

4.3.4. Internet

L'ultimo strumento utilizzato per verificare i dati registrati è stato proprio internet. Tramite questo, infatti, sono state raccolte informazioni più qualitative: ciò è stato utile per comprendere se l'oggetto della raccolta fosse semplicemente un'idea di business o un'attività già avviata, chi fossero i fondatori delle imprese proponenti ed altre informazioni utili a comprendere lo scopo delle raccolte.

4.4. Variabili di studio

In questa sezione vengono descritte dettagliatamente le variabili utilizzate per testare le ipotesi di ricerca illustrate nel capitolo successivo, il loro significato e le relative assunzioni fatte durante il processo di assegnazione dei valori.

4.4.1. Variabile dipendente

Per analizzare quali potessero essere le determinanti del successo di un progetto business è stato cercato, in prima battuta, di trovare una variabile che potesse spiegare questo aspetto.

La variabile più diretta ed esplicativa è risultata essere la percentuale di capitale raccolto rispetto al target prefissato (AVTARG): è possibile calcolare questo valore facendo semplicemente il rapporto tra il capitale raccolto e il target di finanziamento prefissato. È importante notare che questa variabile si

discosta significativamente dalla valutazione del capitale raccolto in termini assoluti.

Il campione analizzato è composto da 160 imprese; sono esclusi da questa analisi tutti quei progetti per cui non è stato monitorato lo stato di avanzamento della raccolta fondi e quelli per cui non è stato possibile ricavare sufficienti informazioni sul proponente.

Dei 160 progetti presi in esame, 105 non hanno ricevuto alcun finanziamento; della restante parte, 14 progetti hanno concluso con successo la raccolta fondi mentre 41 hanno ottenuto uno o più quote di finanziamento ma non sono riusciti raccogliere sufficiente denaro per raggiungere il proprio obiettivo.

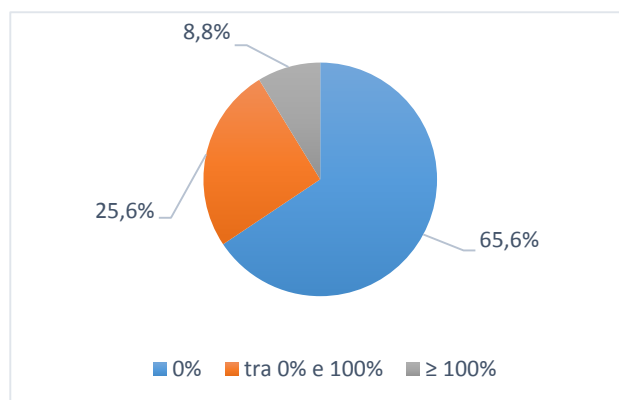


Figura 4.4.1: Ripartizione campione dati rispetto alla percentuale di raggiungimento del target

Considerando il totale del capitale offerto a prescindere che i progetti abbiano raggiunto o meno l'obiettivo, l'ammontare di denaro offerto è pari a 4.950.560 €, con un importo medio raccolto dal singolo progetto di 88.403 €.

Se invece si analizza il capitale effettivamente raccolto il valore è pari a 2.899.800€; questo implica che, mediamente, un progetto che ha raggiunto il target di finanziamento ha raccolto 207.129 €.

Se si confrontano questi dati con quelli stimati nel report "Analisi delle piattaforme di Crowdfunding italiane" (Daniela Castrataro e Ivana Pais Novembre 2012), possiamo notare che:

- Il valore medio raccolto da un progetto finanziato è in linea con la categoria dei progetti equity-based (250.000€)

- La percentuale di progetti che raggiungono il target è anche esso in linea con il corrispettivo dato dei progetti equity-based (7,3%)

In conclusione, quindi, possiamo dedurre che il campione di dati selezionati presenta delle caratteristiche molto simili ai progetti equity-based.

4.4.2. Variabili indipendenti

Una volta scelta la variabile dipendente, si è deciso di cercare quali variabili potessero spiegare l'abilità di un progetto di raggiungere o meno il target. Per arrivare ad un numero gestibile e significativo di variabili sono state svolte numerose ricerche tra le fonti citate nel capitolo 4.3 e la letteratura inerente al tema. Dopo aver svolto le dovute ricerche sono state selezionate otto variabili. È importante sottolineare che la reperibilità dei dati ha inciso notevolmente sulla scelta: alcune informazioni risultavano estremamente difficili da trovare e sono state escluse dallo studio. Nei successivi paragrafi sono descritte nel dettaglio le variabili, organizzate per macro-categorie.

4.4.2.1. Variabili di progetto

La prima delle tre macro-categorie raggruppa quelle variabili relative al progetto pubblicato sulla piattaforma. La ricerca del valore assunto da queste è stata svolta prevalentemente tra il database e le piattaforme su cui sono stati pubblicati i progetti. Fanno parte di questa categoria il capitale obbiettivo (LN_TARGET) e il settore di appartenenza del progetto stesso (INDUSTRY).

LN_TARGET

Questa variabile rappresenta l'ammontare di capitale minimo richiesto dal proponente per far sì che il progetto venga considerato di successo. Poiché la piattaforma SiamoSoci permette ai proponenti di inserire un range di capitale come obbiettivo e non un valore singolo, è stato considerato come target il

limite inferiore dell'intervallo. Nello studio viene considerato il logaritmo di tale valore.

Poiché l'oggetto dello studio sono i progetti business, il valore medio del capitale richiesto è nettamente superiore rispetto allo standard. Il capitale varia da 5.000 € a 1.500.000 €, con un valore medio di 252.000 € a progetto.

Nella Figura 4.4.2.1.1 si vede la ripartizione percentuale del totale dei progetti tra le diverse classi di finanziamento.

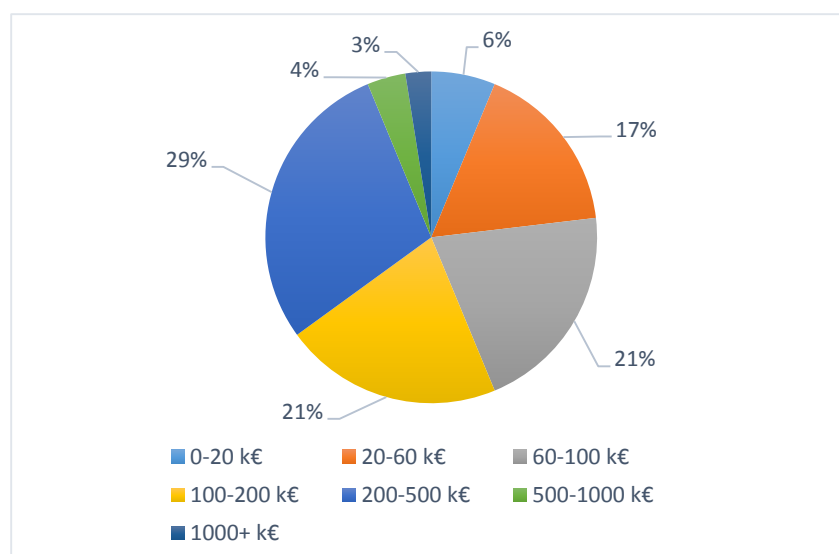


Figura 4.4.2: Ripartizione campione dati rispetto al target di finanziamento

Come è possibile notare il 50% dei progetti ha come target di finanziamento un valore che va dai 100.000 € ai 500.000 €. Il 3% dei progetti, invece, ha come obiettivo di finanziamento un capitale che supera il milione di euro.

INDUSTRY

Questa variabile indica il settore di appartenenza del progetto. Le informazioni sono state ricavate sia dal database che dalla piattaforma su cui è stato pubblicato. Per l'assegnazione dei valori sono state identificate tre categorie di settori che potessero raccogliere tutti progetti e, sotto opportune ipotesi, è stata fatta l'allocazione della totalità del campione tra le tre classi identificate. Le tre categorie oggetto dello studio sono:

- **ICT:** in questa categoria rientrano tutti quei progetti il cui obiettivo è la creazione di prodotti ad alto contenuto tecnologico ad eccezione per i prodotti fisici che sono stati inseriti nella categoria “manifatturiero”. Appartengono a questa classe anche i progetti di creazione di piattaforme online il cui guadagno deriva dalla vendita di licenze di utilizzo della piattaforma stessa.

- **SERVIZI:** appartengono a questa classe tutti quei progetti il cui modello di business è relativo alla vendita di un servizio e non di un prodotto fisico. Gran parte del campione che rientra in questa categoria faceva riferimento alla vendita di servizi tramite l'utilizzo di piattaforme online costruite ad hoc. Per distinguere quali di questi progetti rientrassero in questa categoria e quali nella categoria ICT, sono stati considerati “servizi” tutti quei progetti la cui fonte di guadagno non fosse l'utilizzo della piattaforma (come accade per i portali che permettono di accedervi solo dopo aver pagato una quota di iscrizione) ma che guadagnassero trattenendosi una percentuale sul valore del bene transato o offrendo la possibilità di sfruttare quel canale per fare advertising. Per i casi in cui il modello di business era sia l'utilizzo della piattaforma che l'advertising online, quale fosse la fonte di guadagno principale ha determinato l'appartenenza a questa categoria o alla precedente.
 Inoltre, rientrano in questa categoria tutti quei progetti per i quali l'obiettivo della raccolta fondi è quello di intensificare l'attività di promozione dell'impresa proponente e i progetti orientati alla produzione di un film.

- **MANIFATTURIERO:** rientrano in questa categoria tutti quei progetti che fanno riferimento alla creazione di un prodotto fisico. Sono stati inclusi anche i progetti di “Real Estate” e di tipo “energy” purché l'obiettivo della raccolta fosse la realizzazione vera e propria di un immobile o di un impianto di generazione di energia.

Come si nota dal grafico in figura, quasi il 54% dei progetti appartiene alla categoria dei “servizi”; la restante parte appartiene prevalentemente al settore ICT.

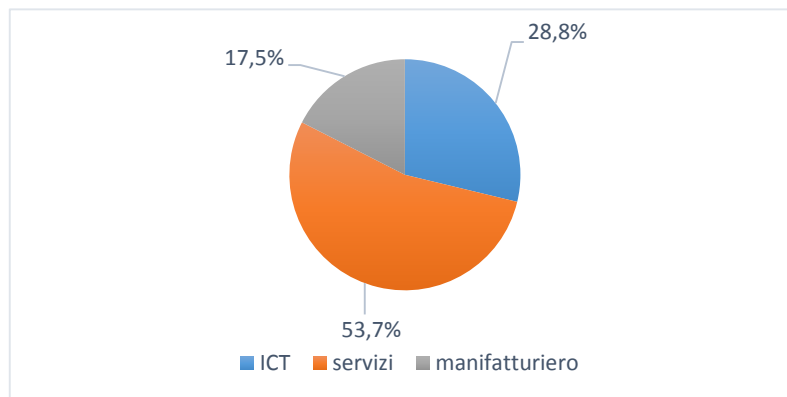


Figura 4.4.3: Ripartizione campione dati rispetto al settore di appartenenza di progetto

4.4.2.2. Variabili di impresa

La seconda macro-categoria considera le variabili che fanno riferimento alla struttura delle imprese proponenti. Poiché l’oggetto dello studio sono i progetti business, questa risulta essere la categoria di maggiore interesse. Le informazioni sono state raccolte dalle visure camerali delle imprese scaricate dal portale online della Camera di Commercio. Prima di vedere nel dettaglio le sei variabili che appartengono a questa categoria è importante spiegare quali soggetti sono stati considerati “proponenti”. Sulle pagine di dettaglio dei progetti pubblicati è dedicata un’apposita sezione al team di progetto, dove sono elencati sia i fondatori sia i manager che hanno contribuito o contribuiranno alla realizzazione dell’idea oggetto della raccolta. Nello studio condotto, tuttavia, è stato ritenuto utile considerare come “proponenti” anche i soci dell’impresa promotrice della raccolta fondi (anche se nella maggior parte dei casi fondatori e soci coincidono); nel caso in cui il progetto non fosse proposto da un’impresa, sono state raccolte le informazioni relative alla lista di persone identificate come fondatori.

Questa precisazione è utile soprattutto per la variabile che riguarda l'attitudine o meno del "proponente" ad investire (SERIAL_PROP).

TIPO_PROP

Questa variabile spiega chi sia il soggetto proponente della raccolta. In particolare, si riconoscono due possibili figure: impresa o privato.

Dall'analisi del campione, infatti, risultano tre casi diversi in relazione a chi sia il proponente: un caso in cui il proponente è un privato il cui obiettivo è quella di realizzare la propria idea di business simultaneamente alla creazione della società, un caso in cui il proponente è un'impresa che raccoglie fondi per se stessa e un caso in cui il proponente è un'impresa che raccoglie fondi per finanziare un progetto particolare e non l'impresa nel suo complesso. Tra i progetti "proposti da privati" rientrano anche quei progetti per i quali il proponente è un'impresa individuale.

Questa variabile è stata considerata come binaria: assume valore 0 se il proponente è un privato (o impresa individuale) e valore 1 se il proponente è un'impresa (a prescindere che questa raccolga fondi per se stessa o per un progetto particolare).

Nella figura 4.4.2.2.1 si vede come si ripartisce questa classificazione sul campione.

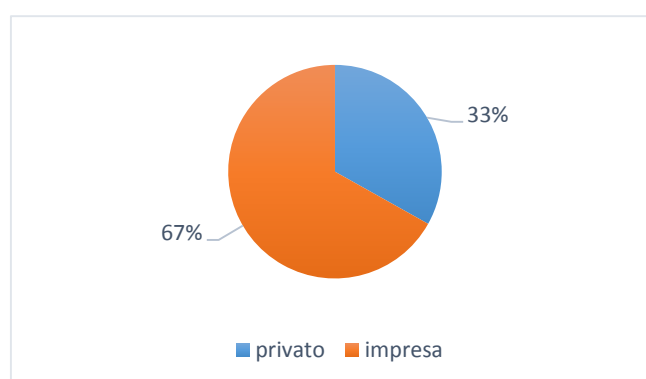


Figura 4.4.4: Ripartizione campione dati rispetto alla tipologia di proponente

Come si nota dal grafico, oltre il 60% dei progetti del campione sono proposti da imprese. Questo elemento gioca un ruolo fondamentale nella scelta di investimento da parte dei potenziali finanziatori.

LN_SHARE_CAP

Questa variabile misura il capitale sociale deliberato dalle imprese proponenti; per lo studio viene utilizzato il logaritmo del valore. Come è possibile notare dal grafico riportato sotto, quasi l'85% del campione presenta un capitale sociale deliberato minore o uguale a 20.000€³. Questo dato trova una spiegazione nel fatto che la maggior parte dei proponenti sono srl di recente costituzione.

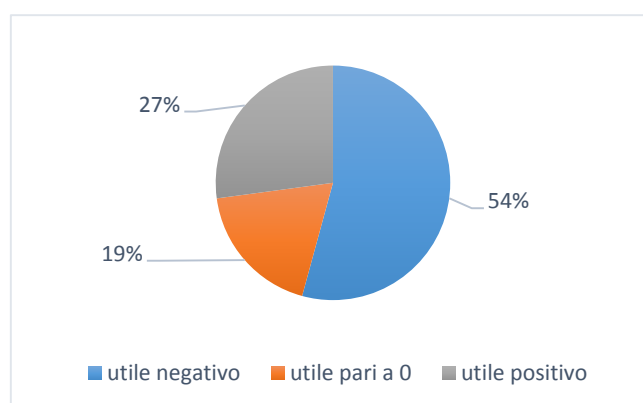


Figura 4.4.5: Ripartizione campione dati rispetto al capitale sociale deliberato

NET_PROFIT

Questa variabile misura l'utile netto dell'impresa nell'anno contabile 2012. Per le imprese fondate nel 2013 il valore assunto da questa variabile è zero.

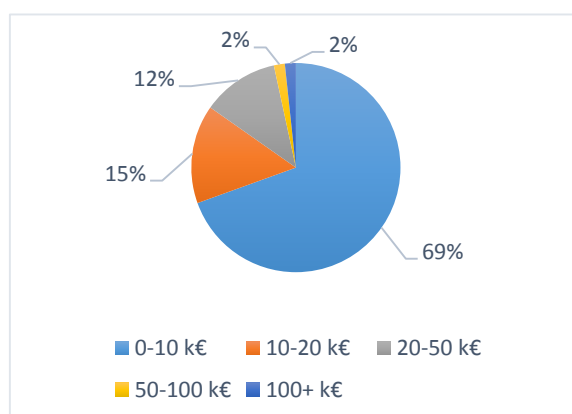


Figura 4.4.6: Ripartizione campione dati rispetto all'utile netto 2012

³ Il campione su cui sono stati calcolati questi dati è diverso dai precedenti poiché considera solo quei progetti proposti da imprese

Come si evince dal grafico⁴, una quota rilevante di imprese è stata costituita nel 2013; la restante parte del campione presenta un utile d'esercizio minore di zero. Questo dato può essere spiegato dall'elevato numero di imprese fondate recentemente che non hanno ancora raggiunto la stabilità economica.

FIN_STRUCT

Un'altra variabile di particolare interesse di questa categoria è la variabile che determina la struttura finanziaria dell'impresa proponente. In particolare, durante processo di ricerca di un indicatore che potesse spiegare al meglio la struttura finanziaria di un'impresa, è stata scelta la posizione finanziaria netta. Questa è stata calcolata come la somma tra liquidità disponibile, crediti verso soci correnti e immobilizzazioni finanziarie correnti al netto dei debiti verso soci, banche ed altri finanziatori. Come per altre variabili, è stato assegnato valore zero alle imprese fondate nel 2013 (che quindi non hanno depositato un bilancio al 31/12/2012).

In figura 4.4.7 si nota la ripartizione del campione tra valori positivi, negativi e nulli.

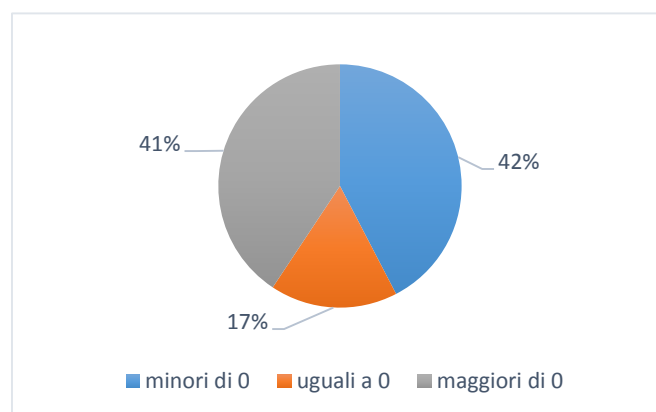


Figura 4.4.7: Ripartizione campione dati rispetto alla posizione finanziaria netta calcolata sul bilancio del 2012

Fatta eccezione per quei progetti per cui la posizione finanziaria netta è pari a 0, il campione si distribuisce in modo equo tra PFN positive e negative; a tal

⁴ Il campione su cui sono stati calcolati questi dati è diverso dai precedenti poiché considera solo quei progetti proposti da imprese

proposito è necessario precisare che, in valore assoluto, il campione di dati minore di zero assume valori molto più alti rispetto al set di dati maggiore di zero.

PATENT

Con questa variabile si spiega se il proponente è in possesso o meno di un brevetto. La valutazione di questo elemento è stata fatta analizzando i bilanci e controllando se fossero presenti o meno attività immateriale e, in caso positivo, se queste fossero o meno dei brevetti. Poiché per alcune imprese non è stato possibile appurare che le attività immateriale iscritte a bilancio fossero effettivamente dei brevetti, è stato assegnato il valore zero a tutti quei progetti per i quali ciò non fosse specificato nel bilancio o nella descrizione del progetto. Anche per questa variabile i progetti proposti da privati sono stati considerati come non possessori di brevetti (ad eccezione di alcuni casi rari dove era espressamente riportato il contrario).

Dal grafico possiamo notare la ripartizione del campione secondo la classificazione fatta.

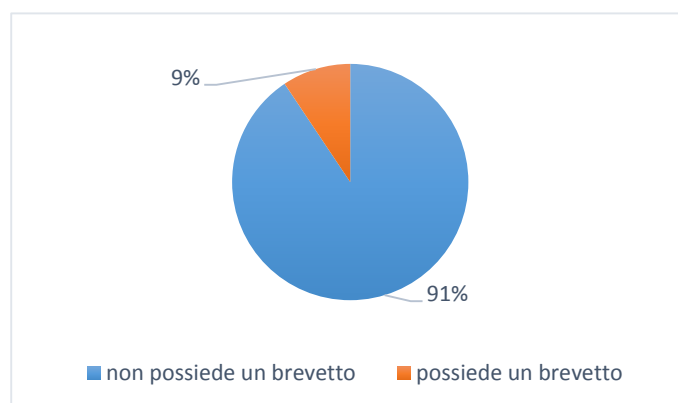


Figura 4.4.8: Ripartizione campione dati rispetto all'utile netto 2012

Come era lecito aspettarsi, gran parte del campione non è in possesso di un brevetto; risulta invece rilevante la percentuale di imprese in possesso di brevetti che raggiunge quasi il 10%.

SERIAL_PROP

Con questa variabile si tiene conto della propensione del proponente ad investire o meno in altre imprese. Poiché non esiste un criterio univoco con cui sostenere se un determinato soggetto può essere definito un investitore seriale o meno, il criterio di selezione è stato quello di considerare seriale quei soggetti fisici o giuridici che siano soci di altre imprese attive che non abbiano nessuna connessione con il progetto di raccolta fondi.

Secondo questa classificazione, la ripartizione del campione tra le due classi è riportata in Figura 4.4.9.

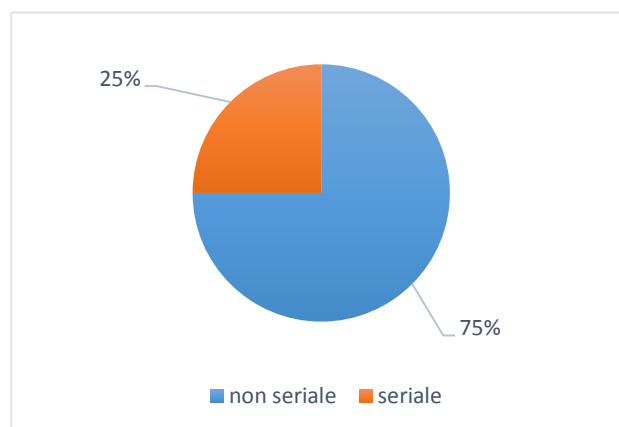


Figura 4.4.9: Ripartizione campione dati rispetto alla propensione all'investimento del proponente

4.4.3. Variabili di controllo

Le variabili di controllo vengono utilizzate al fine di evitare distorsioni nella stima dei regressori. Per questo studio sono state considerate due variabili di controllo:

- **LN_NUM_PROP:** questa variabile monitorizza il numero di proponenti del progetto. È strettamente collegata alla variabile SERIAL_PROP in quanto il numero di proponenti di un progetto aumenta notevolmente la probabilità che uno di questi sia un imprenditore “seriale”. Nello studio si tiene conto del logaritmo del numero di proponenti.

- **INV_PROF**: questa variabile binaria monitorizza la presenza o meno di un investitore professionale tra coloro che hanno manifestato il loro interesse nel progetto.
- **LN_ANNI_ATT**: questa variabile considera il numero di anni di attività dell'impresa. È lecito pensare che impatti direttamente sulle variabili economiche dell'impresa, in particolare il net profit: imprese costituite di recenti tenderanno a presentare utili molto bassi se non negativi.

In tabella un riepilogo delle variabili utilizzate:

Tabella 4.4.3.1: Descrizione variabili utilizzate nello studio

Variabile	Nome	Descrizione	Tipo	Fonte
AVTARG	Avanzamento target	Rapporto tra ammontare di capitale raccolto a progetto scaduto e target di raccolta	Percentuale	Database
LN_TARGET	Target	Obiettivo della raccolta	Logaritmo	Database e SiamoSoci
PATENT	Brevetto	Binomiale che assume valore 1 se il proponente possiede un brevetto, 0 altrimenti	Binomiale	SiamoSoci e portale Camera di Commercio
TIPO_PROP	Tipo proponente	Binomiale che assume valore 1 se il proponente è un'impresa, 0 altrimenti	Binomiale	SiamoSoci e portale Camera di Commercio
INDUSTRY	Settore	Binomiale che assume valore 1 se il settore del progetto è ICT, 0 altrimenti	Binomiale	SiamoSoci
INDUSTRY 2	Settore 2	Binomiale che assume valore 1 se il settore del progetto è servizi, 0 altrimenti	Binomiale	SiamoSoci
SERIAL_PROP	Proponente seriale	Binomiale che assume valore 1 se il proponente possiede partecipazioni in altre società, 0 altrimenti	Binomiale	Portale Camera di Commercio
LN_NUM_PROP	Numero proponenti	Numero di proponenti per ogni progetto	Logaritmo	SiamoSoci
LN_SHARE_CAP	Capitale sociale	Capitale sociale deliberato	Logaritmo	Portale Camera di Commercio
NET_PROFIT	Utile netto	Utile netto d'esercizio del 2012	Standard	Portale Camera di Commercio

FIN_STRUCT	Posizione finanziaria netta	Posizione finanziaria netta dell'esercizio del 2012 ⁵	Standard	Portale Camera di Commercio
INV_PROF	Investitore professionale	Binomiale che assume valore 1 se è presente un investitore professionale tra i finanziatori, 0 altrimenti	Binomiale	SiamoSoci
LN_ANNI_ATT	Anni di attività	Numero di anni da cui l'impresa è in attività	Logaritmo	Portale Camera di Commercio

Nella tabella 4.4.3.2, inoltre, sono riportate le principali caratteristiche del campione: numero di osservazioni, valore medio, deviazione standard, minimo e massimo.

Tabella 4.4.3.2: Caratteristiche del campione in relazione ad ogni variabile

Variabile	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AVTARG	160	0,221	0,507	0	2,5
LN_TARGET	160	11,824	1,07	8,517	14,732
PATENT	160	0,094	0,291	0	1
TIPO_PROP	160	0,669	0,471	0	1
INDUSTRY	160	0,287	0,453	0	1
INDUSTRY 2	160	0,537	0,499	0	1
SERIAL_PROP	160	0,3	0,458	0	1
LN_NUM_PROP	160	0,829	0,681	0	2,708
LN_SHARE_CAP	59	9,291	1,161	4,605	12,714
NET_PROFIT	59	-10.349	54.554	-363.965	78.635
FIN_STRUCT	59	-43.099	139.311	-675.829	172.998
INV_PROF	59	0,102	0,302	0	1
LN_ANNI_ATT	59	0,769	0,766	0	2,773

⁵ La posizione finanziaria netta è stata calcolata come somma tra liquidità, crediti verso soci correnti e immobilizzazioni finanziarie correnti al netto dei debiti finanziari

5. Metodi e risultati

In questa sezione si presenta brevemente il metodo utilizzato per testare le ipotesi di ricerca e si analizzano i risultati ottenuti.

5.1. Modelli

Il metodo scelto per testare le ipotesi descritte nel capitolo 4.2 è la regressione lineare; il programma utilizzato per effettuare lo studio è SPSS, un software per l'analisi predittiva di dati.

Per verificare le correlazioni ipotizzate sono stati eseguiti quattro modelli: i primi due considerano il campione nel suo complesso; gli altri due modelli, invece, considerano un campione ridotto in quanto le variabili prese in considerazione sono strettamente collegate alle condizioni economiche delle imprese proponenti. La scelta di inserire queste variabili nel modello esclude inevitabilmente dal campione tutti quei progetti per i quali il proponente è un privato o un'impresa individuale.

Modello 1:

$$AVTARGET_i = \beta_1 \ln TARGET_i + \beta_2 INDUSTRY_i^6 + \varepsilon_i$$

Modello 2:

$$AVTARGET_i = \beta_1 \ln TARGET_i + \beta_2 INDUSTRY_i + \beta_3 TIPO_PROP_i + \beta_4 SERIAL_PROP_i + \beta_5 PATENT_i + \varepsilon_i$$

⁶ I settori considerati nello studio sono tre: ICT, servizi e manifatturiero. Per tenere in considerazione questo aspetto sono state inserite nel modello due variabili: INDUSTRY che assume valore 1 se il settore di appartenenza è ICT, INDUSTRY_2 che assume il valore 1 se il settore di appartenenza è servizi. Questo vale per tutti i modelli esposti in seguito.

Modello 3:

$$\begin{aligned}AVTARGET_i = & \beta_1 \ln TARGET_i + \beta_2 INDUSTRY_i + \beta_3 SERIAL_PROP_i \\ & + \beta_4 PATENT_i + \beta_5 NET_PROFIT_i + \beta_6 FIN_STRUCT_i \\ & + \beta_7 LN_SHARE_CAP_i + \varepsilon_i\end{aligned}$$

Modello 4:

$$\begin{aligned}AVTARGET_i = & \beta_1 \ln TARGET_i + \beta_2 INDUSTRY_i + \beta_3 SERIAL_PROP_i \\ & + \beta_4 PATENT_i + \beta_5 NET_PROFIT_i + \beta_6 FIN_STRUCT_i \\ & + \beta_7 LN_SHARE_CAP_i + \beta_j^7 C_{j,i} + \varepsilon_i\end{aligned}$$

5.2. Risultati

Con l'ausilio del software di analisi dati SPSS sono state testate le ipotesi di partenza secondo i quattro modelli sopra riportati. Per ognuno di essi si analizzano gli elementi di maggior interesse e le correlazioni più significative.

Modello 1

Tabella 5.2.1: Riassunto dati modello 1

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,413	,171	,155	,5083419

⁷ Il coefficiente delle variabili di controllo è espresso genericamente come un vettore di dimensione pari al numero di variabili di controllo

Tabella 5.2.2: Analisi della varianza modelli 1

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	8,340	3	2,780	10,757	,000
Residual	40,571	157	,258		
Total	48,910	160			

Tabella 5.2.3: Analisi dei coefficienti modello 1

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	LN_TARGET	,008	,008	,166	,990	,324
	INDUSTRY	,236	,119	,229	1,983	,049**
	INDUSTRY_2	,101	,107	,133	,940	,349

*, **, *** = statisticamente significativi al 90%, 95%, 99% livello

Come è possibile notare dalla tabella di riassunto del modello (Tabella 5.2.1) il coefficiente di determinazione non è sufficientemente alto per permettere di stimare una relazione causale tra le variabili prese in esame.

Tuttavia si nota che la variabile INDUSTRY è positivamente correlata con una significatività del 95%: ciò implica che se un progetto appartiene al settore ICT ha più probabilità di successo di un progetto appartenente alle altre categorie. Analizzando il campione, questo dato sembra confermato: il 67% dei progetti che hanno raccolto almeno una quota di finanziamento appartiene a questo settore.

Modello 2

Tabella 5.2.4: Riassunto dati modello 2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,443 ^a	,196	,165	,5053264

a. Predictors: PATENT, SERIAL_PROP, INDUSTRY, INDUSTRY_2, TIPO_PROP, LN_TARGET

Tabella 5.2.5: Analisi della varianza modelli 2

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	9,586	6	1,598	6,256	,000
Residual	39,325	154	,255		
Total	48,910 ^b	160			

Tabella 5.2.6: Analisi dei coefficienti modello 2

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	LN_TARGET	-,002	,009	-,038	-,192	,848
	INDUSTRY	,240	,118	,232	2,026	,044 **
	INDUSTRY_2	,096	,107	,127	,890	,375
	TIPO_PROP	,158	,092	,234	1,718	,088 *
	SERIAL_PROP	,063	,091	,064	,685	,494
	PATENT	-,130	,144	-,072	-,902	,369

*, **, *** = statisticamente significativi al 90%, 95%, 99% livello

Anche per il secondo modello il coefficiente di determinazione non è sufficientemente alto per permettere di stimare una relazione causale tra le variabili.

Tuttavia, analizzando la significatività dei coefficienti, si nota che il settore ICT (variabile INDUSTRY) rimane positivamente correlato alla percentuale di raccolta. Inoltre, la variabile TIPO_PROP risulta essere significativa con coefficiente positivo al 90%. Ciò implica che nella scelta di finanziamento da parte dell'investitore gioca un ruolo fondamentale se il proponente è un'impresa o un soggetto privato (o impresa individuale). A sostegno di questo, infatti, si può notare come si ripartisce il set di progetti che hanno ricevuto almeno una quota di finanziamento: dei 55 progetti che hanno ricevuto almeno una quota di finanziamento, 42 (76%) sono stati proposti da imprese mentre i restanti sono stati proposti da privati o da imprese individuali.

A tal proposito, dunque, risulta estremamente utile valutare i risultati dei due modelli successivi dove il campione esaminato è composto esclusivamente da progetti proposti da un'impresa.

Prima di analizzarne i risultati è necessario sottolineare che il campione si riduce: il set di progetti proposto da imprese è pari a 107. Inoltre, tra queste, è stato possibile calcolare la posizione finanziaria netta solo per 59 imprese: per le altre 48, infatti, non è stato possibile farlo poiché la maggior parte o non ha depositato il bilancio o ha sede legale in paesi esteri, e non è stato possibile raccogliere informazioni sui bilanci del 2012.

Modello 3

Tabella 5.2.7: Riassunto dati modello 3

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,732 ^a	,536	,463	,3038916

a. Predictors: LN_SHARE_CAP, NET_PROFIT, FIN_STRUCT, PATENT, SERIAL_PROP, INDUSTRY, INDUSTRY_2, LN_TARGET

Tabella 5.2.8: Analisi della varianza modelli 3

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	5,444	8	,681	7,369	,000
Residual	4,710	51	,092		
Total	10,154	59			

Tabella 5.2.9: Analisi dei coefficienti modello 3

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	LN_TARGET	-,040	,027	-1,157	-1,489	,143
	INDUSTRY	,349	,139	,464	2,501	,016 **
	INDUSTRY_2	,016	,113	,028	,143	,887
	SERIAL_PROP	,256	,108	,332	2,377	,021 **
	PATENT	,048	,116	,048	,417	,678
	NET_PROFIT	1,436E-6	,000	,192	1,935	,059 *
	FIN_STRUCT	1,048E-8	,000	,004	,032	,975
	LN_SHARE_CAP	,049	,034	1,117	1,439	,156

*, **, *** = statisticamente significativi al 90%, 95%, 99% livello

Nonostante il valore del coefficiente di determinazione non sia alto, dal risultato mostrato in tabella è possibile estrapolare delle relazioni significative tra le variabili: come per i precedenti modelli il settore ICT continua ad essere significativo al 95%, confermando l'importanza di questa variabile anche per il campione di progetti proposti esclusivamente da imprese. Inoltre, anche la variabile che esprime se il proponente dell'impresa è seriale o meno risulta essere correlata positivamente alla probabilità di raccogliere capitale con un livello di significatività del 95%; ciò significa che l'investitore reputa

positivamente se il fondatore del progetto possiede delle partecipazioni in altre imprese. Infine, come era lecito aspettarsi, la capacità di raggiungere il target di capitale prefissato risulta essere positivamente correlata anche con l'utile d'esercizio del 2012 con un livello di significatività del 90%. Possiamo dunque concludere con un buon livello di certezza che la probabilità di raccogliere il capitale necessario per un'impresa dipenda fortemente dal settore di appartenenza del progetto, dalla propensione all'investimento dei soci dell'impresa e dal risultato economico dell'ultimo esercizio.

Modello 4

Tabella 5.2.10: Riassunto dati modello 4

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,866 ^a	,750	,693	,2297964

a. Predictors: LN_ANNI_ATT, NET_PROFIT, INV_PROF, FIN_STRUCT, INDUSTRY, INDUSTRY_2, PATENT, SERIAL_PROP, LN_NUM_PROP, LN_TARGET, LN_SHARE_CAP

Tabella 5.2.11: Analisi della varianza modelli 4

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	7,620	11	,693	13,118	,000
Residual	2,535	48	,053		
Total	10,154	59			

Tabella 5.2.12: Analisi dei coefficienti modello 4

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 LN_TARGET	-,035	,021	-1,007	-1,682	,099 *
INDUSTRY	,258	,114	,344	2,256	,029 **
INDUSTRY_2	,016	,092	,027	,171	,865
SERIAL_PROP	,186	,092	,240	2,023	,049 **
PATENT	,113	,098	,112	1,151	,256
NET_PROFIT	5,368E-7	,000	,072	,905	,370
FIN_STRUCT	-9,110E-8	,000	-,032	-,343	,733
LN_SHARE_CAP	,047	,027	1,059	1,730	,090 *
LN_NUM_PROP	,022	,066	,071	,338	,737
INV_PROF	,654	,109	,503	6,018	,000 ***
LN_ANNI_ATT	-,137	,049	-,362	-2,782	,008 ***

*, **, *** = statisticamente significativi al 90%, 95%, 99% livello

Inserendo le variabili di controllo, il modello migliora notevolmente dal punto di vista del coefficiente di determinazione (R^2 adjusted passa da 0,463 a 0,693). Per quanto riguarda la significatività delle variabili, la situazione non cambia ad eccezione dell'utile netto che risulta non essere più significativo. Inoltre, acquisiscono di significatività il capitale sociale (con coefficiente positivo) e il target di raccolta (con coefficiente negativo). Questo implica che la capacità di raggiungere il target è maggiore per imprese che richiedono poco capitale ma che presentano un capitale sociale elevato.

Infine, come era lecito aspettarsi, la presenza di un investitore istituzionale tra i finanziatori e il numero di anni di attività dell'impresa incidono positivamente

sulla raccolta, aumentando la fiducia degli investitori nei confronti delle imprese finanziate.

6. Conclusioni

In questa sezione sono riportati gli elementi di maggior interesse emersi dallo studio. Partendo dal fenomeno del Crowdfunding e dalla definizione di progetti Business vengono ripercorsi i passi logici che hanno portato ad ipotizzare le relazioni studiate fino a giungere alla definizione di alcune relazioni significative tra le variabili. Successivamente sono esposte le principali limitazioni dello studio e le possibili indagini future.

Bibliografia

Agrawal A., Catalini C., Goldfarb A., (2013). Some Simple Economics of Crowdfunding. *University of Toronto, Rotman School of Management*.

Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A., (2013). Individual Crowdfunding Practices.

Burkett, E. (2011). A crowdfunding exemption? Online investment crowdfunding and U.S. securities regulation.

Burtch G., Ghoose A., Wattal S., (2012). An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-Funded Markets.

Calveri C., Esposito R., (2013). Crowdfunding world 2013: report, analisi e trend.

Castrataro D., Pais I., (2012). Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding.

Castrataro D., Pais I., (2013). Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding.

Castrataro D., Wright T., Bähr I., Frinolli C. (2012). Crowdfuture. The Future of Crowdfunding.

CONSOB, (2013). Relazione sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione.

CONSOB, (2013). Scheda sintetica sui contenuti del regolamento in materia di “raccolta di capitali di rischio da parte delle start-up innovative tramite portali on-line”.

Crowd Valley *Inc*, (2013). Crowdfunding market report. *Research report*.

Crowdsourcing.org, (2012). CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. *Research report*.

Cumming D., Johan S., (2013). Demand Driven Securities Regulation: Evidence From Crowdfunding.

Dell’Acqua A., Previtiero A. (2006). I Venture Capitalist Italiani: chi sono, cosa fanno, cosa vogliono. *Economia & Management*, n.2/2006.

Dorff M. B., (2013). The Siren Call of Equity Crowdfunding.

De Buysere K., Gajda O., Kolverlaan R., Marom D., (2012). A Framework for European Crowdfunding. *Research report*.

Donald C. (1996). Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics about Stockbrokers and Sophisticated Customers, 84 CALIF. L. REV. 627, 627.

Franzen C., (2012). One Company Ready to “Crowdfund” After JOBS Act: Rock the Post.

Gerrit K.C. A., Cumming D., Günther C., Schweizer D., (2012). 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). Why Crowdfunding Projects can Succeed: The Role of Proponents' Individual and Territorial Social Capital.

Hagiu A., (2009). Multi-Sided Platforms: From Microfoundations to Design and Expansion Strategies. Harvard Business School Strategy Unit Working Paper No. 09-115.

Jeng D. H., (2012). The JOBS Act: Rule 506, Crowdfunding, and the Balance between Efficient Capital Formation and Investor Protection.

Kleemann, F., Voß, G. G., & Rieder K. (2008). Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through *Crowdsourcing*. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4(1), 5-26.

Kuppuswamy V., Bayus B. L. (2013). Crowdfunding creative ideas: the dynamics of project backers in Kickstarter.

Lambert, T., & Schwienbacher A. (2010). An Empirical Analysis of Crowdfunding.

Le Bon G., (1895). *Psychologie des foules*.

Marianne M. (1993). The Efficacy of Merit Review of Common Stock Offerings: Do Regulators Know More Than The Market?

Massolution. (2012). Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. *Research report – abridged version*.

Massolution. (2012). Crowdfunding Industry Report. Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. *Research report*.

Mollick E., (2013). Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs.

Politecnico di Milano. (2013). Il Crowdfunding in Italia. Rapporto RITA n. 5.

Schwartz A. A., (2013). Crowdfunding Securities. *Legal Studies Research Paper Series, Working Paper Number 13-9.*

Schwienbacher A., Larralde B., (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. *Handbook of Entrepreneurial Finance.*

U.S. Securities and Exchange Commission. Rule 504 of Regulation D.

Ward, C., & Ramachandran, V. (2010). Crowdfunding the next hit: Microfunding online experience goods.

Wash, R. (2013). The Value of Completing Crowdfunding Projects. Association for the Advancement of Artificial Intelligence.

Wiltbank R., Boeker W., (2007). Returns to Angel Investors in Groups.

Wroldsen J. S. J., (2013). The social network and the crowdfund act: Zuckerberg, Saverin, and Venture Capitalists' dilution of the crowd.

Sitografia

Agis.co - www.agis.co

Boober - www.boober.it

BOOMStarter - www.boomstarter.it

BuonaCausa - www.buonacausa.org

Cineama - www.cineama.it/welcomepage

COM-Unity - www.com-unity.it

Commoon – www.commoon.it

Crowdfunding-Italia - www.crowdfunding-italia.com

CrowfundMe – www.crowfundme.it

DeRevolutione - www.derev.com

Distribuzioni dal basso – www.distribuzionidalbasso.com

Eppela - www.eppela.com

Finanziami il tuo futuro - www.finanziamiiltuofuturo.it

For Italy - www.foritaly.org

Fund for culture - www.fundforculture.org

Fundera – www.fundera.it

H2Raise - www.h2raise.it/home

IdeaGinger – www.ideaginger.wordpress.com

Iodono - www.iodono.com

Kapipal - www.kapipal.com

Kendoo - www.kendoo.it

Let's donation – www.letsdonation.com

Leevia – www.leevia.com

Mabita – www.mabita.it

Micro Crédit Artistique - www.microcreditartistique.com

MusicRaiser - www.musicraiser.com

Opengenius - www.sites.google.com/site/scienza20/open-genius

Opsidea – www.opsidea.it

Polisfund – www.polisfund.altervista.org

Prestiamoci - www.prestiamoci.it
Produzioni dal Basso - www.produzionidalbasso.com
PubblicoBene - www.pubblicobene.it
Retedeldono - www.retedeldono.it
Schoolraising – www.schoolraising.it
SiamoSoci - www.siamosoci.com
Smartika - www.smartika.it/Web
Starsup – www.starsup.it
Starteed - www.starteed.com
Startify – www.startify.it
Startzai – www.startzai.it
TakeOff Crowdfunding – www.takeoffcrowdfunding.com
TerzoValore - www.terzovalore.com/terzovalore
WeAreStarting - www.wearestarting.it
WeRealize – www.werealize.it
Youcapital - www.youcapital.it
www.donorschoose.org
www.valigiablu.it/evviva-le-startup-ma-non-salveranno-il-paese
www.istat.it/it
www.crowdsourcing.org
www.italianvalley.wired.it
www.massolution.com
blog.debiase.com/tag/start-up
www.huffingtonpost.it/silvia-lombardo
telemaco.infocamere.it
www.talkingpointsmemo.com