

# L'impatto della social vocation sull'equity crowdfunding in Italia: un multiple case study

**Ezio Marinato, Rosangela Feola, Roberto Parente**

Università degli Studi di Salerno,  
LISA LAB (Laboratorio Imprenditorialità Innovativa e Spin Off Accademici)

Paper presentato in occasione dell'XI Colloquio Scientifico sull'impresa sociale,  
26-27 maggio 2017, Dipartimento di Scienze per l'Economia e l'Impresa, Università degli Studi di Firenze

ISBN 978-88-909832-4-5

WORKING PAPER

## **Abstract**

Il presente articolo è un working paper che prova a colmare un gap esistente in letteratura evidenziato dalle attuali difficoltà incontrate dal mondo dell'imprenditoria e delle Pubbliche Amministrazioni nell'accesso a risorse finanziarie. Difficoltà che hanno rappresentato uno dei più grandi ostacoli nel rispondere alle nuove emergenti necessità delle comunità e, quindi, nei processi di creazione di valore condiviso. Centrali diventano, oggi, i temi della social innovation (Christiansen et al., 2006; Guida & Maiolini, 2013) e social impact, spingendo a focalizzarsi sull'individuazione di forme alternative di finanza in grado di produrre ritorni sia economico-finanziari che sociali (Harji & Jackson, 2012; Louche et al., 2012, Höchstädter & Schek, 2015; Nicholls, 2010; Clarkin & Langioni, 2015).

Emerge dunque uno stretto legame tra social innovation, social finance e crowdfunding, un dato che porta ad interrogarsi su quali fattori siano determinanti per condurre con successo una campagna di crowdfunding.

Partendo dai risultati dell'analisi della letteratura, gli autori hanno notato un divario sullo studio dell'impatto della vocazione sociale sul successo di una campagna di crowdfunding. Nel corso di uno studio circa l'esperienza di tre startup ospitate da altrettante piattaforme di crowdfunding, gli autori si sono concentrati sull'importanza di creazione di valore condiviso e vocazione sociale nel condurre una campagna di crowdfunding di successo.

La novità del tema, la mancanza di dati certi, la particolare "giovinezza" del fenomeno analizzato e, inoltre, la natura esplorativa della ricerca, hanno spinto gli autori a scegliere un approccio caso di studio (Yin, 2009). Per essere chiari, lo scopo degli autori è quello di identificare e comprendere un fenomeno specifico, relativamente nuovo in letteratura.

## 1. Literature review

Le difficoltà incontrate dal mondo dell'imprenditoria rappresentano uno dei più grandi ostacoli nel rispondere alle nuove emergenti necessità delle comunità e, quindi, nei processi di creazione di valore condiviso. L'attenzione verso questo problema, in termini di concentrazione sui temi della social innovation (Christiansen et al., 2006; Guida & Maiolini, 2013) e social impact, è uno dei topic chiave delle attuali tendenze nell'industria finanziaria, incentrato sull'individuazione ed implementazione di meccanismi di finanziamento in grado di produrre ritorni sia economico-finanziari che sociali (Harji & Jackson, 2012; Louche et al., 2012, Höchstädter & Schek, 2015; Nicholls, 2010; Clarkin & Langioni, 2015). Le nuove forme di finanza dovrebbero guidare i flussi di risorse finanziarie verso attività che siano in grado di raccogliere le opportunità offerte dalla social innovation per farle emergere e portarle ad una fase di "scale up" (Giddens, 1984, Moore et al., 2012). Queste nuove forme di finanziamento sono il collegamento tra l'innovazione sociale e l'imprenditorialità sociale, che, di conseguenza, interessano anche il tema dell'impatto sociale in termini di ritorno sociale ed ambientale dell'investimento. Forme di "marketized philanthropy" (Lehner & Nicholls, 2014) sostenute ed alimentate da alcuni meccanismi come il partenariato pubblico-privato (Van Slyke 2006; Warner e Chefetz 2008) organizzazioni di micro-finanza (Estape'-Dubreuil e Torreguitart-Mirada 2013), social banks (Nakagawa e Laratta 2010) e da nuove forme di processi di investimento, rappresentati dalla venture philanthropy (Daly 2008, 2011) ed impact investing (Mendell e Barbosa 2013). Considerando l'innovazione sociale come la capacità di indirizzare soluzioni non comuni a problemi di lungo termine che non presentano una soluzione ottimale (Christiansen et al., 2006; Guida & Maiolini, 2013), data l'incapacità delle organizzazioni sia pubbliche che private di rispondere in modo tradizionale alle criticità odierne senza adottare nuovi paradigmi e standard che abbraccino le opportunità offerte da innovazioni tecnologiche, il tema della raccolta fondi dalla folla ben si presta ad essere indagato. Il crowdfunding rappresenta un nuovo meccanismo di raccolta fondi incorporato nell'innovazione finanziaria (Moeninghoff & Wieandt, 2013), che opera per produrre innovazioni convergenti (Dubé et al., 2014). Significa un tipo di innovazione che produce risultati (umani) sia economici che sociali. Si tratta di un veicolo di finanziamento che abbraccia diversi contesti da quello imprenditoriale a quelli civici e sociali (Giannola e Riotta, 2013; Davies, 2014). Secondo alcuni autori (Schwienbacher & Larralde, 2010; Ordanini et al., 2011; Belleflamme et al., 2014), il crowdfunding consente di trasformare un vasto pubblico di clienti in investitori. La forte necessità di alimentare una vasta comunità, evidenzia la struttura di rete sociale del crowdfunding, perché collega letteralmente i "project creator" o gli imprenditori con i potenziali finanziatori, individui che possono fornire capitale finanziario (Wheat et al., 2013; Marlett, 2015). Questo è possibile grazie alle piattaforme di intermediazione internet-based, che fungono da market place dove è possibile raccogliere e incanalare i capitali privati, dispersi, per sostenere le idee imprenditoriali, diminuendo il peso della vicinanza geografica nel processo di innovazione (Agrawal et al., 2011). La letteratura evidenzia, quindi, un legame tra social innovation, social finance e crowdfunding. Questo legame trova un punto di partenza nella definizione di impatto sociale, legata agli obiettivi precedentemente definiti in letteratura, dei temi succitati.

Partendo dal concetto di impatto sociale, gli studiosi si stanno muovendo verso un definizione unanime di innovazione sociale, basata sull'intuizione di Christensen et al. (2006) a proposito di una soluzione non comune a problemi che non hanno una soluzione ottima. Questa intuizione prende spunto dall'osservazione di un contesto attuale composto da organizzazioni pubbliche e private incapaci di rispondere in modo tradizionale alle attuali criticità del contesto economico e sociale (Christiansen et al., 2006; Guida & Maiolini, 2013) senza l'adozione di nuovi paradigmi e standard. Tali paradigmi devono essere capaci di rispondere alle mancanze di una finanza tradizionale, figlia di un capitalismo incapace di rintracciare e rispondere a tutte le esigenze espresse dal mercato, essendo più interessata ai ritorni di natura puramente economico-finanziaria di breve periodo (Porter & Kramer, 2011). La necessità di

ricombinazione di risorse e strategie segue il fallimento paventato della Corporate Social Responsibility, che si è unicamente concentrata sul rafforzamento dell'identità di chi adotta tale logica e non sulle azioni in se, con la conseguenza che l'impatto si è disperso su un numero indefinito di aree operative senza produrre valore condiviso e condivisibile (Porter & Kramer, 2011). Difatti, sempre secondo Porter & Kramer (2011), non tutti i profitti sono uguali e quelli che coinvolgono un interesse sociale rappresentano una forma di capitalismo più performante. Tali performance sono guidate da azioni innovative con finalità sociale. Ciò che sembra emergere dalla letteratura è la necessità di nuovi modelli di interpretazione e di azione. Questo concetto è stato introdotto da Taylor (1970), che ha parlato di un processo di miglioramento delle "invenzioni" basato sulla interdisciplinarietà, identificate come "innovazioni sociali", una prima formulazione di quello che oggi conosciamo come "innovazione sociale". Mulgan (2006) ha definito l'innovazione sociale come «innovative activities and services that are motivated by the goal of meeting a social need and that are predominantly diffused through organizations whose primary purposes are social» (p. 146). La consapevolezza, la coesione, la collaborazione e l'interdisciplinarietà sono le dimensioni dell'innovazione sociale. Anche Hochgerner & Howaldt (2010; 2012) individuano nella collaborazione e nella partecipazione collettiva gli elementi chiave del nuovo paradigma dell'innovazione sociale. Tali caratteristiche, adottano la visione fornita dalla rivoluzione del "Crowdsourcing" (Howe, 2006) introducono il legame ed il ruolo fondamentale di forme di finanza alternativa che partano dal basso e riuniscano un numero indefinito di nicchie secondo un modello a coda lunga (Abderson, 2004), poiché, nell'era dell'informazione, la creatività potrebbe essere spinta da tutti gli individui che appartengono ad una comunità, arrivando così a sviluppare un concetto di intelligenza collettiva in cui ogni individuo è attore chiave del processo di innovazione (Suriñach et al., 2007; Parente et al., 2008; Pisano et al., 2013; Pisano et al., 2014). Per queste ragioni l'innovazione sociale è considerata un collective creative process condiviso da una pluralità di attori (Friedmann & Floerkemeier, 2010; Schenk & Guittard, 2011). Il concetto di innovazione sociale chiama in causa il concetto di crowdsourcing che può essere definito come un'attività partecipativa in cui gli attori coinvolti partecipano volontariamente a un processo di condivisione della conoscenza con l'obiettivo di ottenere ed utilizzare un vantaggio prodotto dal processo a cui partecipano (Estéllés-Arolas & González-Ladrón-de-Guevara, 2012). Partecipazione che trova la sua massima espressione, dal punto di vista finanziario, proprio nel crowdfunding. La partecipazione si manifesta nella sua capacità connettere gli imprenditori con potenziali investitori o più in generale con soggetti che possono fornire all'impresa le risorse finanziarie necessarie (Wheat et al., 2013; Marlett, 2015) per produrre innovazioni convergenti (Dubé et al., 2014).

Come dimostrato da studi precedenti, il crowdfunding opera come un fattore motivazionale di fenomeni di crowdwork (Gerber et al., 2012; Miglietta et al., 2013) in grado di aiutare le imprese a superare le barriere finanziarie connesse alla prossimità ed al credit crunch (Freund, 2012).

Guardando ad un contesto generalizzato, il crowdfunding, nel complesso, agisce in direzioni diverse ma correlate: fornisce risorse finanziarie, offre market insights e consente alle PMI di attirare l'attenzione dei VCs (Wardrop, Zhang, Rau, & Gray, 2015). Seguendo le peculiarità presentate dell'investing crowdfunding, questo potrebbe essere considerato come un sottoinsieme de crowdfunding facilmente definito come crowdinvesting.

## 2. La ricerca sul campo: obiettivi, metodologia, casi di studio e risultati

### *Obiettivi*

Come descritto nella literature review, l'elemento "Social" al pari dell'obiettivo di "creare valore condiviso" sembra essere cruciale, al pari di quelli già individuati nella letteratura precedente e delle caratteristiche della campagna di crowdfunding, nell'influenzare l'andamento di una campagna di crowdfunding.

Partendo dai risultati dell'analisi della letteratura, gli autori hanno notato un divario sullo studio dell'impatto della vocazione sociale e del potenziale di creazione di valore condiviso sul successo di una campagna di crowdfunding. In sintesi, l'obiettivo è quello di identificare un cambiamento strategico e degli sforzi competitivi (Pettigrew, 1988) confrontando 3 campagne di crowdfunding che hanno mostrato caratteristiche simili, ma performance differenti. Un fenomeno specifico relativamente nuovo nella letteratura.

### *Metodologia*

Tenuto conto dello stato dell'arte dell'industria dell'equity crowdfunding, di seguito crowdinvesting, che lo qualifica come early market, i dati disponibili ad essere analizzati sono scarsi, poiché l'indagine non è stata condotta dal lato delle piattaforme, ma dal punto di vista dell'impresa che ha scelto di adottare soluzioni di fundraising secondo il modello del crowdinvesting. Tale affermazione ha indirizzato gli autori a scegliere un approccio metodologico case-based che ibrida le istanze fissate dalle tecniche narrative e fenomenologiche (Esenhardt, 1989; Moustakas, 1994; Giorgi, 2009; Yin, 2009). Di conseguenza, gli autori hanno costruito un'indagine qualitativa ed epistemologica con un approccio olistico.

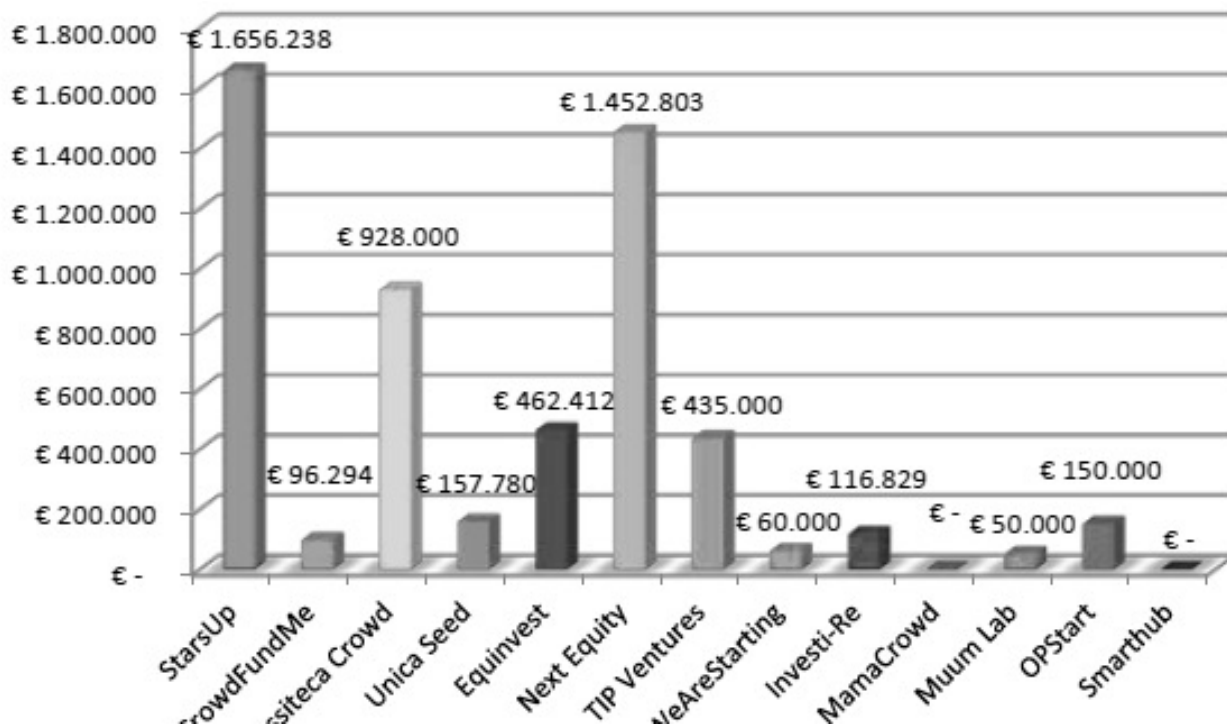
Il design di ricerca è di tipo multiple case study (Esenhardt, 1989; Yin, 2009). Gli autori hanno individuato tre campagne di raccolta fondi in tre periodi diversi e consecutivi, per investigare l'evoluzione di un fenomeno con lo scopo di contribuire agli sforzi di theory building sull'argomento del crowdfunding (Eisenhardt, 1989) Il mercato dell'equity crowdfunding è un *early market* che non presenta ancora una quantità di dati particolarmente significativa. Partendo da questa considerazione, la natura esplorativa della ricerca, ha spinto gli autori a scegliere un approccio di multiple case study seguendo un design fenomenologico (Esenhardt, 1989; Moustakas, 1994; Giorgi, 2009; Yin, 2009).

Eisenhardt (1989) spiega come uno o più casi possono essere utili per sviluppare teorie su alcuni argomenti specifici. A causa del quadro attuale, potrebbe essere utile seguire uno sviluppo induttivo della teoria che aspiri a riconoscere e descrivere l'esistenza di un fenomeno (Siggelkow, 2002; Siggelkow, 2007). I dati, o prove empiriche, sono stati raccolti finché non si è ritenuto di aver raggiunto un sufficiente livello di saturazione, per testare la validità dello studio, attualmente ancora in progressione, attraverso l'osservazione dei partecipanti (Burgess, 2002).

## I Casi di Studio

I tre casi sono stati scelti dalle piattaforme che fino al 2016 hanno mostrato migliori performance secondo quanto evidenziato nel 1° Rapporto Italiano sul Crowdfunding (2016), come evidenziato in grafico 1. Le piattaforme che hanno rappresentato il territorio di ricerca sono state, quindi, Assiteca Crowd, Starsup e Crowdfundme; tutte e tre le piattaforme sono autorizzate CONSOB, nonché tutt'ora attive ed operative.

Grafico 1 - Piattaforme di equity crowdfunding attive in Italia ordinate per capitale di raccolto (2015/2016)



Fonte: 1° Rapporto Italiano sul Crowdfunding, Politecnico di Milano (2016)

La prima start-up selezionata è Paulownia Social Project, una startup innovativa a vocazione sociale, creata da un team di esperti provenienti dal settore dell'energia rinnovabile, dell'agricoltura e della protezione dell'ambiente. Paulownia ha la mission di alberi ad alto rendimento di legname come quelli della specie paulonia, seguendo un regime definito Short Rotation Forestry (SFR), allo scopo di allocare il legname tagliato sui mercati nazionale ed internazionale. Pulownia Srl ha condotto una campagna di raccolta di capitale diffuso tramite la piattaforma Assiteca Crowd, autorizzata CONSOB, nel 2014 ed indicato nel report sul crowdfunding in Italia (2016) come una delle sei campagne di maggior successo tra il 2014 ed il 2015 (Tavola 1). La campagna rappresenta una best practice del crowdfunding poiché in soli 56 giorni ha raccolto un capitale di 520.000 euro.

Tavola 1 - Le sei champagne di Crowdfunding in Italia di maggior successo tra il 2014 ed il 2015

Projects	Platform	€
Ricostruiamo Città della Scienza	DeRev	1,463,867.00
Paulownia Social Project	Assiteca Crowd	520,000.00
BIOerg	Next Equity	452,576.00
Cantiere Savona	Starsup	380,000.00
Un passo per San Luca	Ginger	339,743.00
E' l'ora della solidarietà: emergenza Sardegna	Rete del Dono	138,896.00

Fonte: Il Crowdfunding in Italia Report 2015, 2016.

La seconda start-up investigata è Kiunsys Srl, startup innovativa e spin-off dell'Università di Pisa, supporta le città fornendo soluzioni di Smart Mobility per rinnovare e integrare i vari servizi di mobilità e sosta in un'unica e innovativa piattaforma, che ha lanciato la propria campagna nel 2015 tramite la piattaforma Starsup, anch'essa autorizzata CONSOB, e si è conclusa con un overfunding, raccogliendo più di 505.000 euro da destinare all'assunzione di personale per il potenziamento dello staff commerciale, alla protezione della proprietà intellettuale e a preparare l'ingresso negli Stati Uniti e in Brasile, adottando una logica d'offerta del tipo "tutto o niente". Infine, la terza start-up selezionata è Sharewood, che è stata finanziata con successo tra il 2016 ed il 2017, registrando anch'essa un overfunding, ma superiore a quello di Kiunsys. Ospitata dalla piattaforma Crowdfundme, ha raccolto il 330% del capitale richiesto, pari ad un totale di più di 247.000 euro. Sharewood, offre soluzioni ICT collocandosi nel mercato della sharing economy, nello specifico si definisce come *"l'AirBnB di attrezzatura sportiva. Il primo sito web in Europa che consente ai proprietari di attrezzatura sportiva (i wooder) di noleggiarla agli explorer: sportivi, appassionati, viaggiatori desiderosi di vivere esperienze outdoor ovunque."*

Ulteriore elemento comune, tra le campagne di crowdfunding scelte, è il fatto che tutte e tre i progetti imprenditoriali avevano precedentemente effettuato attività di mercato o registrato alleanze ed accordi di vendita.

### Risultati

Partendo dai risultati dell'analisi della letteratura, gli autori hanno notato un divario sullo studio dell'impatto della vocazione sociale e del potenziale di creazione di valore condiviso sul successo di una campagna di crowdfunding per il finanziamento di progetti imprenditoriali. L'obiettivo del lavoro diviene dunque quello di analizzare in che modo la presenza in un progetto imprenditoriale di una vocazione sociale possa influenzare il successo di una campagna di equity crowdfunding. L'approccio fin qui seguito ha iniziato a produrre alcuni risultati che si prestano ad effettuare una prima discussione sul valore e sul peso del crowdfunding. Essendo questa un'indagine esplorativa, ed attualmente ancora in corso, i primi dati da analizzare forniscono un quadro di mercato interessante per formulare le prime istanze teoriche al servizio della ricerca.

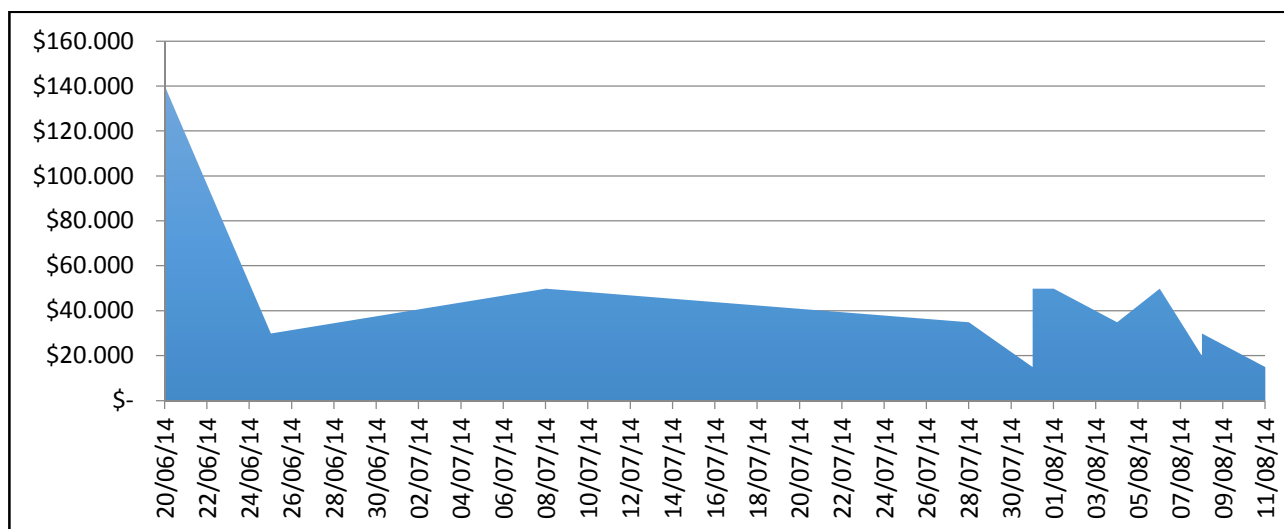
Considerando un quadro normativo che vede come la normativa sul crowdfunding inclusa nel decreto legge "Sviluppo-Bis" e successive modifiche ed integrazioni, insieme alla regolamentazione Consob, del luglio 2013 ha posto l'Italia all'attenzione generale come primo Paese al mondo ad aver completato la regolamentazione in materia di equity crowdfunding. La suddetta normativa consente alle start-up italiane, alle piccole imprese e ai veicoli finanziari che investono in essi per accedere alla massa finanziaria, purché interagiscano attraverso una piattaforma autorizzata CONSOB. Da qui la ragione di

intraprendere questa ricerca che, già nella revisione della letteratura, evidenzia un legame tra social innovation, social finance e crowdfunding, un dato che porta ad interrogarsi su quali fattori siano determinanti per condurre con successo una campagna di crowdfunding. Difatti, alcuni autori (Mollick, 2014; Agrawal et al, 2010) hanno notato un impatto rilevante dei segnali di qualità, legami di rete sociale, obiettivi appropriati e di un'attenta pianificazione nel successo di una campagna. Inoltre, l'esperienza del civic crowdfunding in alcuni paesi europei (Gray, 2013; The Economist, 2013; Hollow, 2013; Davies, 2014) ha mostrato come la probabilità di produrre benefici sociali diffusi catalizzi gli individui verso specifici progetti di crowdfunding per raggiungere l'obiettivo finanziamento. Così, l'elemento "Social" sembra essere cruciale al pari di quelli sopra citati. Guardando i dati di mercato, tutto ciò trova conferma anche nei dati sul crowdfunding. Guardando ad esempio, alla situazione del nostro paese, dai dati forniti da Pais (2015) risulta che i progetti sono per lo più socialmente orientati (58%) seguiti da progetti creativi (20%) e da progetti imprenditoriali che rappresentano il 18% (Pais, 2015). Una considerazione ulteriormente sottolineata dall'osservazione dell'andamento delle campagne di raccolta fondi dei tre casi analizzati.

Il primo caso, Paulownia Social Project, durante questa fase di analisi si è caratterizzata per una campagna di crowdfunding che ha tutte le peculiarità di un *club deal*. Durante i suoi 56 giorni, il progetto tramite la piattaforma ha raccolto circa 520.000 euro da 12 diversi investitori, nove qualificate con personalità fisica e tre con personalità giuridica, con un investimento medio di circa 43.000 euro come risulta osservando l'andamento pledge/backer<sup>1</sup> (Grafico 2). Qui nasce il primo confronto con le altre campagne, che mostrano le prime differenze con quella condotta sulla piattaforma Assiteca Crowd. Kiunsys Srl, delle due, è quella in termini di raccolta più prossima al caso Paulownia, con un fundraising di 505.000 euro da 19 investitori, 14 persone fisiche e 5 persone giuridiche, un risultato molto simile a quello ottenuto dalla startup precedentemente descritta. La prima distinzione emerge, però, guardando gli investimenti medi e minimi. L'investimento medio effettuato tramite la piattaforma Starsup su Kiunsys è pari a circa 26.500 euro, mentre minimo è di molto inferiore a quello effettuato a beneficio di Paulownia, di circa 500 euro.

Grafico 2

Andamento pledge/backer nel tempo per Paulownia Social Project.



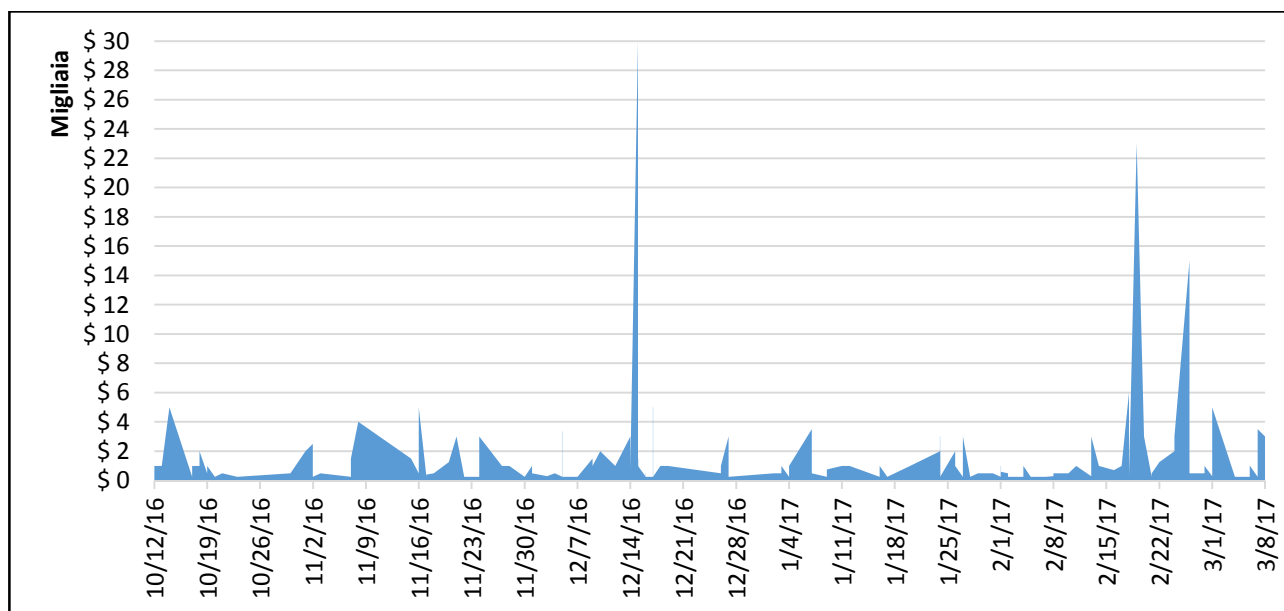
Fonte: autoelaborazione, 2017.

<sup>1</sup> Pledge/backer: impegno di investimento (pledge) effettuato da ciascun investitore (backer).

Del tutto contrapposto a questi è l'andamento della campagna di crowdfunding di Sharewood condotta su Crowdfundme, che ha raccolto circa 250.000 euro da 176 investitori, quasi totalmente persone fisiche, fatto salvo per un numero esiguo di investitori qualificati come persona giuridica, che hanno investito in media 1.400 euro con un investimento minimo di 250 come risulta osservando il grafico 3.

Grafico 3

Andamento pledge/backer nel tempo per Sharewood.

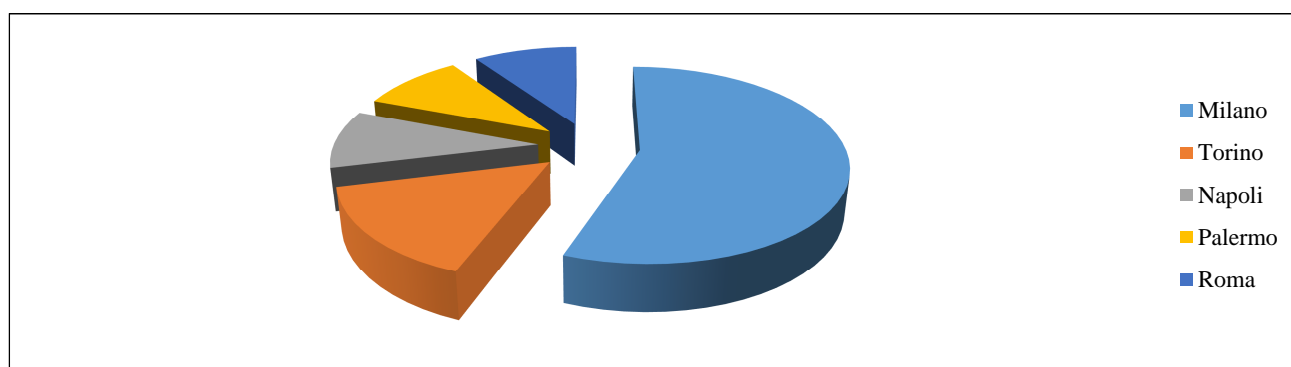


Fonte: autoelaborazione, 2017.

Gli autori hanno notato altre differenze nell'andamento delle campagne osservando la dispersione geografica degli investitori, soprattutto comparando le campagne condotte da Paulownia (grafico 4) e Kiunsys (grafico 5), che conferma l'intuizione di Agrawal et al. (2011) su come le piattaforme di intermediazione internet-based, che fungono da market place dove è possibile raccogliere e incanalare i capitali privati, dispersi, per sostenere le idee imprenditoriali, siano in grado di ridurre il peso della distanza geografica.

Grafico 3

Dispersione geografica per volume di investimento (Paulownia).

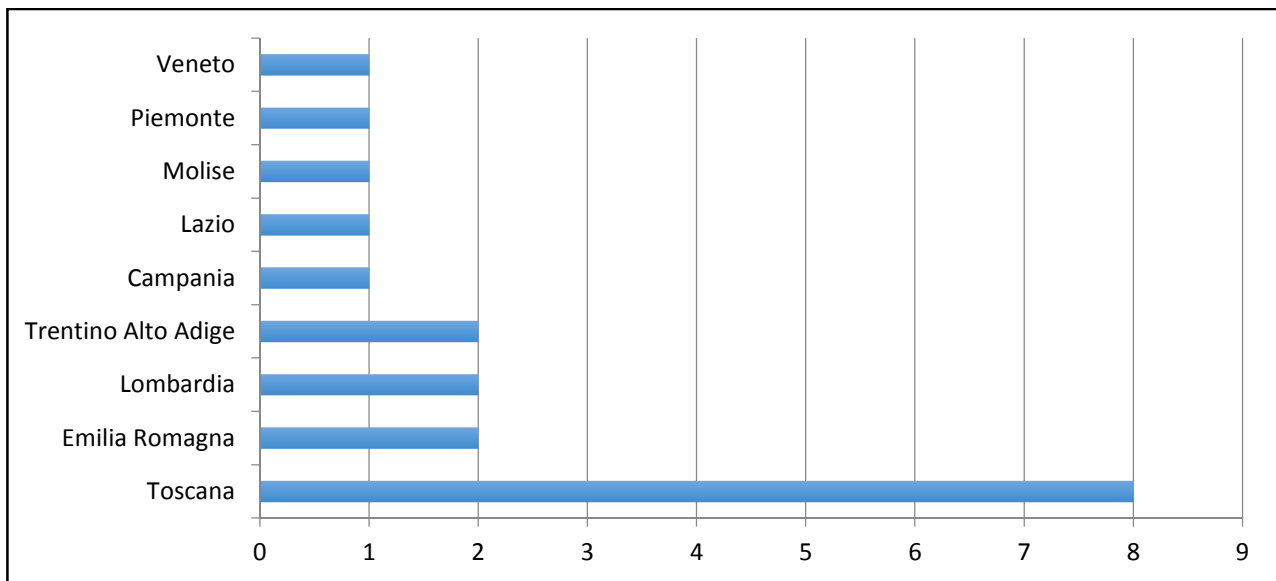


Fonte: autoelaborazione, 2017.



Grafico 4

Dispersione geografica per numero di investimenti effettuati (Kiunsys).

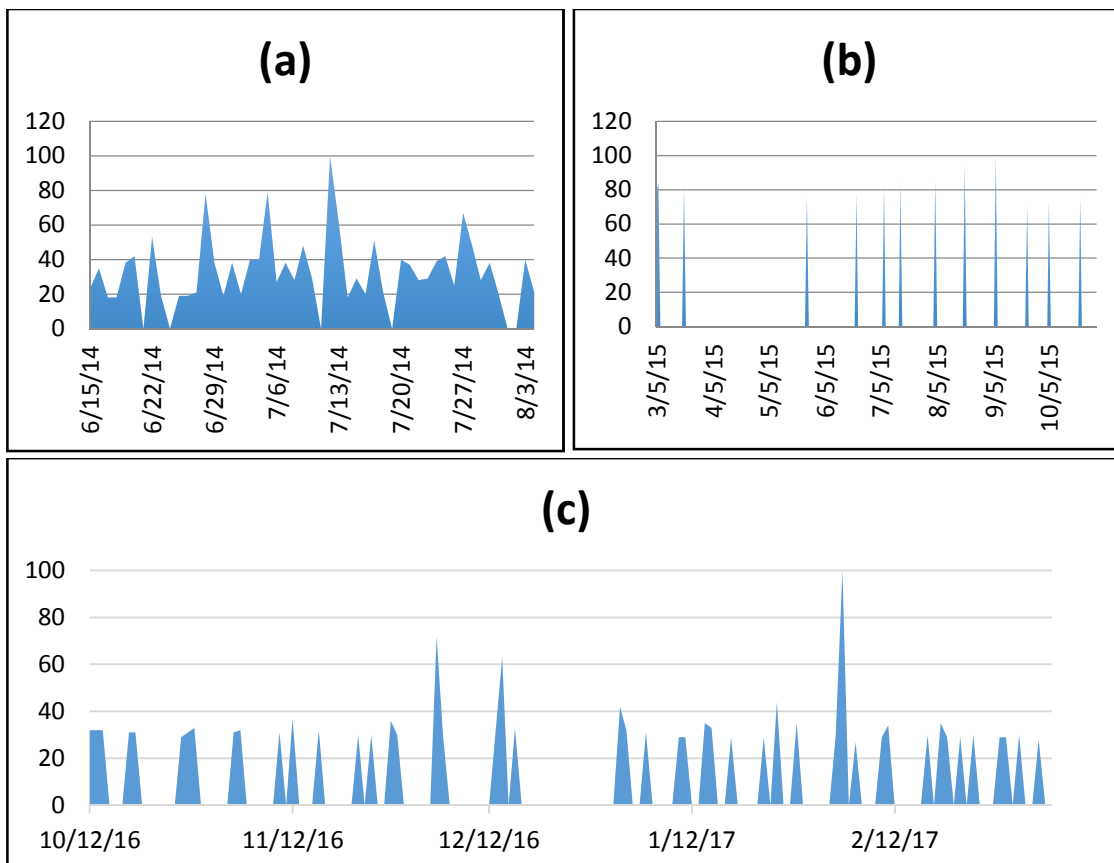


Fonte: autoelaborazione, 2017.

Spostando l'attenzione sulle social network skills e sulla capacità di destare interesse nella popolazione di potenziali investitori, le tre campagne, comparate tra loro, non mostrano grandi somiglianze, comportandosi diversamente nel corso della durata di ciascuna di esse.

Grafico 5

Andamento dell'interesse attraverso il traffico di ricerca per ciascuna campagna (a=Paulownia; b=Kiunsys, c=Sharewood)

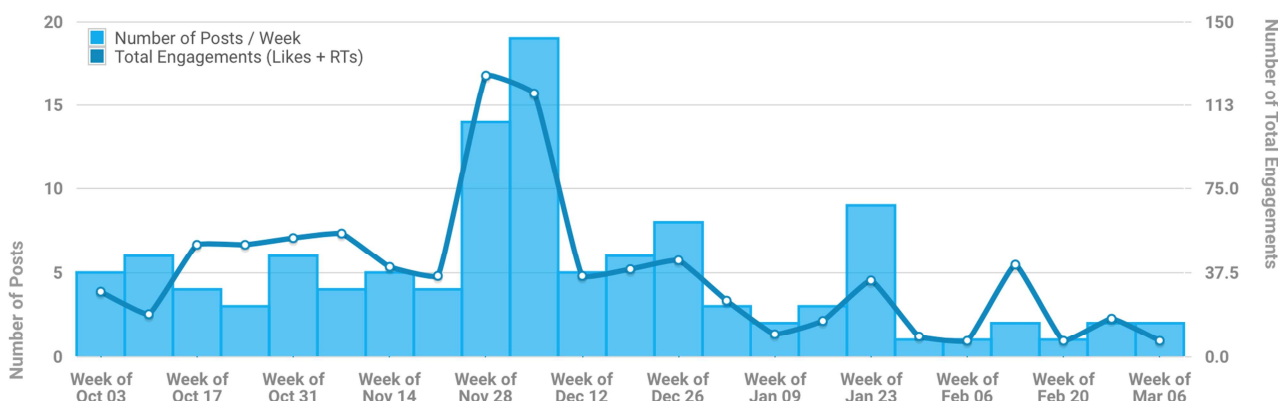


Fonte: Google trends, 2017.

Si nota come per costanza, durata e numerosità, le tre campagne, nonostante la vocazione sociale che le caratterizza, presentino andamenti diversi. Kiunsys e Sharewood, al contrario di Paulownia, mostrano un andamento ed un'intensità dell'interesse, misurato dal traffico delle ricerche web effettuate in Italia che procede per picchi di valore contenuto e ad intervalli. Al contrario, l'interesse verso Paulownia è più omogeneo nel tempo.

Confrontando il traffico delle ricerche web con l'andamento nel tempo, si nota come i picchi di ricerca siano rintracciabili in un intervallo temporale di sette giorni costruito intorno alla realizzazione di un investimento in favore di ciascuna delle startup che hanno lanciato una campagna di crowdfunding. Nel caso di Sharewood, alcuni picchi, sia nell'andamento pledge/backer che in quello dell'interesse misurato tramite le ricerche web, coincidono con le comunicazioni avvenute su social network, come twitter, che hanno registrato il maggior livello di engagement (figura 1), come nel caso del picco registrato nelle settimane centrali della campagna, durante le settimane dal 28 novembre 2016 al 11 Dicembre 2016, in cui ad un maggior numero di post con più alto livello di engagement è susseguito un investimento privato di circa 30.000 euro. I contenuti dei post riguardavano aggiornamenti circa i successi delle attività condotte dal team di Sharewood.

Figura 1  
Andamento dei post e dell'engagement su twitter di Sharewood.



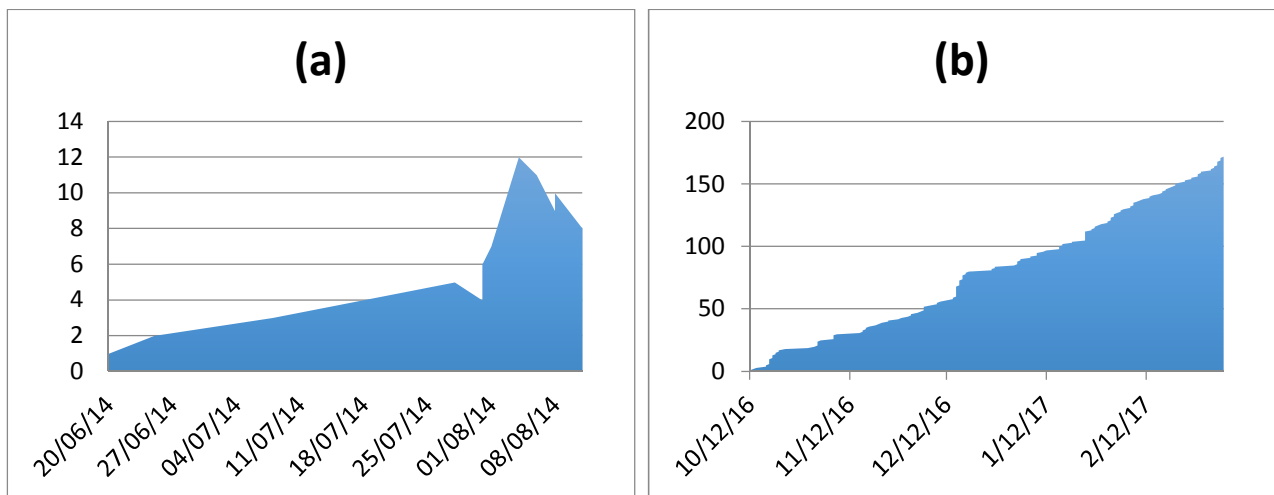
Fonte: Keyhole, 2017.

Questo aspetto sembra concorde con quanto risulta dall'osservazione dell'andamento del numero di backers nel tempo (grafico 6), dove si può notare come sia per Paulownia che per Sharewood ci siano dei rapidi incrementi di finanziatori in specifici momenti della campagna. Proprio la campagna di Sharewood suggerisce una relazione tra gli incrementi di backers, gli incrementi di interesse verso il progetto e le comunicazioni effettuate sui social network.

Ulteriori relazioni tra l'andamento del percorso di fundraising una campagna e la sua capacità di attrarre nuovi investitori provengono dalla confronto effettuato dagli autori tra il numero di finanziatori raggiunto e la percentuale di capitale raccolto rispetto al target fissato ad inizio campagna (grafico 7). Il grafico riportato di seguito evidenzia come tra i due fattori esista un rapporto di proporzionalità diretta fino al raggiungimento del 100% della campagna, superato il target ed entrati nella fase di overfunding, le campagne registrano un aumento drastico del numero di finanziatori e successivamente procede con un andamento a gradini fino al termine della campagna.

Grafico 6

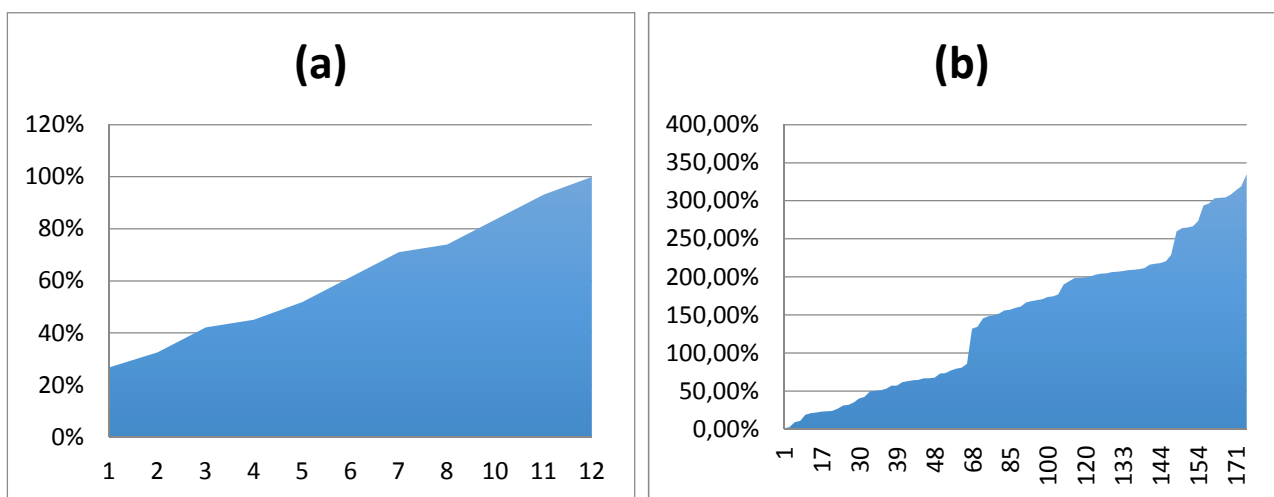
Andamento del numero di backers nel tempo (a=Paulownia; b= Sharewood)



Fonte: autoelaborazione, 2017.

Grafico 7

Andamento delle pledges e del finanziamento per numero di backers nel tempo (a=Paulownia; b= Sharewood)



Fonte: autoelaborazione, 2017.

In termini empirici, l'andamento così registrato sembra confermare quanto intuito da Belleflamme, Lambert e Schwiendbacher (2011), i quali, attraverso l'elaborazione di un modello matematico, hanno dimostrato che il crowdfunding è in grado di convogliare un maggior numero di finanziatori finché è possibile ravvedere in ciascuna campagna l'esistenza di community benefits ovvero, più semplicemente, il crowdfunding restituisce benefici sempre maggiori all'aumentare della community.

### 3. Conclusioni

I risultati raggiunti, seppur parte di una ricerca che presenta le peculiari debolezze di una ricerca nella fase iniziale e del caso di studio, sono utili a delineare un quadro evolutivo dello strumento di raccolta fondi tramite piattaforme web based estremamente interessante ed utile nel suo intento di contribuire alla stratificazione delle conoscenze teoriche e pratiche del crowdfunding.

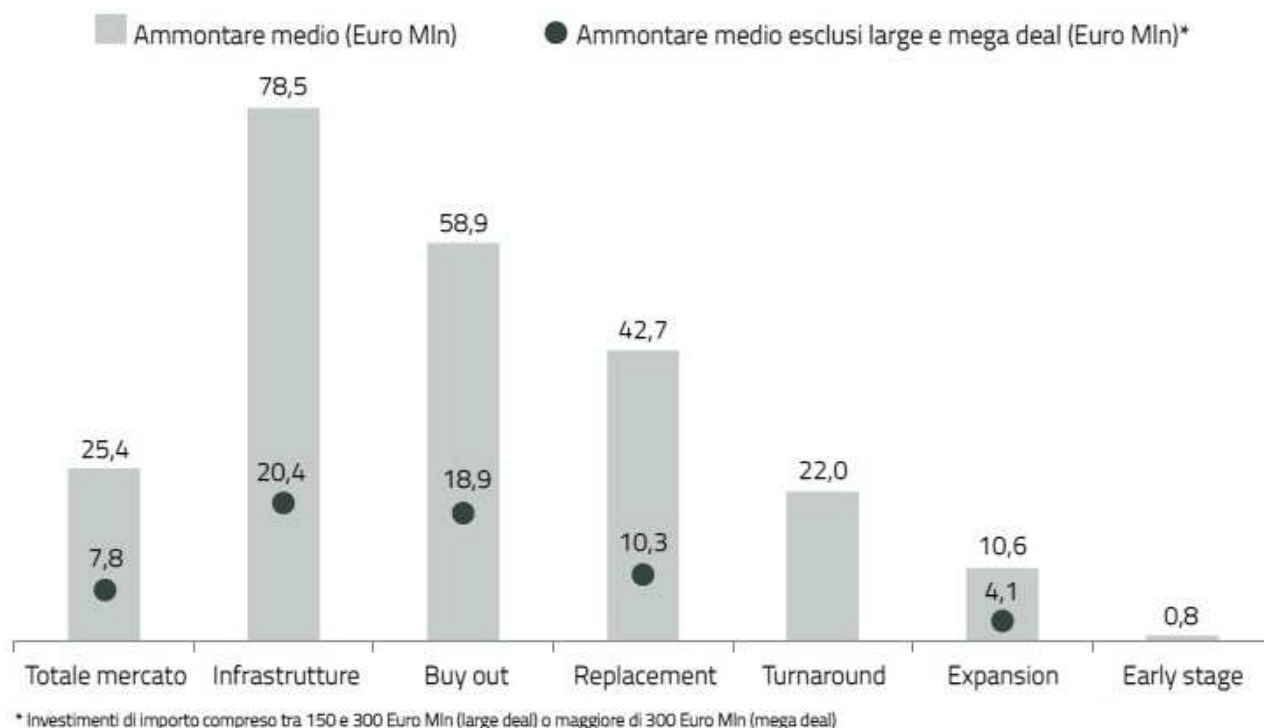
Guardando i risultati, gli autori possono sostenere che esista una forte rilevanza della vocazione sociale sui risultati del crowdfunding, poiché, facendo perno sulla capacità di marketing dello strumento finanziario studiato, pone l'attenzione sulla capacità di rispondere ai bisogni sociali da parte della comunità stessa, pur restituendo l'opportunità di realizzare ritorni di natura finanziaria. Ciò significa che si potrebbe delineare un nuovo paradigma o modello di crowdfunding "socially-driven" non vincolato ad iniziative di tipo "civic".

Il fattore chiave che ha portato una campagna al successo è dato dalla capacità dei promotori dell'iniziativa di crowdfunding di attirare una massa critica o gravitazionale di sostenitori, per cui la comunicazione diventa cruciale nell'influenza il ritmo di crescita della campagna di in sé. Tale conclusione può essere ulteriormente rafforzata sia osservando i risultati relativi alla dispersione geografica degli investimenti, sia all'andamento degli impegni di investimento da parte della folla a seguito dei segnali inviati dai portavoce dell'iniziativa tramite social network, ma soprattutto facendo perno sulla letteratura che evidenzia come, secondo studi precedenti, il crowdfunding intervenga come un fattore motivazionale della folla (Gerber et al., 2012; Miglietta et al., 2013). Probabilmente, questo suo aspetto di motivational crowd factor è legato proprio al contenuto sociale ed innovativo di ciascuna iniziativa di fundraising. Da questo punto di vista, il crowdfunding consente di superare le barriere legate alla prossimità e alla crisi del credito (Freund, 2012). Ciò è possibile grazie alle piattaforme di intermediazione basate su Internet, che fungono da mercato dove è possibile raccogliere e canalizzare i capitali privati per sostenere idee commerciali dalla ricerca, diminuendo il peso della vicinanza geografica nel processo di innovazione (Agrawal Et al., 2011).

Confrontando i risultati ottenuti da questa prima analisi esplorativa dei dati con l'andamento del mercato del Venture Capital in Italia (figura 2), focalizzandosi sugli investimenti in early stage, si registra una coerenza tra il comportamento degli investimenti dei fondi Venture Capital (VC) e dell'equity crowdfunding. Nel 2016, l'ammontare medio di operazioni in early stage è stato di circa 800.000 euro, contato su 128 operazioni. Poco distante si attesta anche il valore mediano degli investimenti effettuati da Business Angels (BA) in sindacato pari a 500.000 euro circa (Venture Capital Monitor & IBAN, 2016), principalmente condotte nella fase seed e startup. La comparazione tra questi dati ed i risultati circa la numerosità di sostenitori osservata nei tre casi di studio, evidenzia come esistano degli elementi comuni tra le operazioni di VC, BA e crowdfunding, che ricadono nella fase di seed financing ed early stage. In contrasto è il caso di Sahrewood che è fedele alla logica del modello a coda lunga (Anderson, 2004).

Figura 2

Ammontare investito medio per tipologia di operazione nel 2016

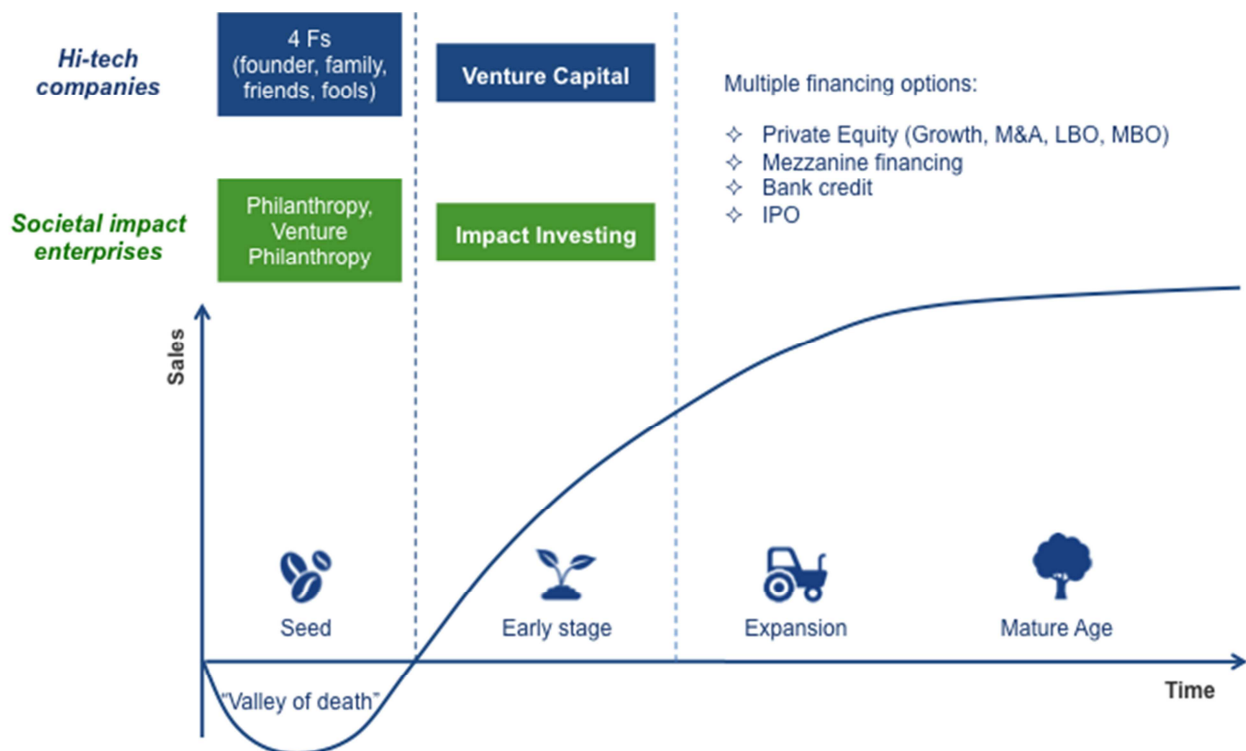


Fonte: AIFI, 2017.

Osservando le campagne di raccolta fondi dall'interno, la coesistenza di diverse personalità giuridiche nelle operazioni di crowdfunding, con l'intenzione comune di investire in un'impresa di impatto sociale per raccogliere redditi finanziari, rispecchia la somiglianza con i fondi di investimento d'impatto italiano descritti da Vecchi, Casalini, Cusumano e Brusoni (2014) attraverso l'esperienza Oltre Venture, Al momento della scrittura di uno dei primi fondi di investimento d'impatto in Europa, che ha raccolto un impegno di investimento da parte degli investitori di capitali, che hanno accettato la sfida sociale impatto principalmente con una mentalità filantropica. Considerazione che trova riscontro nella Figura 3 che confronta e mostra le differenze tra il percorso di sviluppo di una società hitech e un'impresa di impatto sociale, dalla fase seed alla maturità, dove il capitale di rischio e l'impact investing coprono il segmento dei finanziamenti in early stage.

Figura 2

Comportamento degli operatori della finanza durante il ciclo di vita di imprese hi-tech e sociali.



Fonte: Vecchi et al., 2015.

L'applicazione del modello finanziario del VC all'impact investing è confermata dalle più recenti cifre di GIIN e JP Morgan, secondo cui il 63% del capitale complessivo globale disponibile nell'arena dell'impact investing è gestito da fund managers e investito principalmente in società durante il loro early stage o growth stage, attraverso strumenti di private equity o simili (The GIIN & JP Morgan, 2015).

Pertanto, considerando le performance di raccolta di fondi dei tre casi di studio e l'influenza esercitata dalla social vocation, le piattaforme di equity crowdfunding agiscono come un mercato azionario che collega il finanziamento della fase seed al finanziamento in early stage, rafforzando l'intuizione degli autori su un cambiamento nella forma di investimento di massa. Infatti, le operazioni degli investitori suggeriscono una trasformazione dell'equity crowdfunding, noto come crowdinvesting, verso l'impact investing.

Il crowdfunding per la sua stessa natura e modus operandi si pone quale strumento di finanza alternativa particolarmente interessante per il finanziamento di progetti socialmente orientati per i quali gli strumenti tradizionali di fundraising appaiono poco efficaci attese le specificità che contraddistinguono le attività con finalità sociali rispetto a quelle produttive. Esistono infatti barriere culturali e cognitive tra gli strumenti adottati dagli investitori tradizionali e l'imprenditoria sociale che possono ostacolare i processi di comunicazione (Lehner, 2013; Brest e Born, 2013). Infatti, gli investitori tradizionali sono poco abituati e poco propensi a considerare l'aspetto sociale nell'analisi dei flussi di cassa e nei ritorni finanziari (Brown 2006; Ridley-Duff, 2008).

#### 4. Implicazioni pratiche e futuri orizzonti di ricerca

Riassumendo, dall'analisi condotta emerge che il crowdfunding potrebbe essere utile sia per raccogliere risorse finanziarie per aziende innovative che per produrre risultati sociali a beneficio di tutte le comunità interessate.

Questa ricerca potrebbe aiutare sia gli imprenditori (soprattutto le aziende innovative) che le piattaforme di crowdfunding, per creare un settore di crowdfunding efficace e di successo.

Consapevoli dei limiti della ricerca, che si ribadisce essere nella sua fase esplorativa, espressi dalla natura qualitativa e speculativa dell'indagine, gli autori intendono proseguire lo studio raccogliendo ulteriori dati per poter estrarre ulteriori informazioni e strutturare un design che permetta di analizzare l'impatto della social vocation sia dal lato delle startup promotrici di iniziative di crowdfunding che dei backers sostenitori delle iniziative. Nel primo percorso di ricerca si approfondiranno i casi di studio con l'intento di realizzare una content analysis, nel secondo caso, invece, si effettuerà un'analisi del comportamento dei consumatori rispetto ai "quality signals", costruendo un modello statistico che ne interpreti relazione, peso ed influenza ampliare il campione, compresi tutti i nuovi start-up innovativi. Ciò sarebbe utile per condurre una ricerca quantitativa, al fine di comprendere meglio il ruolo della crowdfunding e l'importanza di un atteggiamento sociale come quality signal.

#### Bibliografia

Agrawal, A. K., Catalini, C., & Goldfarb, A. (2011). The geography of crowdfunding. NBER Working Paper No. 16820.

AIFI. (2015). Il mercato italiano del PE e VC nel 2014.

Anderson, C. (2006). *The long tail: Why the future of business is selling less of more*. New York, NY: Hyperion.

Arvidson, M., Lyon, F., McKay, S., & Moro, D. (2010). The ambitions and challenges of SROI. TSRC Working Paper 49.

Bagnoli, L., & Megali, C. (2011). Measuring performance in social enterprises. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 40(1), 149-165.

Bagwell, S. (2012). "Social investment: An introduction". In NPC Briefing. London: New Philanthropy Capital. Retrieved from <http://www.thinknpc.org/publications/social-investment/>

Barraket, J., & Yousefpour, N. (2013). Evaluation and social impact measurement amongst small to medium social enterprises: Process, purpose and value. *Australian Journal of Public Administration*, 72(4), 447-458.

Baum, J. A., & Silverman, B. S. (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. *Journal of Business Venturing*, 19(3), 411-436.

Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* 29(5), 585-609.

- Bourdieu, P. (1985). The forms of capital. In J. G. Richardson (Ed.), *Handbook of theory and research for the sociology of education* (pp. 241-258). New York, NY: Greenwood Press.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., & Wright, M. (2015). New financial alternatives in seeding entrepreneurship: Microfinance, crowdfunding, and peer-to-peer innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1), 9-26.
- Bryniolfsson, E., & McAfee, A. (2014). *The second machine age: Work, progress, and prosperity in a time of brilliant technologies*. W. W. Norton & Company.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations*, 6(3), 9-18.
- Bull, M. (2007). "Balance": The development of a social enterprise business performance analysis tool. *Social Enterprise Journal*, 3(1), 49-66.
- Burdge, R. J., & Vanclay, F. (1995). Social impact assessment. In F. Vanclay, & D. A. Bronstein (Eds.), *Environmental and social impact assessment* (pp. 31-65).
- Burgess, R. G. (2002). *In the field: An introduction to field research*. Routledge.
- Carayannis, E. G., & Campbell, D. F. (2009). 'Mode 3' and 'quadruple helix': Toward a 21st century fractal innovation ecosystem. *International Journal of Technology Management*, 46(3-4), 201-234.
- Charmaz, K. (2008). Constructionism and the grounded theory method. In *Handbook of constructionist research* (pp. 397-412). New York, NY: Guilford Press.
- Christensen, C. M., Baumann, H., Ruggles, R., & Sadtler, T. M. (2006). Disruptive innovation for social change. *Harvard Business Review*, 84(12), 94-101.
- Clarkin, J. E., & Cangioni, C. (2016). Impact investing: A primer and review of the literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135-173.
- Davies, R. (2014a). Civic crowdfunding: Participatory communities, entrepreneurs and the political economy of place.
- Davies, R. (2014b). Civic crowdfunding as a marketplace for participation in community development. Paper presented at *the IPP2014*.
- Dubé, L., Jha, S., Faber, A., Struben, J., London, T., Mohapatra, A., ..., & McDermott, J. (2014). Convergent innovation for sustainable economic growth and affordable universal health care: Innovating the way we innovate. *Annals of the New York Academy of Sciences*, 1331(1), 119-141.
- Dushnitsky, G. (2010). Entrepreneurial optimism in the market for technological inventions. *Organization Science*, 21(1), 150-167.
- Dushnitsky, G., & Shaver, J. M. (2009). Limitations to interorganizational knowledge acquisition: The paradox of corporate venture capital. *Strategic Management Journal*, 30(10), 1045-1064.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Estévez, R. A., Walshe, T., & Burgman, M. A. (2013). Capturing social impacts for decision-making: A multicriteria decision analysis perspective. *Diversity and Distributions*, 19(5-6), 608-616.



- Freeman, R. E. (1984). *Stakeholder management. A strategic approach*. New York, NY: Pitman.
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for social & environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry*. Cambridge, MA: Monitor Institute.
- Freund, R. (2012). How to overcome the barriers between economy and sociology with open innovation, open evaluation and crowdfunding? *International Journal of Industrial Engineering and Management, Martin-Luther University*, 1(3), 107-109.
- Gerber, E. M., Hui, J. S., & Kuo, P. Y. (2012). Crowdfunding: Why people are motivated to participate. Paper presented at the *ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work*.
- Giannola, E., & Riotta, E. F. P. (2013). Crowdfunding civico: Finanziamento collet-tivo come strategia di innovazione sociale. *Urbanistica DOSSIER*, 603.
- Gray, K. (2013). Built by the crowd: The changing world of public infrastructure. *Wired UK*, 4 November. Retrieved from <http://www.wired.co.uk/magazine/archive/2013/11/features/built-by-the-crowd>
- Guida, M. F., & Maiolini, R. (2013). *Il fattore C per l'innovazione sociale*. Rubbettino, SoveriaMannelli (CZ).
- Harji, K., & Jackson, E. T. (2012). *Accelerating impact: Achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry*. New York, NY: The Rockefeller Foundation.
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475.
- Hollow, M. (2013). Crowdfunding and civic society in Europe: A profitable partnership? *Open Citizenship*, 4(1), 68-73.
- Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *Wired Magazine*, 14(6), 1-4.
- Landström, H. (1992). The relationship between private investors and small firms: an agency theory approach. *Entrepreneurship & Regional Development*, 4(3), 199-223.
- Landström, H. (1993). Informal risk capital in Sweden and some international comparisons. *Journal of Business Venturing*, 8(6), 525-540.
- Lane, M. D., & Casile, M. (2011). Angels on the head of a pin: The SAC framework for performance measurement in social entrepreneurship ventures. *Social Enterprise Journal*, 7(3), 238-258.
- Laubacher, R. (2012). Entrepreneurship and venture capital in the age of collective intelligence. MIT Center for Collective Intelligence Working Paper No. 2012-02.
- Louche, C., Arenas, D., & van Cranenburgh, K. (2012). From preaching to investing: Attitudes of religious organisations towards responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 110(3), 301-320.
- MacMillan, I. C., Zemann, L., & Subbanarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 2(2), 123-137.
- Martin, M. (2013). Making impact investible. *Impact Economy Working Papers*, Vol. 4.
- Miglietta, A., Parisi, E., Pessione, M., & Servato, F. (2013). Crowdfunding and local governments: A financial opportunity for a new liaison with citizens. Paper presented at the *16th Toulon-Verona Conference "Excellence in Services"* (pp. 485-495), University of Ljubljana, Slovenia.
- Moeninghoff, S. C., & Wieandt, A. (2013). The future of peer-to-peer finance. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 65(5), 466-487.

- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Morduch, J. (1999). The microfinance promise. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1569-1614.
- Nicholls, A. (2009). We do good things, don't we? Blended value accounting in social entrepreneurship. *Accounting, Organizations and Society*, 34(6-7), 755-769.
- Nicholls, A. (2010). The legitimacy of social entrepreneurship: Reflexive isomorphism in a pre-paradigmatic field. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(4), 611-633.
- Normann, R., & Ramirez, R. (1993). From value chain to value constellation: Designing interactive strategy. *Harvard Business Review*, 71(4), 65-77.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M., & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: Transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Osservatorio Crowdfunding (2016). 1° Report Italiano sul Crowdfunding. Retrieved from [http://www.economyup.it/upload/images/06\\_2016/160628164939.pdf](http://www.economyup.it/upload/images/06_2016/160628164939.pdf)
- Piller, F. T., Moeslein, K., & Stotko, C. M. (2004). Does mass customization pay? An economic approach to evaluate customer integration. *Production Planning & Control*, 15(4), 435-444.
- Poetz, M. K., & Schreier, M. (2012). The value of crowdsourcing: Can users really compete with professionals in generating new product ideas? *Journal of Product Innovation Management*, 29(2), 245-256.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). The big idea: Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1), 2.
- Schenk, E., & Guittard, C. (2011). Towards a characterization of crowdsourcing practices. *Journal of Innovation Economics*, 1(7), 93-107.
- Schwiebacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. In *Handbook of entrepreneurial finance*. Oxford University Press, Forthcoming.
- Shaw, E., & Carter, S. (2007). Social entrepreneurship: Theoretical antecedents and empirical analysis of entrepreneurial processes and outcomes. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 14(3), 418-434.
- Short, J. C., Moss, T. W., & Lumpkin, G. T. (2009). Research in social entrepreneurship: Past contributions and future opportunities. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 3(2), 161-194.
- Siggelkow, N. (2002). Evolution toward fit. *Administrative Science Quarterly*, 47(1), 125-159.
- Siggelkow, N. (2007). Persuasion with case studies. *Academy of Management Journal*, 50(1), 20-24.
- Vecchi, V., Casalini, F., & Caselli, S. (2016). Impact investing as a societal refocus of venture capital. *Principles and Practice of Impact Investing: A Catalytic Revolution*, 62.
- Vecchi, V., Casalini, F., Cusumano N., & Brusoni, M. (2014). Oltre venture: The first Italian impact investment fund. Impact Investing Lab, SDA Bocconi School of Management.
- Wardrop, R., Zhang, B., Rau, R., & Gray, M. (2015). Moving mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report.
- Wheat, R. E., Wang, Y., Byrnes, J. E., & Ranganathan, J. (2013). Raising money for scientific research through crowdfunding. *Trends in Ecology & Evolution*, 28(2), 71-72.

Wright, M., Lockett, A., Clarysse, B., & Binks, M. (2006). University spin-out companies and venture capital. *Research Policy*, 35(4), 481-501.

Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods*. Essential guide to qualitative methods in organizational research. fourth.