

Quaderni FinTech

Il crowdfunding made in Italy

Un'indagine conoscitiva

V. Caivano, C. Lucarelli, F.J. Mazzocchini, P. Soccorso

13

luglio 2024



*Nella collana dei Quaderni **FinTech**
sono raccolti lavori di ricerca relativi
al fenomeno «FinTech» nei suoi molteplici aspetti
al fine di promuovere la riflessione e
stimolare il dibattito su temi attinenti
all'economia e alla regolamentazione
del sistema finanziario.*

Comitato editoriale

Paola Deriu (coordinatrice)

Valeria Caivano

Daniela Costa

Monica Gentile

Paola Soccorso

Segreteria di redazione

Eugenia Della Libera

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione

a fini didattici e non commerciali,

a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

ISBN 9788894369793

Il crowdfunding made in Italy

Un'indagine conoscitiva

V. Caivano, C. Lucarelli, F.J. Mazzocchini, P. Soccorso^(*)

Sintesi del lavoro

Il *crowdfunding* è una forma di finanziamento presente ormai da diversi anni in Italia. Dal punto di vista normativo, il fenomeno è stato disciplinato nel nostro Paese già dal 2013, almeno per la parte relativa agli investimenti in *equity*, mentre a livello europeo una regolamentazione completa e omogenea è stata introdotta solo nel 2020 dal Regolamento (UE) 2020/1503, entrato in piena applicazione nel novembre 2023. Il presente lavoro approfondisce le opinioni e le leve che muovono i diversi attori del settore, ossia imprese, investitori e gestori di portali di *crowdfunding*. L'indagine ha previsto il ricorso a strumenti di analisi differenziati, sia di tipo qualitativo sia di tipo sperimentale. Le evidenze raccolte tra dicembre 2022 e gennaio 2023 nell'ambito delle indagini qualitative mostrano che gli elementi incentivanti o disincentivanti del ricorso al *crowdfunding* sono numerosi e afferenti a molteplici sfere, non solo di tipo funzionale e strategico ma anche di tipo attitudinale e culturale. Inoltre, la *survey* rivolta ai gestori di portali mostra un comparto, consapevole dei propri punti di forza e di debolezza, che si sta preparando a cogliere le opportunità derivanti dal mutato quadro normativo e a gestirne gli eventuali aspetti critici. Le evidenze dell'analisi sperimentale utilizzata per approfondire il processo decisionale degli investitori *retail* nell'ambito dell'*equity crowdfunding* mostrano, infine, come questi ultimi diano maggior peso a informazioni quali la presenza di altri investitori (professionali e *retail*) nella campagna o l'impegno diretto dell'imprenditore, valorizzando pertanto le informazioni disponibili secondo una gerarchia basata sulla (s)fiducia che essi ripongono nella fonte.

In questo quadro, tra le possibili leve attivabili per dare impulso all'ulteriore sviluppo del settore rientrano gli incentivi fiscali rivolti a investitori e imprese nonché misure volte a favorire le possibilità di smobilizzo degli strumenti oggetto di campagne di *crowdfunding*. Informazione e conoscenza restano i necessari presupposti della crescita del comparto, poiché in grado di incidere su elementi culturali che possono disincentivare il ricorso a tale forma di finanziamento e investimento.

(*) Valeria Caivano, Divisione Studi CONSOB (v.caivano@consob.it); Caterina Lucarelli, Università Politecnica delle Marche (c.lucarelli@univpm.it); Francesco James Mazzocchini, Università Politecnica delle Marche (f.j.mazzocchini@univpm.it); Paola Soccorso, Divisione Studi CONSOB (p.soccorso@consob.it).

Si ringrazia Nadia Linciano per il coordinamento prestato nella fase di sviluppo del progetto di ricerca e Christian Delfino per il supporto prestato nell'avvio del progetto. Si ringraziano Paola Deriu, Giovanni Musella ed Emma Iannaccone per gli utili commenti. Si ringraziano, inoltre, le società di gestione di portali Backtowork24, Build Around, Concrete, CrowdFundMe, Ecomill, Fundera, Meridian 180, SiamoSoci, StarsUp, Walliance e WeAreStarting per aver aderito alla ricerca. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi Vertici.

Crowdfunding made in Italy

A comprehensive study

V. Caivano, C. Lucarelli, F.J. Mazzocchini, P. Soccorso^()*

Abstract

Crowdfunding is a form of financing that has been present in Italy for several years. The phenomenon has been regulated in our country since 2013, at least insofar as equity investments are concerned. At the European level, however, a comprehensive and uniform regulatory framework was only introduced in 2020 by Regulation (EU) 2020/1503, which came into full application in November 2023. This paper examines the opinions and levers driving different actors, namely enterprises, investors and crowdfunding service providers. The study employed a range of differentiated analysis tools, including both qualitative and experimental techniques. The evidence gathered between December 2022 and January 2023 through qualitative analysis indicates that drivers and deterrents of crowdfunding are several and heterogeneous. In detail, they refer to functional and strategic aspects, as well as attitudinal and cultural considerations. In particular, the survey addressed to crowdfunding service providers revealed a sector that is aware of its strengths and weaknesses and is prepared to seize the opportunities deriving from the new regulatory framework and to manage any challenges. Finally, the results of the experimental analysis used to investigate the decision-making process of retail investors in equity crowdfunding show that they place greater importance on specific pieces of information, such as the participation of other investors (both professional and retail) in the campaign or the direct commitment of the entrepreneur.

In this context, crowdfunding sector could be further developed thanks to tax incentives for investors and enterprises, as well as measures to facilitate the divestment of financial instruments related to crowdfunding campaigns. Information and knowledge continue to play a key role in the sector's growth, as they have the potential to affect some of the cultural barriers that are among the most pervasive deterrents to accessing this funding and investment channel.

Keywords: crowdfunding; crowdfunding; investors' choices; equity crowdfunding; private/public information; soft/hard information; herd behaviour; Discrete Choice Experiment; financial knowledge; digital agency; financial commitment.

^(*) Valeria Caivano, Research Department CONSOB (v.caivano@consob.it); Caterina Lucarelli, Università Politecnica delle Marche (c.lucarelli@univpm.it); Francesco James Mazzocchini, Università Politecnica delle Marche (f.j.mazzocchini@univpm.it); Paola Soccorso, Research Department CONSOB (p.soccorso@consob.it).

The authors would like to thank Nadia Linciano for providing valuable coordination during the development phase of the research project and Cristian Delfino for his assistance in the project's inception. The authors also acknowledge Paola Deriu, Giovanni Musella, and Emma Iannaccone for their insightful comments and contributions. The authors would also like to express their gratitude to the Italian crowdfunding service providers Backtowork24, Build Around, Concrete, CrowdFundMe, Ecomill, Fundera, Meridian 180, SiamoSoci, StarsUp, Walliance and WeAreStarting for their participation in the research. It is the responsibility of the authors alone to account for any errors or imprecisions. The opinions expressed herein are those of the authors and do not necessarily represent the views of CONSOB. In citing this work, therefore, it is incorrect to attribute the arguments expressed therein to CONSOB.

Sommario

INTRODUZIONE	9
---------------------------	---

I Il contesto di riferimento

(V. Caivano, P. Soccorso)

1. Il quadro regolamentare.....	13
2. Il fenomeno del <i>crowdfunding</i> a livello internazionale e domestico.....	17

II Un'indagine qualitativa sul *crowdfunding* in Italia

(V. Caivano, P. Soccorso)

1. Introduzione.....	25
2. Evidenze da studi e ricerche	25
3. La metodologia e il campione.....	31
4. Le interviste alle imprese.....	33
5. Le interviste agli investitori istituzionali e professionali	38
6. I <i>focus group</i> degli investitori <i>retail</i>	46
7. La <i>survey</i> sui gestori.....	51
8. Conclusioni	57
Riferimenti bibliografici.....	60
Appendice	64

III Scelte d'investimento nell'ambito dell'*equity crowdfunding*: un'analisi empirica mediante esperimenti di scelta

(C. Lucarelli, F.J. Mazzocchi)

1. Introduzione.....	113
2. La cascata informativa nell' <i>equity crowdfunding</i>	113
3. La metodologia.....	120
4. I risultati della ricerca	130
5. Conclusioni	163
Riferimenti bibliografici	166
Appendice	172

Introduzione

Il *crowdfunding* è una forma di finanziamento presente in Italia ormai da diversi anni. Si tratta, per le imprese, di uno strumento di raccolta di fondi alternativo al credito bancario e all'accesso sul mercato dei capitali e per gli investitori di un canale di investimento innovativo tramite il quale allocare somme anche di modesta entità. Attraverso campagne di *crowdfunding* le imprese possono raccogliere capitale proprio o capitale di debito sia presso investitori al dettaglio sia presso investitori professionali. In tale processo di finanziamento, il fornitore di servizi di *crowdfunding* gestisce una piattaforma *online* che offre, a chi intende realizzare un progetto imprenditoriale, la possibilità di proporlo sul web, consentendo ai soggetti interessati di finanziarlo.

In linea generale i modelli di *crowdfunding* possono essere di tipo *investment-based* (o *equity-based*), quando l'investimento avviene attraverso l'acquisizione di quote del capitale dell'azienda richiedente fondi e l'investitore diventa azionista dell'impresa, o *lending-based*, quando i fondi sono concessi sotto forma di prestito e il ritorno per l'investitore è rappresentato dal tasso d'interesse sull'ammontare del prestito.

Dal punto di vista normativo, il fenomeno ha trovato una regolamentazione completa e omogenea a livello europeo solo nel 2020 con il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (European Crowdfunding Service Providers, di seguito Regolamento ECSP), che ha consentito di superare la frammentazione delle norme nazionali introdotte negli anni precedenti da diversi Stati membri dell'UE, primo fra tutti l'Italia, per regolamentare il fenomeno. Il Regolamento, entrato in applicazione il 10 novembre 2021, ha previsto un periodo transitorio inizialmente fissato fino al 10 novembre 2022 e poi prorogato fino al 10 novembre 2023, che ha consentito ai soggetti operanti in base alla normativa nazionale (tra i quali, i gestori di portali *online* iscritti nel previgente Registro tenuto dalla CONSOB) di continuare a operare sulla base della normativa nazionale.

Obiettivo del presente lavoro è quello di approfondire, tramite l'utilizzo di metodologie di analisi qualitative, le opinioni e le leve che muovono tutti gli attori del settore, dai gestori di portali per la raccolta di capitali alle imprese che hanno fatto ricorso a questo canale di finanziamento fino agli investitori, professionali o *retail*, che hanno impiegato parte dei loro risparmi in questa forma di investimento. Lo studio si propone, inoltre, di raccogliere evidenze relative sia ai fattori economici, sociali e culturali che possono incidere sulla scelta di sperimentare tale canale, da parte di chi non lo ha fatto in passato, sotto forma di prenditore di fondi (imprese) o sotto forma di datore di fondi (investitori), sia alle opinioni dei gestori dei portali sui fattori

incentivanti o disincentivanti lo sviluppo del settore. Infine, lo studio si propone di indagare, tramite tecniche di analisi sperimentale, il processo decisionale che induce a investire in nuovi *business* attraverso l'utilizzo di piattaforme di *equity crowdfunding* (ECF), in particolare andando ad approfondire in che modo gli investitori si trovano a valorizzare le informazioni disponibili nell'ambito del proprio processo decisionale.

Il presente Quaderno si articola come segue: la prima parte descrive sinteticamente l'evoluzione del quadro regolamentare in materia di *crowdfunding* per poi illustrare alcuni dati circa la diffusione del fenomeno a livello nazionale e internazionale; la seconda parte riporta le evidenze raccolte nell'ambito di indagini qualitative che hanno coinvolto imprese e investitori e gli esiti di una *survey* rivolta a un campione rappresentativo di gestori di portali per la raccolta di capitale *online* iscritti nel previgente Registro tenuto dalla CONSOB; la terza parte illustra i risultati di una ricerca sperimentale, condotta con l'utilizzo della metodologia degli esperimenti di scelta discreta (*discrete choice experiment* o DCE), volta a indagare il processo decisionale sotteso all'investimento in *equity crowdfunding*.

PARTE PRIMA

Il contesto di riferimento

1 Il quadro regolamentare

L'Italia è stato il primo paese in Europa ad adottare una normativa specifica e organica relativa all'*equity crowdfunding* – ossia alla sola raccolta di capitale di rischio attraverso portali attivi su internet.

Con la legge 17 dicembre 2012, n. 221 il legislatore italiano aveva infatti introdotto per le *start-up* innovative la possibilità di ricorrere a tale forma di raccolta di capitale di rischio e aveva attribuito alla CONSOB competenze in merito – tra le altre cose – all'autorizzazione dei gestori di portali di *equity crowdfunding*, alla tenuta del relativo Registro, alla definizione delle regole di condotta nei confronti degli investitori. La stessa CONSOB, con il Regolamento n. 18592 del 2013, aveva poi dato piena attuazione alle disposizioni di legge. Tale Regolamento aveva subito negli anni diverse modifiche, volte principalmente ad ampliarne l'ambito di applicazione, in linea con l'evoluzione della normativa primaria in materia.

Detta disciplina nazionale ha trovato applicazione fino al 10 novembre 2023 (data di conclusione del periodo transitorio introdotto dalla regolamentazione europea di cui si dirà nel paragrafo che segue).

1.1 Il Regolamento UE del 2020 e il nuovo Regolamento CONSOB del 2023

Il 20 ottobre 2020 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (European Crowdfunding Service Providers, di seguito Regolamento ECSP). Tale Regolamento, emanato nell'ambito del più ampio Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, interviene a sanare la frammentarietà del quadro normativo in materia di *crowdfunding* a livello europeo.

In applicazione dal 10 novembre 2021, il Regolamento ECSP, all'art. 2, definisce il servizio di *crowdfunding* come l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*, che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti. Possono essere oggetto di offerte di *crowdfunding*, pertanto, i prestiti e i valori mobiliari (quali azioni e obbligazioni), nonché altri strumenti ammessi ai fini del *crowdfunding*, ad esempio quote di Srl. Il Regolamento ECSP norma quindi sia l'*investment-based crowdfunding* sia il *lending-based crowdfunding* mentre risultano escluse dal collocamento tramite *crowdfunding* le quote di Oicr poiché, come descritto nel considerando 22, il Regolamento ECSP «*mira ad agevolare gli investimenti diretti e a evitare la creazione di possibilità di arbitraggio regolamentare per gli intermediari finanziari disciplinati da altri atti normativi dell'Unione*», in particolare dagli atti giuridici dell'Unione in materia di gestori di patrimoni.

Il citato Regolamento disciplina, tra l'altro, sia il regime di autorizzazione delle piattaforme sia le regole di condotta a cui sono tenuti gli ECSP e individua chiaramente le esclusioni – tra cui le offerte di *crowdfunding* superiori a un importo di 5 milioni di euro su un periodo di 12 mesi e il prestito 'fra pari' (cosiddetto '*peer-to-peer lending*'). La norma prevede che i servizi di *crowdfunding* siano forniti solo da persone giuridiche stabilite nell'Unione, purché autorizzate conformemente all'articolo 12 del Regolamento ECSP e sotto la vigilanza delle autorità competenti.

Tra i principi e i criteri direttivi per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento ECSP, la legge del 4 agosto 2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021) ha stabilito che la CONSOB e la Banca d'Italia siano designate quali autorità competenti ai sensi dell'art. 29 del Regolamento ECSP, avendo riguardo alle rispettive funzioni e prevedendo forme di opportuno coordinamento.

Successivamente, il 10 marzo 2023, il decreto attuativo del Regolamento ECSP, il d.l. 30/2023, ha previsto che: la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, autorizza i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'art. 12 del Regolamento ECSP e, sentita la Banca d'Italia, revoca tali autorizzazioni; la Banca d'Italia, invece, sentita la CONSOB, autorizza come fornitori di servizi di *crowdfunding* le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del Tub e, sentita la CONSOB, revoca tali autorizzazioni.

Il decreto, inoltre, designa la CONSOB quale autorità competente a: i) assicurare l'osservanza degli obblighi in materia di trasparenza e correttezza, ivi incluse le procedure per la corretta prestazione dei servizi di *crowdfunding*, la gestione dei conflitti di interessi potenzialmente pregiudizievoli per i clienti (compresi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e incentivazione), gli incentivi, il trattamento dei reclami, le modalità di esercizio della funzione di controllo della conformità alle norme (ove prevista); ii) individuare le disposizioni nazionali applicabili alle comunicazioni di *marketing* diffuse sul territorio della Repubblica e a svolgere la relativa attività di monitoraggio.

La Banca d'Italia è, invece, l'autorità competente ad assicurare l'osservanza, da parte del fornitore di servizi di *crowdfunding*, degli obblighi in materia di: i) adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio; ii) governo societario e requisiti organizzativi; iii) organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sistemi di remunerazione e incentivazione; iv) requisiti degli esponenti aziendali nonché dei partecipanti al capitale che detengono almeno il 20 per cento del capitale o dei diritti di voto.

Il decreto prevede che la CONSOB sia il punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (la European Securities and Markets Authority, ESMA)¹ e che, nell'ambito delle rispettive competenze, la CONSOB e la Banca

¹ Ai sensi del Regolamento ECSP un fornitore autorizzato che intenda prestare servizi di *crowdfunding* in uno Stato membro diverso da quello la cui autorità competente ha concesso l'autorizzazione deve presentare all'autorità competente designata quale punto di contatto unico dallo Stato membro (in Italia la CONSOB), una serie di informazioni che saranno comunicate alle autorità competenti degli Stati membri nei quali il fornitore intende prestare i servizi di

d'Italia adottino con proprio regolamento le disposizioni attuative necessarie a perseguire le finalità indicate nel decreto stesso.

A valle di una consultazione pubblica, la CONSOB, con la delibera 22720 del 1° giugno 2023, ha emanato il proprio nuovo Regolamento e la Banca d'Italia, il 2 agosto 2023, ha pubblicato i propri orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding*.

Il nuovo Regolamento CONSOB, in particolare, dettaglia le norme riferite alla procedura di autorizzazione e revoca e agli obblighi informativi dei fornitori di servizi (tra cui taluni criteri generali relativi alle comunicazioni di *marketing*).

La disciplina di riferimento resta, tuttavia, quella contenuta nel Regolamento ECSP² che impone alcuni obblighi di condotta ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, introduce uno specifico regime sanzionatorio e prevede una serie di regole in merito a: informazioni da rendere ai clienti (art. 19); test per la valutazione delle conoscenze (cosiddetto '*entry knowledge test*') e della capacità di sostenere perdite da parte dei potenziali investitori non sofisticati (art. 21)³; definizione di un periodo di riflessione precontrattuale (cosiddetto '*reflection period*') durante il quale il potenziale investitore non sofisticato può revocare la propria offerta di investire o la propria manifestazione di interesse per l'offerta di *crowdfunding* senza fornire alcuna motivazione e senza incorrere in alcuna penalità (art. 22); obbligo di fornire all'investitore il cosiddetto Key Investment Information Sheet – KIIS, ossia un documento standardizzato che illustra i

crowdfunding e all'ESMA. Successivamente il fornitore di servizi di *crowdfunding* può iniziare l'attività su base transfrontaliera.

- 2 La disciplina di riferimento è delineata anche nelle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione europea sulla base della delega indicata all'articolo 12, paragrafo 16, del Regolamento ECSP. Esercitando la richiamata delega, la Commissione europea ha adottato il Regolamento delegato (UE) 2022/2112 del 13 luglio 2022, che riporta, nel relativo Allegato, una descrizione dettagliata delle informazioni che l'istante deve fornire all'autorità competente nell'ambito dell'istruttoria per l'autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*. In applicazione delle diverse deleghe regolamentari disposte dal Regolamento ECSP, la Commissione europea, sulla base dei relativi progetti di norme tecniche di regolamentazione elaborati dall'ESMA, ha altresì adottato i seguenti atti delegati: i) Regolamento delegato (UE) 2022/1988, che estende il periodo transitorio per continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente alla disciplina nazionale; ii) Regolamento delegato (UE) 2022/2111, sugli obblighi in materia di conflitti di interesse a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; iii) Regolamento delegato (UE) 2022/2113, sullo scambio di informazioni tra autorità competenti concernenti l'attività di indagine e vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding*; iv) Regolamento delegato (UE) 2022/2114, riguardante il test d'ingresso di verifica delle conoscenze e la simulazione della capacità di sostenere perdite per i potenziali investitori non sofisticati in progetti di *crowdfunding*; v) Regolamento delegato (UE) 2022/2115, sul metodo di calcolo dei tassi di *default* dei prestiti offerti su una piattaforma di *crowdfunding*; vi) Regolamento delegato (UE) 2022/2116, sulle misure e le procedure del piano di continuità operativa dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; vii) Regolamento delegato (UE) 2022/2117, riguardante i requisiti, i formati standard e le procedure per il trattamento dei reclami; viii) Regolamento delegato (UE) 2022/2118, sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*, volto a specificare gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi; ix) Regolamento delegato (UE) 2022/2119, sulla scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento. A questi atti delegati si è aggiunto nel 2024 il Regolamento delegato (UE) 2024/358 in materia di punteggio di affidabilità creditizia dei progetti di *crowdfunding*.
- 3 Ai fini di tale valutazione i fornitori di servizi di *crowdfunding* chiedono ai potenziali investitori non sofisticati informazioni circa l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di *crowdfunding*. La disciplina prevede, inoltre, che quando l'investimento supera i mille euro (o il 5 % del patrimonio netto dell'investitore) il fornitore di servizi di *crowdfunding* provvede a che l'investitore: a) riceva un'avvertenza sui rischi; b) fornisca un consenso esplicito al fornitore di servizi di *crowdfunding*; e c) dimostri di comprendere l'investimento e i relativi rischi.

dettagli chiave dell'investimento (artt. 23 e 24); funzionamento della bacheca elettronica (art. 25); accesso alla documentazione (art. 26); comunicazioni di *marketing* (artt. 27 e 28).

Rispetto al previgente quadro definito dal Regolamento CONSOB, il Regolamento ECSP non richiede che, in sede di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale, il gestore verifichi – ai fini del perfezionamento dell'offerta – che una quota almeno pari al 5% degli strumenti offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative; nell'ambito del regolamento domestico tale previsione derivava dalla scelta di introdurre, a tutela degli investitori *retail*, un elemento di valore segnaletico della serietà e dell'affidabilità del progetto imprenditoriale.

Quanto ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, la normativa europea prevede regole stringenti in tema di conflitto di interessi e incentivi per i fornitori, tra cui il divieto di aderire alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma. La disciplina introduce, inoltre, requisiti prudenziali per i fornitori di servizi di *crowdfunding* e dispone che gli stessi predispongano piani di continuità operativa adeguati.

Per incrementare la trasparenza a beneficio del mercato, il Regolamento ECSP istituisce presso l'ESMA un Registro unico europeo dei fornitori di servizi di *crowdfunding* contenente, tra le altre informazioni, l'indicazione del servizio per il quale il fornitore è stato autorizzato, degli Stati membri in cui ha intenzione di operare e delle eventuali sanzioni irrogate al fornitore.

Quanto all'ambito di applicazione del nuovo regime europeo, l'articolo 1 del Regolamento ECSP dispone, al paragrafo 2, lettera a), che la relativa disciplina non si applichi a titolari di progetti che sono consumatori, ai sensi della Direttiva 2008/48/CE. Non vengono posti limiti particolari relativamente alle tipologie di persone fisiche o giuridiche – i cosiddetti 'titolari di progetti' – che possono reperire fondi attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, purché tali fondi vengano destinati a finanziare progetti imprenditoriali. Oggetto delle offerte di *crowdfunding* sono i prestiti, i valori mobiliari (azioni, obbligazioni) e altri 'strumenti ammessi' a fini di *crowdfunding*, emessi da titolari di progetti o società veicolo, ossia anche le azioni di società a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento⁴.

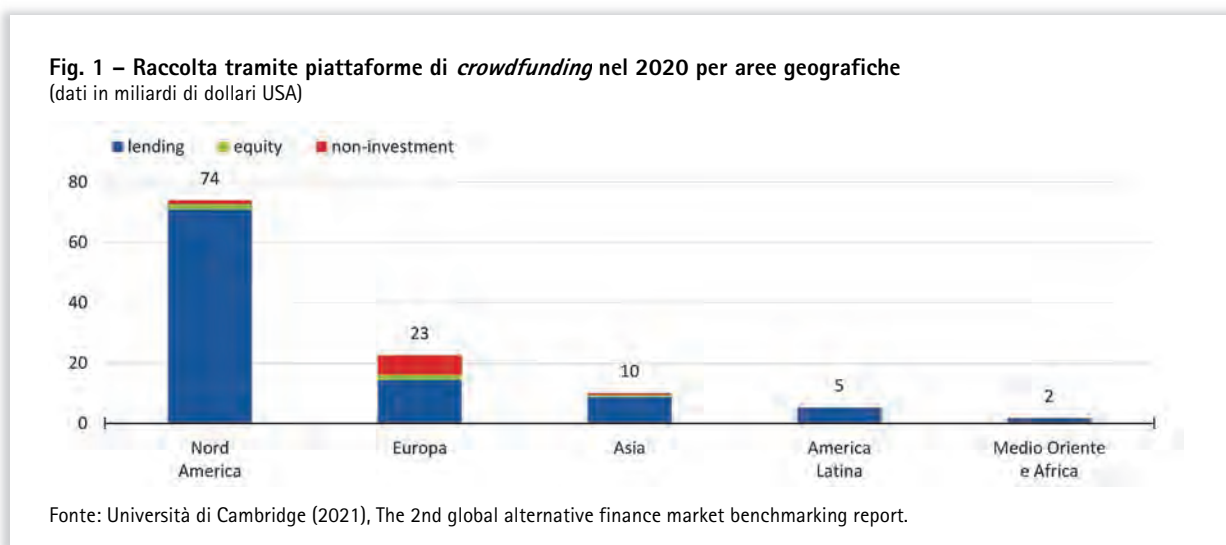
Il Regolamento ECSP non prevede limitazioni alla platea dei destinatari delle offerte presenti sul portale, ma consente ai gestori di indirizzare la propria offerta a specifiche categorie di investitori (sostanzialmente *versus non sofisticati*) e/o di riservare alcune offerte a una singola categoria di investitori specificamente individuata (ad esempio, consentendo l'adesione a progetti di *lending-based crowdfunding* ai soli investitori istituzionali).

4 L'art. 7 della legge 21/2024 (Legge Capitali) ha modificato gli artt. 2412 e 2468 del codice civile con riferimento ai previsti limiti all'emissione di obbligazioni per le Spa e l'emissione di titoli di debito per le srl, che non si applicano qualora i titoli siano destinati a investitori professionali ai sensi delle leggi speciali, qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione. L'art. 3 della Legge Capitali prevede, inoltre, la dematerializzazione delle quote delle piccole e medie imprese, che possono essere emesse in forma dematerializzata ai sensi dell'art. 83-bis del Tuf.

Come anticipato, il Regolamento ECSP è divenuto applicabile dal 10 novembre 2021. Tuttavia, in considerazione del periodo transitorio previsto, i gestori già autorizzati ai sensi di una disciplina nazionale hanno potuto continuare a operare sul proprio territorio nazionale fino alla data del 10 novembre 2022 o fino alla data, se anteriore, di rilascio dell'autorizzazione ai sensi del Regolamento ECSP. Tale proroga è stata successivamente estesa per un ulteriore anno. Pertanto, a partire dall'11 novembre 2023, hanno potuto continuare a svolgere la propria attività soltanto gli operatori che hanno chiesto e ottenuto, entro detta data, l'autorizzazione ai sensi del Regolamento ECSP.

2 Il fenomeno del *crowdfunding* a livello internazionale e domestico

Le statistiche circa la diffusione del *crowdfunding* al livello globale sono limitate. In base all'ultimo rapporto disponibile dell'Università di Cambridge (2021), nel 2020 i fondi raccolti tramite portali *online* hanno sfiorato 74 miliardi di dollari in Stati Uniti e Canada e 23 miliardi in Europa (di cui quasi 13 miliardi riferibili al Regno Unito). Il modello dominante risulta quello basato sulla raccolta sotto forma di debito (*lending-based*), mentre la raccolta tramite capitale di rischio (*equity-based*) rappresenta il 2,5%, 5% e 11%, rispettivamente in Nord America, Regno Unito e resto d'Europa (Fig. 1).



Tali dati si riferiscono a tutte le forme di raccolta tramite portali *online* e includono pertanto anche attività quali il *peer-to-peer lending* o l'*invoice trading* che non rientrano nell'ambito del *crowdfunding* così come definito dal Regolamento ECSP e nel presente lavoro. Nella tavola successiva si riportano i dettagli della raccolta del 2020 distinti per tipologia (Tab. 1).

Tab. 1 – Raccolta globale tramite *crowdfunding* nel 2020 per tipologia
(dati in milioni di dollari USA)

	<i>crowdfunding equity-based</i>	<i>crowdfunding lending-based</i>				
		<i>business/consumer lending</i>	<i>P2P lending</i>	<i>debt securities</i>	<i>minibond</i>	<i>altro</i>
Nord America	1.827	33.867	36.767	142	0	67
Europa	1.784	1.527	10.245	202	44	2.536
Asia	737	3.399	4.562	2	0	604
America Latina	37	3.696	300	14	0	1.158
Medio Oriente e Africa	20	364	1.314	24	0	21

Fonte: Università di Cambridge (2021), The 2nd global alternative finance market benchmarking report. I modelli *equity-based* includono il *real estate crowdfunding* realizzato distribuendo sia quote societarie sia debito subordinato. I modelli *business* e *consumer lending* includono i prestiti assistiti da garanzie su immobili. La voce 'altro' include forme di finanziamento quali l'anticipo su fatture (*invoice trading*) e alcune forme di credito per l'acquisto di beni di consumo. I dati non includono le forme di *non-investment crowdfunding*.

Con riferimento al contesto nazionale, al 30 giugno 2023 i gestori di portali per la raccolta di capitali *online* iscritti nel Registro tenuto dalla CONSOB erano 48, tre in meno rispetto alla stessa data dell'anno precedente⁵. Tutti i portali risultavano iscritti nella sezione ordinaria del Registro mentre nessuno risultava iscritto nella sezione speciale dedicata alle banche e alle imprese di investimento.

Per quanto riguarda il *lending*, secondo il Politecnico di Milano (2023), alla data del 30 giugno 2023 risultavano attive in Italia quattro piattaforme destinate a finanziare persone fisiche (*consumer*, due in meno rispetto all'anno precedente), dieci destinate a finanziare imprese (*business*, dato invariato rispetto all'anno precedente) e 17 specializzate nel *real estate*.

Al 31 marzo 2024 i portali di *crowdfunding* italiani iscritti nel Registro tenuto dall'ESMA erano 25 (su un totale di 181) di cui 14 autorizzati all'*investment-based*, sette al *lending-based* e quattro a entrambi i servizi.

Quanto alle dinamiche di mercato, sempre secondo il Politecnico di Milano (2023), nel periodo luglio 2022–luglio 2023, il *crowdinvesting* in Italia ha visto una contrazione rispetto ai 12 mesi precedenti, con un ammontare di fondi raccolti pari a circa 344 milioni di euro (-20%)⁶. L'ammontare complessivamente raccolto dal 2020 risulta pertanto pari a 1,24 miliardi di euro (Tab. 2).

5 Al 10 novembre 2023 i gestori di portali di *equity crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del Registro CONSOB erano 47.

6 Escludendo il dato sulla raccolta presso istituzionali, non effettuata tramite internet e pertanto esclusa dalla rilevazione riferita all'ultimo periodo, il calo si attesterebbe all'1%.

Tab. 2 – Raccolta di capitali su portali di *crowdfunding* italiani
(dati in milioni di euro)

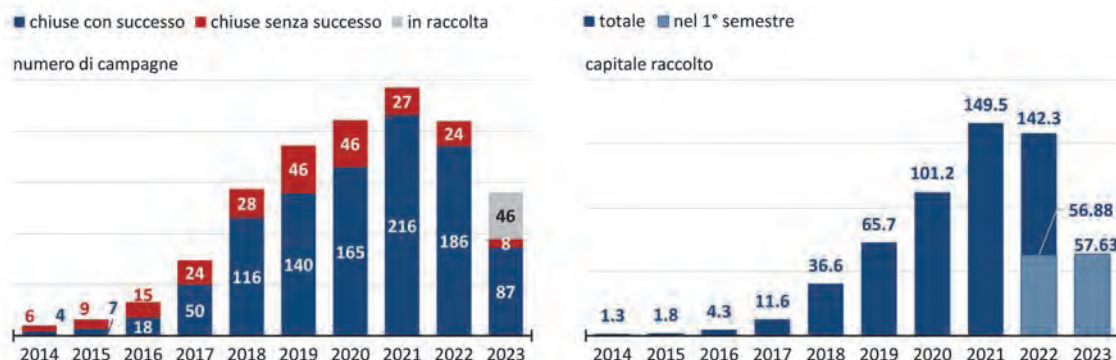
	tipologia di portale	raccolta		raccolta complessiva dal 2020
		(luglio 2021–giugno 2022)	(luglio 2022–giugno 2023)	
Portali <i>online</i> per la raccolta di capitale				
collocamento di quote di capitale di rischio	non immobiliare	97,79	86,64	<i>398,37</i>
	immobiliare	44,10	56,42	<i>173,31</i>
collocamento di <i>minibond</i>	tutti	37,63	20,82	<i>89,93</i>
Portali <i>online</i> di <i>social lending</i>				
finanziamento di persone fisiche	tutti	65,49	24,76	<i>213,58</i>
finanziamento di imprese	non immobiliare	102,44	39,96	<i>93,17</i>
	immobiliare	83,15	115,79	<i>267,60</i>
Totale piattaforme di crowdfunding		430,60	343,99	1.235,96

Fonte: Politecnico di Milano (2023), Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, '8° Report italiano sul CrowdInvesting', luglio 2023.

Nel dettaglio, per l'*equity crowdfunding* la raccolta annuale è stata pari, complessivamente, a 143 milioni di euro nell'ambito di 207 campagne di cui 86,6 milioni riferibili a progetti non immobiliari (in calo) e 56,4 milioni a quelli immobiliari (in crescita). Anche la raccolta tramite collocamento di *minibond* sui portali è risultata in netta diminuzione a 20,8 milioni di euro (-45%) nell'ambito di 23 campagne. Un andamento positivo si è registrato, invece, nel settore del *lending crowdfunding* immobiliare con una raccolta di quasi 116 milioni da imprese (+40%).

Con riferimento al solo *equity crowdfunding*, in base ai dati raccolti dal Politecnico di Milano (2023), le campagne condotte dal 2014 al 30 giugno 2023 su portali italiani sono state 1.268, di cui l'80% circa concluse con successo. I fondi complessivamente raccolti nell'ambito di tali campagne sono stati pari a poco meno di 572 milioni di euro (Fig. 2).

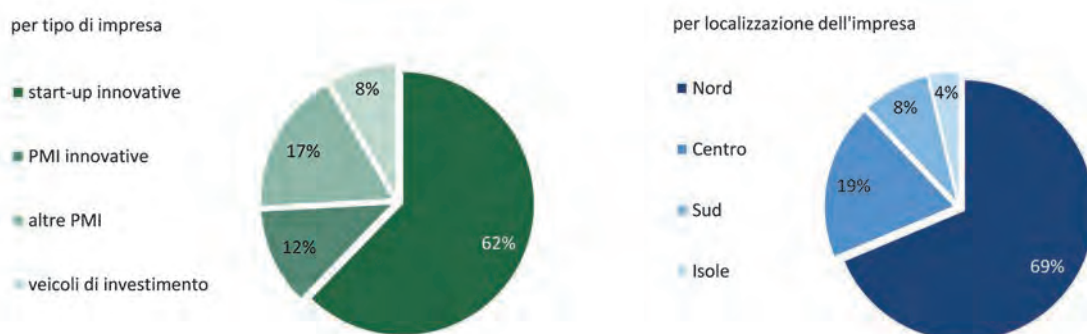
Fig. 2 – Principali dati sulle campagne di *equity crowdfunding* condotte su portali italiani
(ammontare monetario in milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano (2023), Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, '8° Report italiano sul CrowdInvesting', luglio 2023.

Le imprese che hanno lanciato tali campagne sono state 1.110 di cui il 62% *start-up* innovative, il 18% PMI e il 12% PMI innovative. Quanto alla distribuzione geografica, la stragrande maggioranza delle imprese è localizzata nel Nord Italia (69%; Fig. 3).

Fig. 3 – Distribuzione delle campagne di *equity crowdfunding* condotte su portali italiani
(quota sul totale di 1.110 imprese)

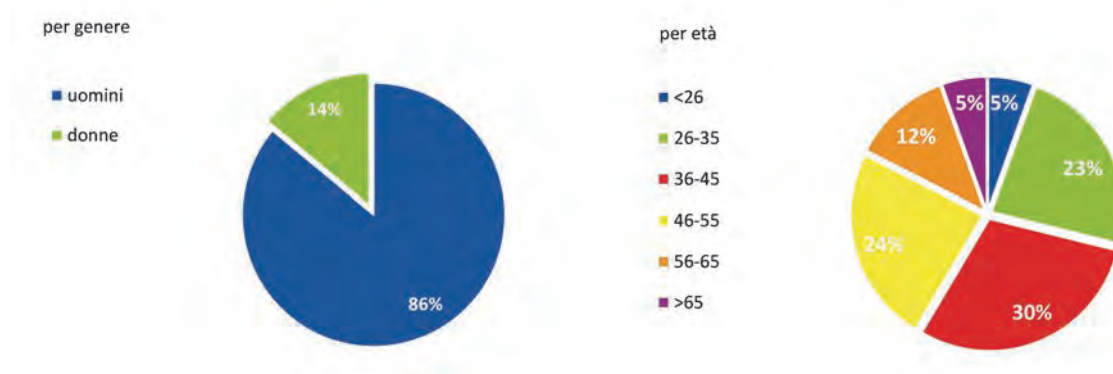


Fonte: Politecnico di Milano (2023), Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, '8° Report italiano sul CrowdInvesting', luglio 2023.

Gli investitori persone fisiche che hanno aderito a campagne di *equity crowdfunding* sono per l'86% di sesso maschile e distribuiti per il 30% nella fascia d'età dai 36 ai 45 anni, per il 24% nella fascia dai 46 ai 55 anni e il 23% nella fascia dai 26 ai 35 anni (Fig. 4).

Fig. 4 – Distribuzione degli investitori che hanno aderito a campagne di *equity crowdfunding* condotte su portali italiani

(quota su totale per 774 campagne)



Fonte: Politecnico di Milano (2023), Osservatori Entrepreneurship Finance Et Innovation, '8° Report italiano sul CrowdInvesting', luglio 2023.

PARTE SECONDA

Un'indagine qualitativa sul *crowdfunding* in Italia

1 Introduzione

Nell'ambito di applicazione del Regolamento ECSP sono inclusi sia il *crowdfunding* basato sul prestito (cosiddetto *lending-based crowdfunding*) sia quello basato sull'investimento (cosiddetto *investment-based crowdfunding*). Come accennato nella prima parte del lavoro, nei modelli di *lending-based crowdfunding*, i fondi sono concessi sotto forma di prestito e il ritorno per l'investitore è rappresentato dal tasso d'interesse sull'ammontare del prestito; nel caso, invece, dell'*investment-based* l'investimento avviene attraverso l'acquisizione di quote del capitale dell'azienda richiedente fondi e l'investitore diventa azionista/quotista dell'impresa⁷.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di approfondire il fenomeno del *crowdfunding* in Italia sia dal punto di vista delle imprese e degli investitori che si sono già avvicinati a questa realtà sia dal punto di vista di coloro, imprese o investitori, che ancora non hanno sperimentato tale opportunità, al fine di verificare se sussistano differenze tra i due gruppi o fattori che tendono a incentivare o scoraggiare il ricorso a questo canale di finanziamento/investimento. L'analisi è corredata, inoltre, da una ricognizione, condotta presso un campione rappresentativo di gestori di portali per la raccolta di capitali *online* iscritti nel Registro tenuto dalla CONSOB ai sensi del previgente regime nazionale. Tale ricognizione ha raccolto evidenze circa le caratteristiche degli investitori attivi sui portali, il processo di selezione delle campagne adottato da ciascun portale nonché le opinioni dei gestori sulle prospettive future del settore alla luce del mutato quadro regolamentare e dei cambiamenti del contesto di riferimento.

La presente parte del Quaderno si articola come segue: la seconda sezione passa in rassegna i principali studi in materia di *crowdfunding*; la terza sezione presenta la metodologia alla base dell'indagine qualitativa, gli strumenti di *survey* e il campione dei soggetti coinvolti; le sezioni dalla quarta alla settima illustrano le principali evidenze raccolte riferite rispettivamente a imprese, investitori istituzionali e professionali, investitori *retail* e gestori; l'ottava sezione conclude.

2 Evidenze da studi e ricerche

La letteratura economica in materia di *crowdfunding* è molto ampia e ha visto una crescita significativa negli ultimi anni. Si stima che dal 2012 al 2017 il numero di pubblicazioni scientifiche riguardanti l'*equity crowdfunding* sia aumentato del 620% (Mochkabad Khoramchahi, 2020). Il fenomeno coinvolge diversi soggetti e si presta a essere analizzato da molteplici punti di vista. Le metodologie di analisi sono spesso di tipo quantitativo, sebbene negli ultimi anni diversi studi abbiano indagato il fenomeno tramite l'utilizzo di tecniche di indagine di tipo qualitativo, utilizzando interviste, *focus group* e sondaggi, rivolti ai principali portatori di interessi, come gli imprenditori, gli

7 Il Regolamento non si applica, invece, ai modelli di *crowdfunding reward-based*, nei quali la finalità delle campagne è quella di finanziare un progetto o prodotto ma il ritorno per chi concede i fondi è una ricompensa non monetaria, e a quelli *donation-based*, nei quali il finanziamento non ha scopo di lucro e riguarda tipicamente progetti no-profit, culturali e artistici.

investitori e i gestori di portali *online* (Moritz e Block, 2015; D'Amato, 2016; Bergman et al. 2016; Gerber e Hui, 2017; Angerer, 2017; Brown, 2017; Löher, 2017; Bernardino e Santos, 2020).

Un primo filone di ricerca approfondisce le motivazioni che guidano gli investitori a fornire capitali alle imprese tramite questo canale nonché gli elementi alla base della scelta di aderire alla campagna di *crowdfunding* di una specifica società.

Tra i vari studi, Johan e Zhang (2021) mostrano che le preferenze degli investitori in *equity crowdfunding* variano molto a seconda del settore di attività della società che svolge la campagna di raccolta. Secondo Kleinert et al. (2020), l'esistenza di finanziamenti pregressi certifica la qualità dell'impresa e riduce le asimmetrie informative tra imprenditori e investitori. In particolare, la presenza di investitori professionali sarebbe in grado di attrarre la 'folla' di investitori poiché segnaletica di un *business* promettente.

Alle medesime conclusioni giunge Vismara (2018), sostenendo che i contributi giunti alla campagna nei primi giorni di offerta sono fondamentali per attirare altri investitori e, quindi, aumentarne la probabilità di successo, e che gli investitori professionali svolgono un ruolo cruciale nell'attrarre altri investitori nella fase iniziale della campagna. In linea con questa argomentazione, un'impresa che ha ottenuto finanziamenti nella sua fase di sviluppo iniziale, sotto forma di capitale di rischio o di *business angel*, prima della campagna di *crowdfunding*, fornisce un segnale positivo agli investitori (Barbi and Mattioli, 2019; Kleinert et al., 2020; Ralcheva and Roosenboom, 2020; Shafi, 2021).

Bretschneider e Leimeister (2017) individuano invece altre motivazioni alla base della decisione di finanziare un progetto tramite *crowdfunding*, tra cui la prospettiva di un premio, l'aspettativa di riconoscimento da parte degli altri o il ritorno di immagine personale. Alcuni investitori sarebbero mossi anche da motivazioni di tipo 'emozionale' in quanto sviluppano sentimenti di simpatia per una certa impresa o progetto.

Anche Rodriguez-Ricardo et al. (2018) si interrogano sulle caratteristiche personali e sui comportamenti sociali dei partecipanti a progetti di *crowdfunding*: analizzando un panel di 244 individui maggiorenni, identificati come potenziali investitori e sottoposti a un questionario, gli autori mostrano che i fattori che hanno un effetto positivo sull'intenzione di partecipare a questo tipo di progetti sono il senso di identificazione sociale in una comunità (quella del *crowdfunding*) e l'attitudine individuale all'innovazione. A sua volta, l'identificazione sociale è influenzata positivamente dall'attitudine all'altruismo e alle relazioni interpersonali.

Lukkarinen et al. (2019), utilizzando dati di *survey* su quasi 1.000 investitori in campagne di *crowdfunding*, evidenziano che le motivazioni alla base dell'investimento sono molteplici e che gli investitori in *crowdfunding* possano essere classificati in tre grandi gruppi: investitori *donation-oriented*, mossi dal desiderio di partecipare all'idea o al progetto imprenditoriale proposto, investitori 'puri' mossi in maniera prevalente da considerazioni connesse al ritorno economico dell'investimento e investitori *return-oriented* che rappresentano una categoria di mezzo.

Tra gli studi in ambito italiano, da segnalare quello di D'Amato (2016), il quale riporta i risultati di una ricerca condotta tramite questionario, finalizzata a raccogliere dati riguardanti il rapporto tra gli italiani e la pratica del *crowdfunding*: il grado di conoscenza e partecipazione alle campagne di *crowdfunding*, il significato e le funzioni a esso attribuite, le aspettative e le motivazioni legate alla partecipazione, con approfondimenti specifici in merito al finanziamento di progetti creativi e culturali. I risultati mostrano che gli individui potenzialmente più interessati a questa forma di investimento sono prevalentemente giovani e con un elevato grado di istruzione. Lo studio, inoltre, evidenzia l'importanza della fiducia nel soggetto che raccoglie risorse tramite *crowdfunding* nonché della tipologia di progetti proposti.

Quanto alle caratteristiche demografiche degli investitori, Kang et al. (2016), utilizzando un database unico di intervistati provenienti da Germania, Spagna e Polonia, mostrano che il profilo principale di un investitore in *crowdfunding* è un giovane di sesso maschile e di elevata istruzione. Sulla base dell'analisi di regressione di 31 campagne della piattaforma svedese FundedByMe®, Mohammadi e Shafi (2018) trovano evidenze che gli investitori di sesso femminile sono più avversi al rischio e investono meno frequentemente in iniziative promosse da giovani imprenditori e ad alta tecnologia rispetto a quelli di sesso maschile. Inoltre, gli autori mostrano che le donne privilegiano le iniziative con un'alta percentuale di investitori maschi.

Con riferimento agli studi che indagano le motivazioni alla base della scelta di finanziarsi tramite *crowdfunding*, uno dei paper più citati in letteratura è quello di Junge et al. (2022) che, attraverso un'indagine qualitativa, mostra come gli imprenditori che si impegnano in campagne di *crowdfunding* siano guidati da tre obiettivi distinti, ossia raccogliere capitali, convalidare un'idea imprenditoriale e accrescere la visibilità del marchio. Queste due ultime motivazioni sono particolarmente rilevanti nella scelta del ricorso al *crowdfunding* basato sulla ricompensa (ossia *reward-based crowdfunding*).

Belleflamme et al. (2014) costruiscono un modello teorico per identificare le condizioni in cui gli imprenditori preferiscono l'*equity crowdfunding* al *reward-based*. I risultati suggeriscono che gli imprenditori tendono a scegliere il primo strumento se la quantità di capitale da raccogliere è più consistente.

Gerber e Hui (2017), con uno studio qualitativo su più piattaforme di *crowdfunding* basato su 83 interviste, mostrano da un lato che le motivazioni dei creatori dei progetti sono riconducibili al desiderio di raccogliere fondi, di espandere la consapevolezza del lavoro, di connettersi con gli altri, di ottenere l'approvazione sociale, di mantenere il controllo e, dall'altro, che le motivazioni dei sostenitori sono riconducibili al desiderio di ottenere un ritorno monetario, di aiutare gli altri, di sostenere le varie cause e di essere parte di una comunità. Il medesimo studio mostra, inoltre, che i principali deterrenti alla partecipazione al *crowdfunding* sono rappresentati dalla paura del fallimento per gli imprenditori e dalla mancanza di fiducia per i finanziatori.

Bernardino e Santos (2020), con lo scopo di fornire una comprensione più profonda del *crowdfunding* tra i giovani potenziali imprenditori portoghesi, hanno somministrato un sondaggio *online* agli studenti dell'Istituto Politecnico di Oporto,

interrogandoli sulle conoscenze possedute riguardo al *crowdfunding* e sui vantaggi e le barriere che possono aumentare o ridurre le possibilità di finanziamento per l'avvio di una nuova impresa. I risultati mostrano che i potenziali giovani imprenditori hanno una conoscenza moderata del fenomeno e, di conseguenza, non sono in grado di esplorare tutti i modelli di business disponibili, in particolare i modelli relativi agli investimenti (*lending* ed *equity crowdfunding*).

La letteratura sull'*equity crowdfunding* che si concentra sui fattori che determinano il successo delle campagne è piuttosto ampia. Mazzocchini e Lucarelli (2022), passando in rassegna 32 lavori di ricerca pubblicati sull'argomento tra il 2015 e il 2022, evidenziano come tale successo sia legato a fattori interni ed esterni all'azienda. Tra i fattori interni rientrano i segnali trasmessi dagli imprenditori sotto forma di informazioni *hard* (quali le caratteristiche dell'impresa e del business, le informazioni di tipo finanziario e quelle inerenti allo specifico progetto da finanziare) e *soft* (ossia informazioni circa il capitale intellettuale, umano e sociale o l'estensione della rete di contatti dell'azienda sui social media). Tra i fattori esterni rientrano, invece, le caratteristiche degli investitori che aderiscono alla campagna o l'operato del gestore della piattaforma che ospita la campagna, fondamentale nel creare fiducia tra imprenditori e investitori consentendo di attenuare le asimmetrie informative.

Ahlers et al. (2015) indicano che un elevato grado di autofinanziamento e il fornire informazioni più dettagliate sui fattori di rischio del progetto o dell'impresa, possono essere interpretati dagli investitori come segnali di qualità che aumentano significativamente le probabilità di successo della campagna, mentre i fattori sociali (quali ad esempio l'ampiezza della rete di contatti) e quelli di proprietà intellettuale (ad esempio la presenza di brevetti) sembrano non avere un effetto significativo.

Moritz e Block (2015) indagano sul ruolo della comunicazione con gli investitori nell'*equity-based crowdfunding*. Lo studio, di taglio qualitativo, si basa su interviste semi-strutturate con 23 partecipanti al mercato dell'*equity crowdfunding*: 12 investitori, sei nuove imprese e cinque terze parti (principalmente operatori di piattaforme). I risultati indicano che l'impressione generale sull'impresa da finanziare – in particolare la simpatia percepita, l'apertura e l'affidabilità – è importante per ridurre le asimmetrie informative percepite dagli investitori nel *crowdfunding* azionario. Lo studio evidenzia l'importanza della comunicazione 'pseudo-personale' nel ridurre le asimmetrie informative percepite dagli investitori. Tale comunicazione, realizzata su internet tramite l'utilizzo di video e di canali social in sostituzione di quella personale (troppo onerosa in presenza di una elevata numerosità di investitori), può essere apprezzata dagli investitori andando a rinforzare le motivazioni alla base dell'investimento. Anche le comunicazioni effettuate da terzi soggetti (ad esempio altri investitori, investitori professionali ed esperti e altri *stakeholder* esterni) influenzano il processo decisionale degli investitori e sono particolarmente apprezzate come segnali di qualità dell'impresa. Su questo punto, la letteratura è concorde: pubblicare aggiornamenti, post o video sui social, alimentare il dialogo con gli investitori attraverso discussioni e commenti, aiuta ad accrescere la popolarità del progetto, influenzando positivamente la campagna (Song, Y. e van Boeschoten. R. 2015; Piva e Rossi-Lamastra 2018; Lukkarinen et al., 2019; De Crescenzo et al., 2020; Kleinert e Volkmann, 2020).

Vismara (2018) mostra, inoltre, che un'ampia base di investimenti già raccolti in una fase iniziale può trasmettere credibilità e dare fiducia ai potenziali investitori: decisiva è quindi la presenza di una rete sviluppata di rapporti fin dalle fasi preliminari della campagna.

Sempre con riferimento alle probabilità di successo di una campagna, diversi studi si concentrano sull'*equity retention*, ossia sulla quota di capitale sottoscritta dall'imprenditore nelle campagne di *equity crowdfunding*. Tale elemento sarebbe indicativo del coinvolgimento dell'imprenditore nel progetto (cosiddetto *skin-in-the-game*) e pertanto della fiducia che esso stesso ripone nel buon esito dell'idea proposta. Molti studi infatti dimostrano empiricamente che la percentuale azionaria offerta dagli imprenditori è negativamente associata al successo nell'*equity crowdfunding* (Ahlers et al., 2015, Vismara, 2016, Shafi, 2019, Ralcheva e Roosenboom, 2020 e Battaglia et al., 2022). Ai medesimi risultati giungono anche Löher et al. (2018). Gli investitori sembrerebbero quindi guardare con favore al maggiore impegno assunto dagli imprenditori nel guidare personalmente la società una volta raccolti i fondi e sono avversi a una partecipazione azionaria dispersiva e frazionata. Al proposito anche Cumming et al. (2019) evidenziano come le imprese familiari abbiano una maggiore probabilità di successo poiché l'impegno dell'imprenditore verso l'azienda viene percepito dagli investitori come maggiormente orientato al lungo periodo.

Anche la composizione manageriale di un'impresa è un fattore che può influenzare la volontà di investire e quindi l'esito di una campagna. Molti studi hanno individuato un impatto positivo della dimensione del *management* (numero di imprenditori o componenti del consiglio di amministrazione) sulla probabilità di successo di un'operazione di *crowdfinancing*, poiché gruppi manageriali più numerosi sarebbero percepiti dagli investitori come più capaci di valutare una strategia aziendale, comprenderne i rischi e adottare le soluzioni più adeguate (Vismara, 2016; Barbi e Mattioli, 2019; De Crescenzo et al., 2020; Ralcheva e Roosenboom, 2020).

Per quanto riguarda i segnali provenienti dal capitale umano (ossia dal gruppo manageriale), Piva e Rossi-Lamastra (2018) confermano l'influenza della formazione e delle esperienze degli imprenditori sul successo della campagna. Sulla base di 129 campagne elencate sulla piattaforma italiana SiamoSoci®, gli autori illustrano l'impatto sull'esito della campagna della formazione aziendale di un imprenditore (certificato, ad esempio, dal possesso di titoli di studio nelle aree di *management* ed economia) e delle precedenti esperienze imprenditoriali. In particolare, la formazione di tipo aziendale sembra avere un effetto significativo, mentre altri tipi di formazione risultano irrilevanti. Molti altri autori hanno individuato una relazione positiva tra la formazione del *management*, desumibile dal possesso di titoli di studio, e il successo di una campagna (Shafi, 2019; Barbi e Mattioli, 2019, Nitani et al., 2019; Kleinert et al., 2020).

Conducendo nove interviste con *start-up* e piattaforme tedesche, Angerer et al. (2017) confermano l'importanza della qualità del *management* nonché di una strategia di comunicazione attiva come *driver* per il successo della campagna. Anche Barbi e Mattioli (2019), analizzando un campione di 521 società finanziate tra il 2011 e settembre 2017 sulla piattaforma Crowdcube®, dimostrano che l'istruzione, l'esperienza professionale e, in misura minore, il genere della dirigenza influiscono

fortemente sul capitale totale raccolto e sul numero di investitori che sostengono l'iniziativa. Altri attributi del capitale umano (come, ad esempio, esperienze di volontariato) sembrano essere invece inefficaci.

Con specifico riferimento alla composizione di genere del *management*, la letteratura non giunge a risultati univoci. Per Vismara (2016) le donne non differiscono dagli uomini in quanto a capacità di attrarre investitori, ma generalmente l'ammontare di capitale raccolto risulta inferiore. Anche Piva e Rossi-Lamastra (2018) giungono a un risultato analogo (ma non significativo). Al contrario, Barbi e Mattioli (2019) e De Crescenzo et al. (2020) individuano un impatto positivo della presenza femminile nel *management* della società sulle campagne di *fundraising*: nello studio dei primi, le donne hanno un effetto positivo sul numero di investitori, ma non sull'ammontare; in quello dei secondi, il ruolo femminile è ancora più evidente, in quanto non solo la presenza di donne risulta generalmente apprezzata, ma l'assenza delle stesse dal *management* sembrerebbe avere un impatto significativo sul fallimento della campagna.

Nel processo di *crowdfunding* un ruolo cruciale è svolto dal gestore del portale nel collegare prestatori e prenditori di fondi (Belleflemme et al., 2015). Löher (2017), attraverso 21 interviste semi-strutturate, condotte su nove gestori di portali tedeschi, delinea le fasi principali delle campagne di *crowdfunding*: preselezione, in cui il gestore effettua una selezione molto restrittiva dei progetti più promettenti; costruzione, in cui i gestori forniscono supporto legale e tecnico per l'adeguamento del progetto alle varie normative esistenti e per la redazione dei contratti; comunicazione, in cui i gestori aiutano le imprese a comunicare efficacemente con la 'folla' di investitori (per ridurre le asimmetrie informative). Lo studio evidenzia la delicatezza di tali fasi che, se condotte nel modo errato, possono determinare perdite reputazionali per i gestori e carenze di investimenti per le imprese.

Con riferimento all'utilità dello strumento del *crowdfunding* per il finanziamento di imprese o progetti con caratteristiche di sostenibilità, il lavoro di Bergman et al. (2021) presenta i risultati di tre sondaggi condotti *online* nella seconda metà del 2015 a livello europeo (e in diverse lingue) relativi alle percezioni sul *crowdfunding* nel settore delle energie rinnovabili. I sondaggi, incentrati sulle percezioni del pubblico circa lo stato attuale e le prospettive future del settore, esaminano i punti di vista delle piattaforme di *crowdfunding* e degli sviluppatori di progetti di energia rinnovabile. I gestori dei portali lamentano uno scarso coinvolgimento degli imprenditori in questa tipologia di progetti che, nonostante il potenziale elevato, sono spesso caratterizzati da grande incertezza in termini di ritorno finanziario, circostanza che può scoraggiare l'iniziativa imprenditoriale. Gli sviluppatori, invece, pur manifestando l'intenzione di ripetere iniziative di *crowdfunding* dopo aver osservato il successo di precedenti campagne, sottolineano alcuni punti deboli del *crowdfunding* nel settore delle energie rinnovabili tra i quali, ad esempio, costi elevati, mancanza di cultura finanziaria da parte degli investitori e scarsi incentivi per gli imprenditori. Al riguardo, Vismara (2019) sostiene che la presenza di obiettivi di sostenibilità ambientale nei progetti di *crowdfunding* riesce ad attrarre i piccoli investitori, mentre non è incentivante per gli investitori professionali, più orientati verso logiche di profitto, mentre Hornuf et al. (2022) mostrano che investitori più sensibili a tematiche di sostenibilità tendono a investire in

crowdfunding somme maggiori e ad aderire a più campagne. Lo studio conferma, inoltre, i risultati di Lukkarinen et al. (2019) circa l'importanza di motivazioni non prettamente finanziarie nell'investimento in *crowdfunding*.

Anche Manganiello e Dragulanescu (2021), attraverso un'analisi empirica basata sui dati di oltre 400 campagne di *equity crowdfunding* condotte su piattaforme italiane nel periodo gennaio 2016 – giugno 2020, di cui oltre 200 si descrivono come di tipo 'green' e quindi connesse ad attività orientate alla sostenibilità ambientale, mostrano che quest'ultima tipologia di campagna ha maggiori probabilità di raggiungere il target di raccolta previsto. Lo studio evidenzia, inoltre, come tale risultato appaia più marcato per le campagne condotte dopo l'inizio della pandemia, confermando che tale evento ha determinato un accrescimento della consapevolezza degli individui circa l'importanza delle tematiche di sostenibilità.

Dall'analisi della letteratura in materia di *crowdfunding* emerge chiaramente quanto sia complesso e articolato l'ecosistema che ruota attorno a questa forma innovativa di finanziamento e quanto possano essere numerose le leve che muovono i diversi portatori di interessi che si trovano a interagire tra loro in questo settore. Per tale motivo l'indagine qualitativa esposta nelle successive sezioni ha previsto il ricorso a strumenti di analisi differenziati a seconda della tipologia di soggetti considerati nello studio.

3 La metodologia e il campione

Come accennato in precedenza, lo studio si propone di approfondire il fenomeno del *crowdfunding* in Italia andando a indagare i punti di vista di tutti i soggetti che, a vario titolo, sono stati o potrebbero esserne coinvolti. Alla luce dell'ampiezza e dell'eterogeneità degli obiettivi conoscitivi dell'indagine, il ricorso a tecniche di analisi qualitative, che affiancano a strumenti di *survey* anche interviste in profondità e *focus groups*, appare idoneo a individuare i fattori economici, sociali e culturali che possono incidere sulla propensione delle imprese a far ricorso a tale canale di finanziamento, da un lato, e sull'attitudine degli investitori a impiegare i propri risparmi in una opzione di investimento, dall'altro (per approfondimenti sull'approccio metodologico si vedano, tra gli altri: Caratelli et al., 2019; Curry et al., 2009; Dawson et al., 1993; Krueger, 1994; Oprandi, 2000; van Bavel et al., 2015 e 2018; Veltri et al., 2014). Il presente studio è stato pertanto sviluppato seguendo le linee metodologiche di seguito illustrate.

A novembre 2022 la CONSOB ha invitato 11 gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del Registro a rispondere a un questionario teso a raccogliere evidenze circa le caratteristiche degli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*, i processi di selezione delle campagne e le opinioni dei gestori sulle prospettive del settore anche alla luce delle innovazioni del quadro regolamentare di riferimento. Le risposte sono pervenute a fine 2022 (le evidenze sono illustrate nel paragrafo 7).

Tra dicembre 2022 e gennaio 2023, la CONSOB ha, inoltre, realizzato un'ampia indagine qualitativa che ha coinvolto diversi soggetti realizzata attraverso:

- quattro interviste in profondità a imprese che hanno già fatto ricorso all'*equity crowdfunding*, selezionate tra quelle segnalate dai gestori di piattaforme;
- quattro interviste in profondità a imprese che non hanno mai fatto ricorso al *crowdfunding*, selezionate da una società terza specializzata nel *recruitment*;
- cinque interviste con investitori istituzionali e una intervista con un investitore professionale già clienti delle piattaforme di *crowdfunding* coinvolte nella *survey* sui gestori;
- otto investitori *retail* che hanno aderito a campagne di *crowdfunding* (primo *focus group*) selezionati tra quelli segnalati dai gestori di piattaforme;
- sei investitori *retail* che non hanno mai aderito a campagne di *crowdfunding* (secondo *focus group*) ingaggiati dalla citata società terza.

Le imprese appartenenti a entrambi i suddetti segmenti sono state selezionate in modo da garantire un'adeguata copertura geografica e settoriale; analogamente gli investitori al dettaglio appartenenti ai segmenti sopra richiamati sono stati selezionati in modo da garantire un'adeguata stratificazione per genere e area di residenza.

Tutti i soggetti coinvolti nelle interviste in profondità e nei *focus group* sono stati incentivati con un buono omaggio spendibile *online*⁸.

Interviste e *focus group* sono stati condotti sulla base di questionari semi-strutturati, le cosiddette *question-line* o *discussion guide* (si veda l'Appendice), elaborati tenendo conto delle indicazioni della letteratura (si veda il precedente paragrafo) e dell'esperienza maturata nelle precedenti indagini qualitative condotte seguendo il medesimo approccio metodologico (Caratelli et al., 2019). Al fine di sollecitare i partecipanti a comunicare idee, opinioni, esperienze e valutazioni, secondo il cosiddetto *think aloud task* (van Bavel e Dessart, 2018), oltre a *question-lines* e *discussion guides*, gli intervistatori hanno utilizzato talune schede informative riportate in Appendice.

Come accennato in precedenza, gli obiettivi conoscitivi dell'indagine sono ampi e in parte diversificati sulla base delle specificità di ciascun segmento del campione.

Nello specifico, le interviste rivolte a entrambe le categorie di imprese (della durata di circa 45 minuti) sono state dirette a valutare quanto il *crowdfunding* sia conosciuto dalle imprese nonché a individuare i fattori che possono incentivare o disincentivare il ricorso a tale forma di finanziamento anche in funzione di talune caratteristiche dell'imprenditore/*founder* (quali, ad esempio, l'esperienza e il titolo di studio), nonché delle caratteristiche dell'impresa (quali la fase del ciclo di vita aziendale, il settore, la dimensione e la struttura). Le interviste rivolte alle imprese che già hanno fatto ricorso al *crowdfunding* hanno rilevato anche le scelte compiute in merito a:

8 Sull'utilizzo degli incentivi a sostegno della validità dell'impianto della ricerca si veda, tra gli altri, van Bavel et al., 2015.

selezione del portale, numero e tipologie di campagne lanciate, obiettivi perseguiti, livello e motivazioni della soddisfazione.

Le interviste rivolte agli investitori istituzionali e professionali (sempre della durata di circa 45 minuti) sono state tese a individuare fattori incentivanti e disincentivanti l'investimento tramite società di gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI da parte di tali soggetti. In particolare, sono state esplorate sia l'esperienza maturata nel settore (con riferimento a: selezione del portale, numero e tipologia delle campagne in cui si è investito, importo dell'investimento in sé e rispetto al portafoglio detenuto) sia valutazioni e giudizi sulle novità normative introdotte dal Regolamento ECSP e sugli eventuali ostacoli da rimuovere o le possibili leve per la crescita del settore.

Entrambi i *focus group* (della durata di circa 2,5 ore ciascuno) rivolti agli investitori al dettaglio sono stati finalizzati a valutare il livello di conoscenza del fenomeno e a individuare i fattori che possono incentivare o disincentivare l'investimento tramite società di gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI. Nell'ambito del gruppo costituito da investitori *retail* che hanno già aderito a campagne di *crowdfunding* è stato possibile raccogliere, inoltre, evidenze in merito alle esperienze maturate con specifico riferimento a: obiettivi perseguiti, processo informativo e decisionale seguito, tipologie di campagne scelte e prodotti sottoscritti, livello di soddisfazione ottenuto.

4 Le interviste alle imprese

L'indagine ha coinvolto otto imprese, quattro con sede nel Nord Italia e quattro con sede nel resto del paese. Di tali imprese, quattro sono state selezionate tra quelle che in passato hanno condotto campagne di *crowdfunding* e quattro con caratteristiche dimensionali e di settore di attività comparabili alle precedenti, ma che non hanno mai fatto ricorso a questa tipologia di finanziamento.

4.1 Le caratteristiche delle imprese coinvolte

Le imprese intervistate che hanno fatto ricorso al *crowdfunding* come forma di finanziamento sono in maggioranza *start-up* o PMI innovative (status acquisito talvolta dopo la fase di fondazione). Si tratta di aziende il cui assetto proprietario, in alcuni casi di tipo familiare, risulta piuttosto concentrato. Tutte le aziende si trovano in fase di crescita e la maggior parte sta sviluppando nuovi prodotti o servizi con l'obiettivo di un ulteriore salto dimensionale. Il *management* si caratterizza per un profilo piuttosto dinamico, con adeguata esperienza e con un buon network di conoscenze in ambito professionale e finanziario. In linea generale, il *management* mostra una certa propensione all'esplorazione di forme di finanziamento alternative ai canali tradizionali al fine di garantire la crescita aziendale. Delle quattro imprese coinvolte

nell'indagine solo una ha lanciato più di una campagna di *crowdfunding* e tutte hanno scelto la forma del finanziamento con *equity*.⁹

Nel gruppo di imprese che non hanno mai fatto ricorso a questa tipologia di finanziamento ci sono invece aziende PMI non innovative. Tra queste solo una ha lo status di *start-up*. Si tratta in maggioranza di aziende familiari o di proprietà di pochi soci e con cariche dirigenziali concentrate in famiglia o tra i soci, che svolgono attività consolidate e che pertanto vedono tassi di crescita ormai fisiologica. Il *management* ha una visione aziendale tradizionale e un approccio conservativo rispetto alle fonti di finanziamento, spesso connesso alla volontà di preservare gli assetti proprietari esistenti limitando l'ingresso di capitali esterni¹⁰.

4.2 Il livello di digitalizzazione

Il livello di digitalizzazione risulta piuttosto diversificato all'interno del campione e mediamente più elevato per le società che hanno fatto ricorso al finanziamento tramite *crowdfunding*. Tutte le realtà contattate hanno il sito web istituzionale e la maggioranza utilizza anche i social network, soprattutto LinkedIn come canale professionale istituzionale e Instagram come media di comunicazione.

Tra le imprese intervistate solo una dichiara di utilizzare l'*e-commerce* nella propria attività e una ne prospetta l'utilizzo in futuro, mentre tutte le altre non ne fanno uso poiché attive in business di tipo B2B, che quindi non coinvolgono il consumatore finale. L'utilizzo del *cloud computing* è presente solo presso una parte del campione; una società dichiara l'intenzione di utilizzarlo in futuro nella prospettiva di crescita delle esigenze computazionali dell'azienda. Sistemi di *cyber-security* sono invece presenti solo presso una ristretta minoranza (due aziende). In un caso viene indicato l'utilizzo di supporti digitali per attività di vendita, creazione e conservazione della

9 Nello specifico, l'Impresa 1, con sede nel Nord Italia è una Srl operante nel settore immobiliare e con un'attività concentrata sul mercato italiano. Ha pubblicato offerte su un solo portale di *crowdfunding*, concludendo in un anno e mezzo cinque campagne. Al momento dell'intervista ne aveva in programma altre due e dichiarava di avere allo studio la possibile quotazione in Borsa. In rappresentanza della società è stato intervistato il direttore generale. L'Impresa 2, Srl diventata *start-up* innovativa dopo qualche anno dalla fondazione, con sede nel Nord Italia, a conduzione familiare e operante nel settore *food* e nutraceutica sul mercato italiano ed estero. Al momento dell'intervista aveva condotto una sola campagna di *equity crowdfunding* e ne aveva allo studio una seconda di *lending*. In rappresentanza della società è stato intervistato il fondatore. L'Impresa 3 è una piccola Spa che ha assunto lo status di PMI innovativa da qualche anno. Ha sede nel Centro Italia e si occupa di scoperta, sviluppo e innovazione e produzione di materiali innovativi. Al momento dell'intervista aveva lanciato una sola campagna di *equity crowdfunding* e non ne aveva allo studio altre. In rappresentanza della società è stato intervistato il CEO nonché socio investitore nella società. L'Impresa 4 è una Srl con proprietà concentrata nel fondatore, con sede nelle isole e operante nel settore informatico. Al momento dell'intervista, rivolta al fondatore nonché amministratore unico, aveva lanciato una sola campagna di *equity crowdfunding* e stava esplorando la possibilità di una campagna di *lending* o di finanziamento tramite altri canali.

10 In dettaglio, l'Impresa 5 è una *start-up* con sede in Nord Italia e con quote e cariche manageriali concentrate in quattro soci, che produce e commercializza macchinari per il settore alberghiero e della ristorazione ed è attiva su mercati sia italiani sia esteri. L'intervista è stata condotta con il direttore generale. L'Impresa 6 è una Srl con sede nel Nord Italia e con proprietà concentrata in pochi soci con legami di parentela ma appartenente a un gruppo con a capo una *holding* con sede in Germania. La società opera nel settore della produzione di materiali speciali e in rappresentanza della società è stato intervistato il direttore generale. L'Impresa 7 è una piccola *holding* familiare con sede nel Centro Italia con proprietà e amministrazione concentrate tra tre soci. La società è attiva prevalentemente nel settore alberghiero e l'intervista è stata rivolta all'amministratore unico. L'Impresa 8 è una Srl con sede nel Sud Italia e con proprietà e cariche manageriali concentrate in mano alla famiglia fondatrice, attiva nel settore chimico e presente sul mercato da circa 40 anni. In rappresentanza della società è stato intervistato il direttore generale.

documentazione nonché per le firme digitali. Due aziende che hanno fatto ricorso al finanziamento tramite *crowdfunding* indicano di utilizzare tecniche di intelligenza artificiale, *machine learning* e reti neurali. Solo una ristretta minoranza indica di fornire al proprio personale attività di formazione di tipo informatico.

4.3 La scelta delle fonti di finanziamento

In linea generale in tutto il campione prevale un approccio cauto nel ricorso all'indebitamento (si vedano anche gli estratti dalle interviste riportati in Appendice). Le imprese coinvolte nell'indagine sono infatti in fase di crescita o di consolidamento del proprio *business* e con *managers* restii ad appesantire la struttura finanziaria dell'azienda con un eccessivo ricorso a capitale di debito. Infatti, tra le aziende che hanno optato per il finanziamento esterno tramite *crowdfunding*, tutte hanno scelto la modalità dell'*equity*. In molti casi, inoltre, l'organizzazione familiare e/o la concentrazione della proprietà in pochi soggetti facilita il ricorso all'autofinanziamento. Tutte le aziende fanno tuttavia ricorso in parte al credito bancario tradizionale, mentre in nessuna delle realtà contattate sono presenti fondi di *private equity*.

Con riferimento all'accesso al mercato dei capitali attraverso la quotazione in borsa, la maggioranza del campione dichiara che, almeno al momento, non considera adatto alla propria realtà tale percorso, anche in ragione delle dimensioni ancora piuttosto ridotte dell'impresa e/o per la fase di crescita in cui la stessa si trova che viene percepita come poco matura per indirizzarsi verso operazioni finanziarie di un certo rilievo.

La quotazione in borsa in particolare viene percepita come un percorso complicato che richiede impegno, energie, competenze e preparazione sia nella fase antecedente alla quotazione sia nella fase di permanenza sul mercato. Nelle aziende che non hanno mai fatto ricorso al *crowdfunding*, a tali considerazioni si aggiunge anche la netta volontà di non aprire il capitale a investitori esterni.

Maggiore apertura si rileva nelle imprese che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*. Tali imprese, pur utilizzando anche i canali di finanziamento più tradizionali (credito bancario) e mantenendo un approccio cauto verso l'indebitamento, mostrano un'attitudine più elevata alla sperimentazione di canali alternativi per il reperimento di fondi. Il *management* è fortemente orientato alla crescita del valore dell'azienda e la gestione finanziaria è condotta con grande realismo e cautela.

Tra queste imprese una dichiara di essere in fase di valutazione della possibile quotazione in borsa e un'altra dichiara di aver già avuto contatti con *venture capitalist* o con altri potenziali investitori esterni, sebbene non abbia ancora trovato accordi ritenuti convincenti.

La maggior parte delle imprese intervistate dichiara di non aver mai partecipato o preso in considerazione la partecipazione a programmi di formazione/scouting focalizzati sulla quotazione e, più in generale, sull'apertura ai mercati dei capitali. Anche presso le aziende più orientate al mercato dei capitali tali programmi non sembrano

suscitare grande interesse, a fronte di un *management* che si caratterizza per un livello di esperienza in ambito finanziario mediamente più elevato.

Alcune società hanno inoltre indicato tra i deterrenti i costi elevati e l'eccessivo impegno richiesto per la frequenza di tali corsi. Solo due aziende, appartenenti al gruppo di quelle che hanno già sperimentato una raccolta di capitali tramite *crowdfunding*, dichiarano di aver partecipato a iniziative di *coaching/mentorship* per la crescita di *start-up* e PMI innovative.

In ogni caso, la maggioranza del campione dichiara di poter considerare, in futuro, soluzioni diverse dal *crowdfunding* per il finanziamento della propria attività.

4.4 La scelta del *crowdfunding*

Sempre con riferimento alle società incluse nell'indagine che hanno fatto ricorso all'*equity crowdfunding*, dalle interviste condotte è emerso che l'idea di utilizzare tale strumento è stata in genere del fondatore dell'azienda o dei profili manageriali con ruoli apicali come il CEO o il DG e che nella maggioranza dei casi si è basata anche su conoscenze pregresse circa il funzionamento di tale canale di finanziamento. Solo in un caso il ricorso al *crowdfunding* è stato suggerito dall'esterno, nello specifico da un incubatore.

Le aziende intervistate hanno scelto di finanziarsi tramite *equity crowdfunding* escludendo il ricorso al *lending crowdfunding* in quanto ritenuto più rischioso in considerazione della fase di vita dell'impresa, con prospettive non ancora pienamente consolidate. Come anticipato, tre aziende su quattro hanno lanciato una sola campagna di *equity crowdfunding* mentre un'azienda ne ha condotte cinque nel corso di due anni, ognuna volta al finanziamento di uno specifico progetto.

Tutte le imprese si sono rivolte a una sola piattaforma: la maggior parte ha dichiarato di non aver condotto una vera e propria indagine di mercato per la scelta del portale che, invece, è stata guidata più da conoscenze personali o dal passaparola all'interno del proprio *network* professionale. Solo una società ha dichiarato di aver fatto una sorta di analisi preliminare delle piattaforme, selezionando quelle di maggiori dimensioni in termini di numero di operazioni e scegliendo infine il portale più attivo in settori o progetti maggiormente affini al proprio.

Quanto alla motivazione che ha indotto le società a lanciare una campagna di *crowdfunding*, oltre alla necessità di raccogliere capitali le imprese hanno indicato la volontà di non accrescere l'esposizione verso il sistema bancario o l'impossibilità di farlo. Anche l'opportunità di raccogliere capitali senza cedere quote societarie importanti è stata indicata tra i fattori che hanno influenzato la scelta di questo strumento (si vedano gli estratti dalle interviste riportati in Appendice).

In un unico caso sono inoltre state citate leve di tipo 'emozionale' tra le motivazioni che hanno indotto il *management* a ricorrere alla raccolta di capitali tramite *crowdfunding*. Tra queste la curiosità di sperimentare un nuovo canale di finanziamento e la voglia di mettere alla prova il proprio *business* esponendolo a una

valutazione da parte del mercato, per verificare se potesse riscuotere interesse presso una platea di soggetti più ampia rispetto a quella costituita dai soli appartenenti alla propria cerchia di contatti personali o professionali.

Un altro aspetto secondario citato da una minoranza di imprese ha riguardato la possibilità di guadagnare maggiore visibilità presso il pubblico e di allargare il proprio *network* professionale.

Quanto alla destinazione dei fondi raccolti, come accennato in precedenza, solo in un caso le campagne condotte hanno riguardato il finanziamento di specifici progetti mentre nei restanti casi i fondi raccolti sono stati destinati allo sviluppo del *business* nel suo complesso.

4.5 Le opinioni circa il *crowdfunding*

Nel complesso, l'opinione circa il *crowdfunding* da parte delle aziende che vi hanno fatto ricorso è sostanzialmente positiva, con alcuni distinguo (si vedano gli estratti dalle interviste riportati in Appendice). Tutte le società intervistate hanno infatti citato il raggiungimento del *target* di raccolta prefissato tra gli aspetti positivi della propria esperienza. Tutte le aziende hanno inoltre dichiarato che i costi sostenuti per avviare e concludere la campagna sono stati in linea con quanto preventivato. La maggioranza (tre società su quattro) ha inoltre definito vantaggioso il *trade-off* tra costi sostenuti e benefici ottenuti dalla campagna. Solo da parte di una società tale *trade-off* è stato percepito come poco vantaggioso poiché non ha apportato benefici in termini di visibilità dell'azienda e a livello commerciale.

Tra i fattori che hanno favorito la soddisfazione delle imprese nel ricorso al *crowdfunding*, sono stati citati anche l'elevata qualità del servizio e la forte capacità di marketing del portale, l'esistenza di vantaggi non prefigurati e ad alto valore aggiunto come ad esempio la creazione di un *network* di investitori e di collaborazioni funzionali all'evoluzione del progetto aziendale, la costruzione di un rapporto di fiducia e collaborazione continuativa con il gestore della piattaforma, la possibilità di capire a fondo le potenzialità e i meccanismi del *crowdfunding*. In un caso, inoltre, il livello di soddisfazione verso il *crowdfunding* è stato definito come molto elevato poiché tale strumento di raccolta ha avuto un ruolo fondamentale per lo sviluppo dell'azienda («*noi siamo figli del crowdfunding*»).

Tra gli aspetti negativi sono stati invece citati, la scarsa capacità della piattaforma scelta di raggiungere un'*audience* ampia e di consentire pertanto una raccolta superiore alle aspettative, l'elevata complessità del processo, la frammentarietà dell'azionariato coinvolto e, di conseguenza, l'oneroso processo di comunicazione *post-campagna* nei confronti di un azionariato diffuso («*ho investito quasi 200 ore nella parte di set-up, contatti e telefonate con gli investitori ...il trade off secco quindi era pessimo*»).

4.6 Le prospettive future

Riguardo al futuro, due delle società che hanno già condotto almeno una campagna di *crowdfunding* dichiarano di avere in programma ulteriori campagne. Tra queste una società indica il *lending crowdfunding* come possibile scelta. Un'altra società dichiara che il *crowdfunding* sarà preso in considerazione anche in futuro quale fonte di finanziamento, pur essendo maggiormente orientata al finanziamento tramite l'emissione di titoli di debito per raccolte di grandi dimensioni per le quali il *crowdfunding* potrebbe risultare troppo oneroso. Solo una società esclude di far nuovamente ricorso al *crowdfunding* poiché lo considera uno strumento poco adatto ad aziende che hanno raggiunto una crescita importante.

Come accennato in precedenza, tra le imprese che non hanno mai fatto ricorso al *crowdfunding* prevale, invece, un atteggiamento piuttosto conservativo circa soluzioni di finanziamento diverse dal credito bancario e in generale circa l'apertura del capitale a soci esterni. Anche la conoscenza del *crowdfunding* risulta piuttosto superficiale ed emergono alcune false convinzioni che possono penalizzare l'attitudine verso un maggiore approfondimento delle potenzialità di tale strumento, tra cui l'idea che sia uno strumento adatto solo a realtà imprenditoriali giovani e dinamiche.

Alcune aziende dichiarano di aver già approfondito il tema del *crowdfunding* sia nell'ambito del proprio *network* di conoscenze, sia presso studi professionali o sui siti delle piattaforme, sia attraverso fonti più 'informali' come i *social network*. Tuttavia, anche in questi casi, il valore aggiunto di questa forma di finanziamento rispetto a strumenti di *funding* più tradizionali non sembra essere percepito appieno dalle imprese. Emerge, inoltre, un bisogno di assicurazione circa la credibilità e l'affidabilità del settore.

Anche a fronte di informazioni più specifiche e dettagliate (contenute nella scheda descrittiva fornita agli intervistati e riportata in Allegato) le imprese di questo gruppo mostrano una netta chiusura verso forme di raccolta di tipo *equity*, ma esprimono una lieve preferenza per il *lending* che potrebbe essere un'opportunità per alcune di esse.

I principali bisogni informativi emersi dalle interviste condotte con le aziende che non hanno mai sperimentato tale forma di finanziamento riguardano aspetti operativi quali, ad esempio, a chi rivolgersi per valutare la fattibilità di una campagna, quali sono le fasi fondamentali del processo, quanto sia oneroso in termini di tempi, costi e impegno, come scegliere la piattaforma più adeguata alle proprie esigenze e quali figure professionali coinvolgere nel processo («È una cosa nuova da imparare piano piano»).

5 Le interviste agli investitori istituzionali e professionali

5.1 Le caratteristiche degli investitori coinvolti

Nell'indagine sono coinvolti cinque investitori istituzionali (tra cui due banche, una Sgr e due società finanziarie) e un investitore professionale.

La Banca 1 è una cassa di risparmio che opera in tre regioni del Nord Italia, in rappresentanza della quale è stata intervistata una figura con ruolo commerciale nell'ambito del credito/finanziamenti alle aziende.

La Banca 2 è un gruppo del Nord Italia con modello associativo, con rete di filiali limitata, ma diffusa su tutto il territorio italiano (oltre che in un altro paese europeo). Al momento dell'intervista, la Banca 2 aveva cessato di investire in campagne di *crowdfunding*, mantenendo un mero ruolo di supporto amministrativo ai gestori di portali. Per tale Banca è stata intervistata una figura del settore crediti che segue, in particolare, i rapporti con i portali.

Per la Sgr con sede nel Centro Italia, partecipata sia da banche del territorio sia da un grande gruppo bancario sia da una regione, è stato intervistato un *investments manager*, con un ruolo attivo nell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) e con esperienza nel *crowdfunding* anche come investitore privato.

Sono stati poi intervistati due *investments managers*: il primo in rappresentanza della Società finanziaria 1, attiva nel supporto all'economia e all'imprenditoria di una regione del Nord Italia, che acquisisce partecipazioni prevalentemente di minoranza, con l'obiettivo di sostegno allo sviluppo sostenibile dell'economia del territorio; il secondo della Società finanziaria 2, una *public company* con 30 soci privati e una minoranza di attori istituzionali) che opera in una regione del Nord Italia con l'obiettivo di fare da catalizzatore e punto di riferimento per le iniziative industriali strategiche locali e investe in iniziative private con operazioni di *private equity*, di *venture capital* e gestione della liquidità interna.

L'unico investitore professionale coinvolto è un libero professionista, consulente finanziario per PMI e istituzioni, che ha creato un veicolo per l'investimento in proprio, ha competenze manageriali e nel Cda di alcune aziende in cui ha investito e ha esperienza professionale pregressa maturata in ambito finanziario e istituzionale e nel mondo delle Sgr.

5.2 L'esperienza maturata

Le realtà contattate indicano finalità di partecipazione al *crowdfunding* e dinamiche operative piuttosto eterogenee (si vedano anche gli estratti dalle interviste riportati in Appendice).

Nella strategia commerciale tipica delle banche, il *crowdfunding* è considerato un'opportunità di acquisizione della clientela e/o uno strumento di credito ulteriore oltre ai prodotti di credito bancari tradizionali.

La Banca 1 ha istituito un ufficio commerciale specializzato che offre un servizio di consulenza sui crediti speciali alla rete delle filiali e ai clienti, sviluppando pertanto un modello di servizio dedicato, particolarmente utile in un'ottica competitiva. In tale prospettiva, il *crowdfunding*, a cui la Banca si è avvicinata da circa tre anni,

costituisce quindi uno strumento di 'posizionamento' nonché uno spazio in cui agire per acquisire e fidelizzare la clientela delle società *benefit*¹¹.

L'intermediario collabora con un unico portale per campagne di *debt crowdfunding* (quali le campagne di lancio di minibond) e per *policy* la partecipazione alla campagna di raccolta non supera la quota del 30% del capitale offerto, poiché questo strumento è anche un'occasione per le aziende di aver visibilità presso gli investitori.

La Banca 2 dichiara un approccio al *crowdfunding* valoriale, considerandolo come un ambito di attività in linea con l'identità e l'operato della banca e il ruolo giocato nel settore. Ha partecipato alle prime campagne di *crowdfunding* nel 2017 soprattutto per sperimentare il fenomeno e comprenderne le dinamiche, supportando finanziariamente i progetti oggetto delle campagne e manifestando implicitamente un giudizio favorevole in merito a credibilità e affidabilità dei progetti stessi.

Successivamente l'ente creditizio ha deliberato di cessare l'attività di investimento diretto nelle campagne, riducendo i connessi oneri procedurali e organizzativi, ma di continuare a sostenere due portali con cui collabora su molteplici fronti: con un supporto amministrativo (ad esempio nei processi degli ordini e apertura dei conti correnti vincolati per il deposito della raccolta); con una comunicazione volta a dare un *endorsement* alle campagne ritenute valide (ad esempio quelle afferenti a progetti/imprese che integrano nei processi aziendali i criteri ESG); e, infine, in prospettiva con un'attività di indirizzo verso campagne di *crowdfunding* offerta come servizio ai clienti.

La strategia finanziaria è indicata, invece, da Sgr e *holding* finanziarie che attribuiscono al *crowdfunding* una finalità di diversificazione, intravedendo in esso la possibilità di arricchire il proprio portafoglio di nuovi strumenti di investimento e l'opportunità di investire in un settore/progetto di interesse a fronte di un budget limitato. Per tali investitori, le prospettive di rendimento contano, ma non sono il *driver* unico o primario.

In particolare, la Sgr intervistata è nata circa 20 anni fa grazie alla partecipazione di banche del territorio e della Regione di appartenenza con l'obiettivo istituzionale di sviluppare il *private equity* e supportare l'economia reale e lo sviluppo delle imprese nel distretto territoriale di riferimento. Tale Sgr si è avvicinata al *crowdfunding* nel 2019 per completare il proprio portafoglio di strumenti e sviluppare il pilastro del *private debt* e, al momento dell'intervista, aveva partecipato solo a operazioni riservate a operatori istituzionali grazie alle quali ha ampliato il proprio raggio di azione a tutto il territorio nazionale.

Anche la Società finanziaria 1 si è avvicinata alla realtà dell'*equity crowdfunding* nel settore *real estate* con l'obiettivo di diversificare le proprie opportunità di investimento, in linea con la *mission* della *holding* (acquisizione di partecipazioni minoritarie) e con un budget limitato (inferiore al milione). Ha partecipato a nove progetti

¹¹ Le società *benefit* sono imprese che perseguono anche una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse.

diversi, investendo in società (non *start-up*) partecipate della *holding* e in progetti con pubblico di investitori diffuso.

La Società finanziaria 2 ha aderito a diverse campagne di *equity crowdfunding* in ottica di diversificazione e ottimizzazione del portafoglio, partecipando a progetti con pubblico di investitori diffuso; al momento dell'intervista stava valutando l'opportunità di lanciare una campagna su un portale italiano di *equity crowdfunding* e di farsi promotrice di «*club deal*» in *crowdfunding*.

La finalità istituzionale, intesa come supporto all'economia territoriale, è generalmente connaturata nell'azione degli investitori istituzionali contattati, vicini alle imprese locali.

La Tab. 3 che segue sintetizza i dati delle operazioni di *crowdfunding* realizzate dagli investitori istituzionali intervistati.

Tab. 3 – Le operazioni di *crowdfunding* degli investitori istituzionali

	banca 1	banca 2	Sgr	società finanziaria 1	società finanziaria 2
num. tot. campagne a cui la Società ha partecipato in qualità di investitore	2	30 operazioni di <i>debt crowdfunding</i>	23 operazioni di <i>debt crowdfunding</i> (alcune già rimborsate)	9	10
ammontare medio investito (in €)	20.000 €	300.000 €	160.000 €	100.000 €	50/100 ogni singola campagna
percentuale media finanziata rispetto al capitale richiesto per singola offerta	7%	20%	1/3 (media singola offerta 500.000 €)	mediamente il 4% (sul totale raccolto dall'1 al 7%)	n.d.
percentuale investimenti in <i>crowdfunding</i> rispetto al portafoglio detenuto	molto limitata	molto limitata (3.750.000 su 148 milioni totali)	1/4 delle operazioni totali (23 su 106), ma con ticket più contenuti	1% (rispetto al portafoglio complessivo)	0.7% (sul patrimonio immobiliare 810 mila euro)
durata media investimento	4 anni e mezzo	4/5 anni	12 mesi	20 mesi	18/24 mesi
progetto finanziato	<i>start-up</i> innovative	crescita delle aziende (soprattutto metalmeccanico e agroalimentare)	PMI con buone basi di bilancio con obiettivi di crescita e sviluppo	immobiliare	immobiliare

Appaiono sostanzialmente diversi i *drivers* dell'investitore professionale che a partire dal 2014 ha partecipato a quattro campagne di *equity crowdfunding*. Tale soggetto ha indicato di detenere, al momento dell'intervista un portafoglio di investimenti focalizzato in gran parte su *start-up* e PMI innovative in ragione dei connessi vantaggi fiscali e di selezionare i progetti in cui investire in ragione della conoscenza diretta dell'imprenditore e del progetto nonché della possibilità di partecipare proattivamente alle scelte aziendali. Tale soggetto ravvede nella partecipazione al settore

un'opportunità di costruire un network e ritiene che i portali di *crowdfunding* siano ormai soprattutto delle vetrine per imprese che raccolgono solo parte del capitale tramite le campagne lanciate sul portale, mentre effettuano la parte più significativa delle raccolte *off-line*.

5.3 Giudizi e valutazioni: il Regolamento CONSOB

In merito al previgente Regolamento CONSOB 18592/2013 e al nuovo Regolamento ECSP (all'epoca dell'indagine non ancora in vigore), dalle interviste con gli investitori istituzionali non risulta una conoscenza approfondita del contesto normativo in evoluzione e le considerazioni emerse sono soprattutto riflessioni personali estemporanee. In genere, nell'ambito della propria attività ordinaria, gli esponenti aziendali intervistati si affidano, difatti, alla funzione di *compliance*, a consulenti o allo stesso portale e non entrano nel merito della logica e dei potenziali effetti delle novità disciplinari. I soggetti intervistati non hanno, peraltro, notizia di eventuali considerazioni e/o azioni attivate dalla propria società nella necessità di adattare le *policy* e le strategie in materia di *crowdfunding* alle innovazioni normative.

Con riferimento al previgente Regolamento CONSOB, ad attrarre l'attenzione e le osservazioni degli intervistati è, in particolare, l'obbligo di partecipazione degli investitori istituzionali, considerato da tutti come un importante strumento di tutela per gli investitori *retail*, un presidio a garanzia della serietà e affidabilità del progetto imprenditoriale funzionale a promuovere il *crowdfunding* presso gli investitori al dettaglio (si vedano anche gli estratti dalle interviste riportati in Appendice). A tal proposito, tuttavia, non mancano riflessioni in merito alla difficoltà degli investitori istituzionali di strutturarsi in modo tale da dedicare risorse specifiche agli investimenti nel comparto, che può costituire un ostacolo allo sviluppo del *crowdfunding*.

5.4 Giudizi e valutazioni prospettive: il nuovo Regolamento europeo

Il nuovo Regolamento ECSP non prevede limitazioni alla platea dei destinatari delle offerte presenti sul portale, ma consente ai gestori di indirizzare la propria offerta a specifiche categorie di investitori (investitori sofisticati *versus* non sofisticati) e/o di riservare alcune offerte a una singola categoria di investitori specificamente individuata (ad esempio, consentendo l'adesione a progetti di *lending-based crowdfunding* ai soli investitori istituzionali).

Tali previsioni generano valutazioni eterogenee (si vedano anche gli estratti dalle interviste riportati in Appendice). Generalmente, gli intervistati non sono in grado di prefigurare possibili riflessi della norma sulla propensione degli investitori *non retail* a investire in *crowdfunding*. La *ratio* della norma non appare chiara dal momento che di fatto non sembra poter influenzare *policy* e strategie degli investitori istituzionali o incentivare la loro partecipazione. Si sottolinea, difatti, che gli investitori sofisticati privilegiano il contatto diretto con il progetto *off-line* e non necessariamente una 'specializzazione' della piattaforma potrebbe essere incentivante.

Da una lettura valoriale della norma discende invece un giudizio meno favorevole, in quanto si percepisce che la logica «*club deal*» tradisce la promessa originaria del *crowdfunding*, ossia quella della disintermediazione finanziaria a favore della partecipazione dell'investitore *retail* anche per piccole somme.

Taluni, tuttavia, apprezzano l'approccio discrezionale che consente un'eventuale specializzazione senza escludere un'apertura al pubblico generalista e, anzi, immaginano che una piattaforma dedicata a una platea di investitori sofisticati potrebbe idealmente essere riconosciuta come un fattore qualificante per i portali, un indicatore implicito di professionalità e serietà del gestore («*Se io vado a fare una settorializzazione, alzo l'asticella come gestore delle campagne e quindi chi fa questo tipo di lavoro deve essere un po' più serio. Io la vedo come tutela per il risparmiatore*»).

L'apertura del *crowdfunding* anche alle persone fisiche 'titolari di progetti' imprenditoriali prevista dal Regolamento ECSP raccoglie qualche perplessità; la prima reazione degli intervistati è negativa, in quanto si percepisce il rischio connesso al finanziamento di una «semplice idea».

Dopo una riflessione più attenta, emerge qualche apertura. Considerando che gli istituti di credito possono disporre di strumenti di valutazione e di copertura (garanzie pubbliche per finanziare anche imprese non costituite, conti vincolati, obbligo di restituzione della raccolta se non si raggiunge il target), si riconosce alla previsione normativa il pregio di offrire visibilità a idee e progetti che difficilmente trovano supporto nei canali di finanziamento tradizionali e di aprire ad essi l'opportunità di essere validati direttamente dal mercato.

L'apertura *cross-border* è generalmente vista con favore dagli intervistati. In particolare, gli esponenti delle società finanziarie diverse dalle banche sottolineano che la possibilità di operare in via transfrontaliera genera nuove e maggiori opportunità, sia per i portali sia per gli investitori sia per le imprese che potranno raccogliere capitali all'estero. Nel tempo la norma e le pressioni competitive potrebbero, dunque, avere un effetto propulsivo per il settore e spingere gli operatori – imprese e gestori – a migliorare la qualità delle proprie proposte.

Diversa è la percezione degli istituti di credito a forte vocazione territoriale che si mostrano disinteressati alle opportunità eventualmente derivanti dall'apertura.

Gli investitori istituzionali ravvedono in ogni caso talune criticità connesse all'innovazione normativa: in primo luogo, si teme che i portali più piccoli possano essere penalizzati dalla competizione con i «giganti» del *crowdfunding* più strutturati e preparati a valutare progetti e opportunità di investimento; in secondo luogo, si riconosce che per l'investitore *retail* subentrano sia difficoltà derivanti dalle barriere linguistiche sia la scarsa propensione a valutare opzioni di investimento in società lontane geograficamente; infine, per le banche in particolare, potrebbero configurarsi possibili complicazioni burocratiche a livello di funzioni di controllo (con riferimento ad esempio alle norme per l'antiriciclaggio).

5.5 Giudizi e valutazioni prospettive: criticità e opportunità

Con riferimento alle riflessioni emerse nel corso delle interviste in merito a ostacoli da rimuovere e possibili leve per la crescita del settore, gli esponenti aziendali coinvolti nell'indagine hanno indicato, in particolare: l'onerosità delle procedure che sottendono all'investimento in *crowdfunding* a fronte del limitato patrimonio investibile e dei rendimenti perseguibili; criticità connesse alla capacità dei gestori di aggregare soggetti istituzionali per limiti di competenze e dimensionali; la necessità di migliorare l'informativa relativa ai progetti imprenditoriali promossi. Invece, il rischio di liquidità connesso a questo tipo di investimento, a parere degli intervistati, rappresenta un fattore che disincentiva non tanto l'investitore istituzionale quanto piuttosto il piccolo risparmiatore (la Tab. 4 sintetizza tali riflessioni e riporta gli estratti dalle interviste più rilevanti).

Emergono, inoltre, due possibili linee di azione che, a giudizio degli intervistati, l'industria potrebbe percorrere per promuovere il settore: l'incentivo fiscale, da un lato, e l'informazione e l'educazione finanziaria, dall'altro.

In merito al primo punto, il profilo fiscale dell'investimento risulta un elemento trainante dell'investitore *retail* (*«va data la possibilità all'investitore retail di recuperare le minusvalenze. [...] La normativa vigente è migliorabile, ma comunque offre opportunità che andrebbero estese anche al crowdfunding»*), mentre non appare determinante per gli investitori istituzionali, anche in considerazione della limitata quota parte del patrimonio investibile destinata agli investimenti in *crowdfunding*, più interessati eventualmente a un potenziamento del sistema delle garanzie pubbliche.

Con riferimento, invece, all'informazione e all'educazione finanziaria, interventi in tal senso sono considerati uno strumento imprescindibile sia per la platea degli investitori al dettaglio (*«la signora Maria non sa di cosa si parla e se dico ai miei amici che ho investito per una campagna di crowdfunding anche loro non sanno di cosa parlo. C'è bisogno di fare education sugli investitori, diffondere per gli investitori privati la conoscenza di questa metodologia di investimento. Ma non può essere CONSOB ma il promotore delle campagne»*; *«C'è un tema importante: le famose detrazioni Irpef per chi è dipendente in realtà nel 730 non c'è come specifica categoria, quindi non posso fare il 730, ma il modello unico persone fisiche, è assurdo, perché se hai reddito da lavoro non lo fai, ma non è neanche chiaro che non puoi riprenderti indietro quei soldi»*) sia per le imprese (*«Bisogna fare cultura presso le imprese che vedono ancora la banca come unico canale per il credito e tendono a non considerare altri strumenti, però vedo interesse in aumento perché sempre più imprese vedono che devono allargare i fornitori di finanza. Ma è difficile far capire la filosofia del crowdfunding, anche perché rispetto al credito bancario i tempi sono più lunghi e i costi più alti»*).

Tab. 4 – Le criticità del settore e le possibili soluzioni

criticità	possibili soluzioni	estratti dalle interviste
Complessità e onerosità del set -up e della gestione amministrativa/contabile dell'operazione a fronte dei rendimenti perseguibili e dei plafond investibili	Non sembra applicabile una semplificazione delle procedure e degli adempimenti né emerge la richiesta di un innalzamento della soglia investibile per compensare l'onerosità delle procedure interne (i limiti sono forse più di natura strutturale)	«la gestione contabile è complicata, soprattutto se da replicare su più campagne. Forse questo è uno dei motivi che ha portato a non proseguire con il crowdfunding. Magari una semplificazione potrebbe agevolare, ma le operazioni finanziarie richiedono certi controlli, visure, quindi è difficile poter semplificare il processo di monitoraggio»
Livello disomogeneo di professionalità e qualità dell'azione tra i portali Scarsa comunicazione sull'evoluzione del progetto (nel post-campagna); perdita di contatto con la realtà finanziata	Maggiore qualità, strutturazione, trasparenza della comunicazione e documentazione informativa sul progetto/sull'azienda in fase di lancio della campagna e soprattutto sull'evoluzione del progetto/dell'azienda nel post raccolta, soprattutto a vantaggio degli investitori al dettaglio	«oggi si è più protetti dalla normativa come investitori, forse anche per il crowdfunding potrebbero essere dati dei numeri – rendimento medio, tasso di default – chiaramente a vantaggio dell'investitore, anche se antipatico per l'industria perché una disclosure di questo tipo frenerebbe l'impeto di chi investe, che investe di pancia, non ha approccio razionale, quantitativo...» «Ma forse più che l'informazione preventiva che può spaventare, meglio la informazione post investimento, avere diritto all'informativa almeno semestrale. Poi accade anche che start-up e piccole Srl fanno un bilancio semplificato, fatto da commercialista ma non c'è vero contenuto informativo ... quindi questo potrebbe essere un interessante onere per le imprese che beneficiano del crowdfunding, un'informativa strutturata, gestionale sullo stato avanzamento del progetto e chiedere aggiornamento del business plan»
Ridotta capacità d'azione dei portali – nella maggior parte dei casi realtà professionali di piccole dimensioni; ridotta attrattività per gli investitori istituzionali	Potenziamento delle capacità dei gestori di aggregare soggetti istituzionali tramite strumenti e canali diversi (ad esempio, attraverso servizi di consulenza) per poi trasferirli sul portale Facilitazione di aggregazione /joint venture tra portali per favorirne un incremento dimensionale	«ce n'è uno che adesso si è quotato, ma molti sono studi di commercialisti» «i portali dovrebbero forse aggregare off-line, si può fare magari con una rete di advisor... ci sono vari modi» «lo studio di commercialisti che ha creato il portale non è detto che sappia parlare con chi nella divisione di Intesa o Unicredit fa investimenti alternativi: sono investimenti specialistici, ci vogliono competenze»
L'illiquidità dell'investimento e le difficoltà di smobilizzo non sono considerate un fattore disincentivante per gli investitori istituzionali (alcune esperienze sono solo di debt crowdfunding e possono contare su garanzie pubbliche), ma possono essere invece un freno per l'investitore retail	La creazione di un mercato secondario su spinta dei regolatori è un'opzione che appare difficile da implementare; più percorribile appare l'implementazione di sistemi di smobilizzo da parte dei portali, che per alcuni potrebbe essere un criterio di selezione del portale. Possibilità di costituire un segmento di mercato dedicato alle start-up e agganciato alla Borsa potrebbe favorire la liquidità del settore (investitore professionale)	«non è un problema, la banca se vuole smobilizzare smobilizza» «L'istituzione di un mercato secondario all'interno della piattaforma sarebbe positiva. Sono attività che devono fare i singoli portali, il regolatore può solo favorire l'operatività secondaria, ma non deve essere lui a farlo» «Ma non so se ha senso un mercato secondario strutturato perché chi valuta il valore della quota di una Srl dopo tre anni?»

6 1 *focus group* degli investitori *retail*

6.1 Gli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*

L'approccio agli investimenti

Gli investitori *retail* che hanno già aderito a campagne di *crowdfunding* coinvolti nel *focus group* hanno generalmente un profilo evoluto e 'smart', lontano dai canoni dell'investitore 'tradizionale'.

Si tratta, per la maggior parte, di soggetti con una lunga esperienza nel campo degli investimenti (25/30 anni), con l'eccezione di due profili meno esperti e con esperienze più recenti.

Sono autonomi nelle decisioni finanziarie, si servono dei canali bancari *online* e mostrano un atteggiamento «freddo» rispetto alle istituzioni bancarie finanziarie tradizionali. Alcuni gestiscono gli investimenti in autonomia (anche quando non hanno una competenza elevata), altri per mancanza di tempo hanno deciso di farsi supportare da un consulente finanziario (in rete o indipendente).

Le interazioni nell'ambito del *focus group* e i risultati del test di cultura finanziaria (somministrato al termine del *focus group*) confermano un livello medio di conoscenze finanziarie piuttosto elevato: i partecipanti all'indagine conoscono e comprendono le informazioni e i concetti finanziari di riferimento, sia quelli di base sia quelli più avanzati (si veda la sezione 4.3 dell'Appendice). Seguono in modo costante e attento (sia pure senza esagerazioni) sia il proprio portafoglio sia, in generale, il mercato finanziario attraverso fonti diversificate che vanno dalla stampa e l'editoria specializzata ai canali *youtube* e *telegram*. Salvo il caso di due profili che evidenziano un approccio agli investimenti un po' 'naïve' («io seguo le analisi di Altroconsumo Investi e mi muovo sulla base delle loro indicazioni...me lo leggo tutte le sere»), generalmente gli individui del campione mostrano un elevato interesse per le tematiche trattate nel *focus group* e un approccio guidato da un mix di 'passione' e di 'razionalità': impiegano le proprie risorse in funzione dei progetti di vita¹², si dicono attenti alla diversificazione del proprio portafoglio e mediamente propensi al rischio: in taluni casi, affermano di curare il bilanciamento tra aspettative di rendimento ed esigenze di conservazione del capitale; in altri casi, a seguito di esperienze negative, valutano con interesse soluzioni più tradizionali e sicure; riferiscono di impieghi differenziati (in ETF, titoli azionari, titoli in valuta estera, qualche fondo o conto deposito, obbligazioni anche di paesi esteri, BPT, ma anche polizze vita e fondi pensione integrativi). Sono curiosi rispetto alle opportunità e alle novità offerte dal mercato.

Nella maggior parte dei casi, la crisi pandemica e gli eventi geopolitici più recenti non sembrano avere prodotto cambiamenti nell'approccio agli investimenti (in un caso ci si è ulteriormente orientati a maggiore prudenza).

¹² Un individuo persegue un progetto «aspirazionale»: «io ho ereditato una certa somma dai miei genitori quindi ho cominciato a investire con un unico obiettivo: andare in pensione prima del tempo e vivere di rendita; mi sono dato 10 anni di tempo per riuscirci».

La conoscenza del crowdfunding e i drivers dell'investimento

Gli investitori, già dalle prime spontanee associazioni di idee sollecitate nel corso del *focus group*, dimostrano dimestichezza con le dinamiche del settore e consapevolezza dei rischi associati a tale tipologia di impiego del risparmio.

L'esperienza con il *crowdfunding* è piuttosto variegata. Tutti hanno diversificato l'investimento iscrivendosi a più portali e/o puntando su più campagne, sia di *equity* sia di *lending*, prevalentemente italiane, ma in pochi casi anche estere.

Le esperienze raccontate sono abbastanza risalenti nel tempo (circa 7/8 anni prima); solo un numero limitato di soggetti si è avvicinato al *crowdfunding* più di recente.

Il capitale complessivamente investito nel *crowdfunding* è variabile (anche in funzione della capacità patrimoniale di ciascuno) e per alcuni si tratta di cifre di una certa rilevanza (da alcune migliaia di euro fino a 70.000 euro).

Si tende a investire in idee/progetti che appassionano e/o di settori d'interesse (dal medicale, all'energia, al *food&beverage*, all'immobiliare, alla *green economy*).

I fattori di stimolo dell'investimento in *crowdfunding* sono riconducibili a due tipologie di leve riferibili rispettivamente alla sfera funzionale e a quella emozionale/attitudinale. Con riferimento al livello funzionale, emergono il riferimento alle prospettive di rendimento elevate, associate agli iniziali tassi di crescita del comparto, e agli incentivi fiscali. A livello emozionale, dietro l'idea di una filosofia che affascina, intervengono la possibilità di essere in contatto diretto e di «toccare con mano» il progetto in cui si investe (a fronte dell'intangibilità dei fondi di investimento, per esempio), l'idea di poter sostenere lo sviluppo di idee innovative e l'imprenditoria «smart» delle *start-up*, l'opportunità di fare rete e «community» per «fare economia reale»¹³.

Al momento dell'indagine tutti gli intervistati detenevano posizioni aperte, ma alcuni avevano già concluso investimenti avviati in precedenza. Il livello di soddisfazione è differenziato, ma presso la maggioranza piuttosto contenuto (alcuni si dichiarano delusi, altri hanno avuto esperienze negative, ma compensate da esperienze positive, altri sono al momento moderatamente soddisfatti).

L'esperienza ha rivelato, in particolare, alcuni limiti del settore che hanno fortemente deluso una parte degli investitori. Tra i più citati si rammentano l'eterogeneità dei livelli di professionalità delle piattaforme – associata, in alcuni casi, all'assenza di una selezione severa dei progetti/delle aziende da finanziare – e lo *storytelling* e la comunicazione riferiti al settore e ai suoi vantaggi, nonché ai progetti finanziati, che appaiono poco chiari e trasparenti, talvolta quasi ingannevoli.

Gli investitori, soprattutto i più giovani, riferiscono, inoltre, di essersi scontrati con l'impreparazione e l'approccio un po' superficiale di alcuni *founder*.

Nella fase successiva alla campagna e all'investimento, sono state spesso deluse le aspettative di un reale contatto con le aziende (anche se alcuni hanno

13 In pochi citano anche, nel caso dell'*equity crowdfunding*, «l'illusione di sentirsi un po' imprenditori».

partecipato alle assemblee dei soci) – un punto di debolezza imputato anche all'eccessiva frammentazione dell'azionariato tipica del settore – e si sarebbe avvertita la necessità di un supporto da parte delle piattaforme.

Gli intervistati più insoddisfatti hanno sperimentato le maggiori criticità nel settore dell'*equity crowdfunding*, avendo percepito talvolta una maggiore «spregiudicatezza» e una più ridotta attenzione alla selezione dei progetti da finanziare rispetto a quanto rilevato presso le piattaforme di *lending*.

Le lezioni apprese e i correttivi auspicati

La 'giovinezza' del settore e la scarsa esperienza iniziale possono aver penalizzato la capacità di selezionare portali e campagne, ma la maggior parte degli intervistati ammette che i primi investimenti nel settore hanno consentito loro di acquisire alcune «*istruzioni per l'uso*» del *crowdfunding*.

Nell'ottica di gestire consapevolmente i rischi dell'investimento – in particolare nell'*equity crowdfunding* – gli intervistati fanno riferimento nello specifico alla necessità di: mettere in conto un livello di rischio – di liquidità, *in primis* – elevato; considerare un orizzonte temporale piuttosto lungo; selezionare accuratamente le piattaforme a cui affidarsi; diversificare puntando su più portali e su più campagne (sia di *equity* sia di *lending*). Viene, inoltre, sottolineata l'importanza di: investire a «*km 0*», per avere maggiore possibilità di controllare il progetto/l'azienda; conoscere direttamente il *founder* e le sue competenze ed esperienze professionali; esaminare con attenzione le caratteristiche dell'azienda; seguire l'andamento del progetto nella fase successiva all'investimento.

Sulla base della propria esperienza, gli investitori auspicano alcuni correttivi per incrementare professionalità e correttezza degli operatori del settore, tra i quali la previsione di: un sistema sanzionatorio dei comportamenti scorretti; obblighi più stringenti di comunicazione e trasparenza, anche sull'attività delle piattaforme; forme di raccolta *pre-seed*; sistemi di smobilizzo dei titoli (ulteriori rispetto alle bacheche offerte su alcuni portali).

Le indicazioni riportate segnalano, in alcuni casi, la limitata consapevolezza del quadro normativo esistente e delle innovazioni introdotte dal Regolamento ECSP, ma sono indicative dei fabbisogni informativi degli investitori su cui è utile intervenire.

6.2 Gli investitori *retail* che non hanno mai aderito a campagne di *crowdfunding*

L'approccio agli investimenti

Come anticipato, gli investitori *retail* che non hanno mai aderito a campagne di *crowdfunding* hanno generalmente un profilo meno evoluto e sofisticato degli investitori che hanno già sperimentato tale opzione di investimento.

Anche in questo segmento, la maggior parte dei soggetti coinvolti nell'indagine ha una storia di investimenti risalente nel tempo, ma adotta modelli decisionali piuttosto tradizionali che vanno dalla consulenza professionale alla consulenza informale, affidandosi anche ad amici e conoscenti ritenuti esperti che hanno già sperimentato le soluzioni di investimento d'interesse.

Il livello di cultura finanziaria che emerge dalle interazioni nell'ambito del gruppo e dal test sulle conoscenze proposto al termine dell'incontro appare eterogeneo, nel complesso sufficiente, ma sicuramente inferiore a quello degli investitori in *crowdfunding* (si veda la sezione 4.3 dell'Appendice).

Analogamente, l'attenzione ai temi finanziari e la curiosità verso le innovazioni del settore risultano più contenute rispetto ai soggetti coinvolti nel primo *focus group*, così come la sensibilità alle novità e agli stimoli che posso pervenire da fonti informative diverse dal proprio intermediario di riferimento (solo una minoranza di profili più evoluti/colti si informa su fonti/stampa specializzata).

Il monitoraggio dell'investimento non è sempre attento e periodico e, a fronte delle turbolenze di mercato e di congiunture sfavorevoli, alcuni manifestano reazioni difensive 'antiansiogene' che si traducono in disattenzione e mancato controllo.

L'approccio agli investimenti è prudente: non si rischia e ci si accontenta, puntando su prodotti bancari tradizionali e conosciuti. L'obiettivo principale è la conservazione del capitale che gli intervistati perseguono attraverso portafogli diversificati e costruiti con prodotti sicuri, stabili (per lo più fondi ESG/tematici, conti deposito, fondi pensionistici, polizze vita, titoli di Stato, buoni fruttiferi) e di risultare esposti al rischio solo per una quota molto contenuta del proprio patrimonio. Alcuni si percepiscono più come «risparmiatori» che come «investitori» («*ho sempre investito da quando ho iniziato a lavorare ho imparato a mettere qualcosina da parte*»; «*per me gli investimenti sono una forma di risparmio*»; «*se penso agli investimenti mi viene in mente un ombrello*»).

Generalmente gli intervistati si dichiarano soddisfatti delle proprie scelte e taluni, sebbene gradirebbero adottare un approccio più dinamico, temono la scarsa trasparenza dei prospetti informativi dei prodotti e la connessa limitata possibilità di valutare il rischio.

Alcuni individui, in particolare tra i profili più evoluti e colti, aspirando a guadagni un po' più elevati, pur sapendo di correre qualche rischio, si sono affidati al consiglio di un amico o al *robo advice*; altri hanno optato per l'investimento immobiliare.

La conoscenza del crowdfunding e i drivers dell'interesse

La maggior parte degli investitori ha sentito parlare del *crowdfunding*. Le fonti informative principali sono il passaparola e le interazioni in ambiente di lavoro. Alcuni sanno solo vagamente che si tratta di una forma di raccolta di denaro e di una forma di investimento. Tra i meno informati le associazioni di idee sollecitate nella prima fase del *focus group* rimandano a rappresentazioni parziali, false convinzioni e stereotipi. Si fa riferimento a «*cause di beneficenza*», ma anche a un «*un settore nuovo, poco*

conosciuto», a progetti creati «da persone giovani solitamente», a una innovazione «rischiosa», «a vantaggio del raccogliitore»; qualcuno associa il concetto «a qualcosa di tangibile, a prodotti».

Vi è, tuttavia, tra i profili più sofisticati e colti, anche chi ha avuto modo di approfondire la conoscenza del settore – partecipando a eventi dedicati o attingendo alla comunicazione di settore e all'informazione in rete: «lavoravo in un'azienda che ha fatto una raccolta di crowdfunding per finanziarsi: la gente ci aveva creduto», «qualche anetto fa alcuni amici mi avevano anche fatto vedere qualche sito, come funzionava, come si poteva aderire». Tali soggetti conoscono a grandi linee il meccanismo e le finalità dello strumento e fanno riferimento alla raccolta di capitali *online* presso investitori privati per finanziare progetti e aziende, anche con importi limitati. In ogni caso, nessuno tra gli investitori del gruppo ha deciso di provare il *crowdfunding*, percependolo come una tipologia di investimento rischiosa, non adatta alle proprie esigenze, che richiede autonomia decisionale, competenza e capacità di valutazione («ho avuto modo di partecipare a Milano a due o tre eventi; ne ricordo uno per un nuovo motorino elettrico. Ma poi non mi sono deciso»).

La scheda informativa sottoposta all'attenzione degli intervistati, rivelando un sistema regolato e un'offerta più articolata di quanto immaginato, ha sollecitato le leve funzionali ed emozionali che potenzialmente possono incoraggiare l'interesse verso l'investimento in *crowdfunding*.

Sotto il profilo funzionale, in particolare, la distinzione tra il modello dell'*equity crowdfunding* e quello del *lending* e del *debt* ha ampliato la nozione di riferimento (che appariva circoscritta al mero finanziamento/prestito); le informazioni chiarificatrici sulle detrazioni fiscali sono state accolte, inoltre, come un elemento che idealmente genera *appeal* anche se afferente solo all'*equity crowdfunding* (peraltro il modello meno interessante per il target). Negli esempi di opzioni di investimento contenuti nella scheda, a guidare una possibile preferenza tra i progetti finanziabili giocano un ruolo importante elementi 'solidi' costituiti dalla presenza di investitori istituzionali e dalla percentuale di raccolta raggiunta – percepiti come indicatori di credibilità del progetto – più che la prossimità geografica dell'impresa.

Sotto il profilo emozionale, l'acquisizione di notizie in merito all'esistenza di piattaforme dedicate, di un apposito regime autorizzatorio e di una normativa specifica rassicura: «non immaginavo neanche questo controllo stretto della CONSOB. Non sapevo che anche queste piattaforme entrassero nel controllo della CONSOB».

Infine, la possibilità di investire somme minime rileva sotto entrambi i profili, essendo percepita come utile e rassicurante nell'ottica eventuale di «provare» questa forma di investimento.

Gli investitori partecipanti al gruppo manifestano interesse rispetto alle informazioni ricevute e un buon livello di comprensione delle stesse, gli elementi acquisiti, tuttavia, pur colmando le lacune informative che avevano orientato le prime associazioni di idee e scardinando alcuni falsi convincimenti non appaiono sufficienti a sovvertire l'approccio 'passivo' all'investimento e a innescare un potenziale interesse.

Le valutazioni riflettono, difatti, il differente approccio agli investimenti e al rischio dagli investitori 'tradizionali' rispetto agli investitori in *crowdfunding*. Anche dopo l'acquisizione di un quadro informativo più completo, gli investitori 'tradizionali' continuano a considerare il *crowdfunding* come un'opzione lontana dal proprio profilo, come una forma di investimento innovativa, di nicchia, per investitori evoluti o professionisti del settore/ambiente *start-up*, con una elevata propensione al rischio¹⁴.

La possibilità di selezionare in prima persona il progetto in cui investire e, nel caso dell'*equity crowdfunding*, di intervenire in assemblea e farsi parte attiva del progetto che si sceglie di finanziare – primaria leva emozionale nell'ambito del primo *focus group* – piuttosto che alimentare la percezione del controllo dell'investimento, crea timore e incertezza perché richiede autonomia e competenza¹⁵.

7 La survey sui gestori

La presente Sezione espone i risultati di una ricognizione (nel seguito anche *survey*), realizzata a fine 2022 che ha coinvolto un campione rappresentativo di 11 gestori italiani di portali di *crowdfunding* iscritti nella sezione ordinaria del previgente Registro tenuto dalla CONSOB. L'indagine ha raccolto evidenze circa le caratteristiche degli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*, i processi di selezione delle campagne e le opinioni dei gestori sulle prospettive future del settore.

Nello specifico, le aree indagate nella *survey* riguardano le caratteristiche degli investitori persone fisiche e giuridiche, opinioni dei gestori dei portali circa la sussistenza di *bias* nell'investimento, la tipologia di imprese che hanno richiesto l'avvio di una campagna di *crowdfunding*, il processo di selezione delle campagne da parte dei gestori e le loro opinioni circa l'impatto del contesto economico di riferimento, dello sviluppo tecnologico e dell'evoluzione regolamentare sull'operatività del settore.

7.1 I gestori intervistati

Gli 11 gestori coinvolti nell'indagine si caratterizzano per dimensioni e settore di attività differenti. Nello specifico, tre gestori hanno un'elevata operatività con un capitale complessivamente raccolto tra circa 70 e oltre 200 milioni di euro (nell'ambito di un numero di campagne oscillante tra 40 e oltre 200), quattro gestori sono di medie dimensioni con un capitale raccolto tra 8 e 50 milioni di euro (in un numero di campagne tra 20 e 80), mentre i restanti quattro hanno dimensioni più ridotte, con una raccolta inferiore a 8 milioni di euro.

14 I partecipanti al *focus group* si soffermano soprattutto sul rischio di perdita di capitale, mentre il rischio di illiquidità appare meno percepito, meno compreso e poco commentato.

15 Tra gli estratti più significativi: «ci vedo un imprenditore che ha una start-up e decide di investire in un'altra start-up», «è adatto a un pubblico giovane», «innovativo, si va su una piattaforma, come se andassi su Amazon a comprare un bene, trovi una vetrina con le iniziative di crowdfunding in essere, molto free, smart», «è per chi non ha paura di perdere», «è un salto nel buio»; «se penso a un'azione, a me interessa sapere a quanto potrò rivenderla, non mi interessa partecipare alle assemblee».

Quanto al tipo di specializzazione settoriale che caratterizza i progetti accolti sui portali, tre gestori hanno un'attività incentrata sul settore immobiliare, due su attività connesse alla transizione energetica e all'utilizzo di tecnologie 'pulite' e i restanti portali sono, invece, di tipo generalista. Tra i gestori coinvolti nell'indagine solo uno si caratterizza per l'operatività sia in *equity* sia in *debt crowdfunding*, con un'ampia prevalenza di quest'ultima tipologia di raccolta.

La quota di campagne condotte con successo su tali portali risulta piuttosto elevata, oscillando tra 77% e 100%. Più della metà dei portali intervistati si è dotata di un database di dati strutturati relativi agli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*. I restanti portali sono comunque in grado di tracciare il profilo tipico dell'investitore attivo sulla piattaforma in termini di caratteristiche socio-demografiche e di conoscenze finanziarie.

7.2 Le caratteristiche degli investitori

Nella quasi totalità dei casi le campagne condotte sui portali coinvolti nell'indagine hanno visto adesioni da parte di investitori persone fisiche per una quota superiore al 50%. Tale indicazione si rileva sia dall'aggregazione dei dati di dettaglio trasmessi dai sei gestori che dispongono di dati strutturati sugli investitori attivi sui rispettivi portali, sia dalle informazioni qualitative circa le caratteristiche degli investitori fornite dai restanti gestori. Solo in un caso, gli investitori risultano in prevalenza persone giuridiche.

Quanto alle persone fisiche attive sui portali dei sei gestori che dispongono di dati strutturati, l'età media degli investitori si colloca attorno ai 48 anni con una netta prevalenza di uomini. La quota di investitori di sesso femminile è infatti piuttosto contenuta e inferiore al 20% nella quasi totalità dei casi. Tali evidenze trovano conferma nelle informazioni di tipo qualitativo fornite dai restanti cinque gestori.

Tutti i portali ad eccezione di uno hanno indicato che il numero di investitori persone fisiche che hanno aderito a più di una campagna di *equity crowdfunding* è inferiore al 50% del totale degli investitori attivi sul portale. Nella maggioranza dei casi quindi, gli investitori hanno aderito a una sola campagna di raccolta di capitali tramite questo canale. In due casi l'ammontare sottoscritto dagli investitori che hanno aderito a più campagne risulta superiore al 50% del totale della raccolta, segno che gli investitori con maggiore esperienza si caratterizzano per un ammontare investito mediamente più elevato. Solo in due casi l'età media degli investitori che hanno aderito a più campagne di *equity crowdfunding* risulta più elevata, mentre nei restanti quattro casi non emergono differenze significative in termini di età.

Quanto agli investitori persone giuridiche attive sui portali, per cinque piattaforme su sei l'ammontare investito nell'ambito di campagne di *equity crowdfunding* oscilla tra il 18% e il 37% del totale della raccolta. Nell'unico caso in cui sono state fornite informazioni circa le campagne di *debt crowdfunding*, la raccolta riferibile a investitori persone giuridiche è risultata molto più elevata (98%). In tre casi le

informazioni fornite dai portali consentono di affermare che si tratta in prevalenza di imprese di supporto all'innovazione di PMI.

7.3 I *bias* nell'investimento

Ai portali partecipanti alla *survey* è stata chiesta un'opinione circa la sussistenza di fattori che possano aver influenzato le scelte operate dagli investitori attivi sul portale in merito alle società da finanziare. Le risposte fornite dai gestori sono state piuttosto eterogenee, anche in ragione della diversa tipologia di business delle piattaforme gestite.

Mediamente, l'ipotesi che gli investitori possano mostrare la propensione a investire in società localizzate in un'area geografica più prossima alla propria residenza (cosiddetto *home bias*) non sembra supportata nelle risposte fornite dai portali poiché solo in tre casi i gestori riferiscono di condividere l'esistenza del fenomeno. L'ipotesi che la presenza di investitori istituzionali tra coloro che hanno aderito a una campagna possa favorire l'investimento da parte di altri investitori è supportata solo da quattro portali; in tal caso, tuttavia, solo due si dicono apertamente in disaccordo.

Invece, l'ipotesi secondo la quale gli investitori tendono a investire in settori differenti a seconda delle proprie caratteristiche socio-demografiche (ad esempio, gli investitori più giovani mostrano una preferenza verso l'investimento in società tecnologiche) trova favorevoli cinque gestori, così come quella in base alla quale gli investitori tendono a investire maggiormente in società più attive sui *social*. In questo caso tuttavia tre gestori si dichiarano del tutto in disaccordo.

Dalle risposte fornite sembra che l'ipotesi su cui si rileva il maggior accordo tra i gestori sia quella secondo la quale gli investitori tendono a investire maggiormente in società più conosciute attraverso vari canali di informazione (che trova favorevoli nove gestori), mentre quella su cui mediamente c'è meno condivisione è quella per la quale gli investitori sono attratti da campagne in cui le quote societarie distribuite al pubblico sono più basse e l'imprenditore trattiene la maggior parte delle quote che vede in disaccordo cinque gestori. Tale ipotesi, tuttavia, risulta fortemente supportata dalle opinioni di tre gestori¹⁶.

7.4 La selezione delle campagne

Con riferimento al processo di selezione delle campagne, i portali indicano che i soggetti che fanno ricorso a questo tipo di strumento di raccolta sono prevalentemente piccole e medie imprese, innovative e non, e *start-up* innovative, mentre solo una parte residuale è rappresentata da Oicr o società di capitali che investono prevalentemente in PMI. Il processo di selezione sembra inoltre piuttosto rigoroso, poiché la

¹⁶ Al riguardo si osserva che le risposte fornite dall'unico gestore attivo sia sull'*equity* sia sul *debt crowdfunding* differiscono notevolmente a seconda della tipologia di raccolta poiché, con riferimento agli investitori che hanno aderito a campagne di *debt crowdfunding*, il portale nega la sussistenza di tutti i citati *bias*.

quasi totalità dei portali indica che l'ammissione alle campagne di un determinato progetto avviene per una quota inferiore al 25% delle richieste ricevute.

Le informazioni analizzate dai portali ai fini dell'ammissione a una campagna di *crowdfunding* sono infatti numerose e riguardano non solo informazioni circa la campagna (ad esempio l'*equity retention* e la valutazione *pre-money*) ma anche informazioni sulla società richiedente riguardanti dati documentali, estratti dalle relazioni finanziarie periodiche, dai business plan e dai documenti sulla proprietà intellettuale, ma anche informazioni acquisite attraverso interlocuzioni dirette con gli imprenditori. Diversi portali hanno inoltre indicato di effettuare analisi circa il settore di attività della società richiedente oltre a verifiche sulla catena proprietaria, sull'esperienza e la professionalità del *management*. Tra le ulteriori informazioni i gestori segnalano anche la presenza di eventuali *partnership* attive o i canali di comunicazione utilizzati dalla società, oltre a dati circa profili ESG laddove disponibili.

La grande maggioranza dei portali dichiara, inoltre, che l'organizzazione del processo di selezione delle campagne è stata stabilita principalmente in base all'esperienza sul campo e, in alcuni casi, in considerazione delle prassi prevalenti sul mercato o di specifiche indicazioni fornite da consulenti in materia. In tre casi nel processo vengono anche utilizzati strumenti tecnologici innovativi quali algoritmi evoluti di intelligenza artificiale e in altri tre casi i portali dichiarano l'intenzione di procedere in tal senso in futuro.

7.5 Il contesto di riferimento

L'ultima sezione della *survey* ha inteso raccogliere evidenze circa gli effetti dell'evoluzione del contesto di riferimento sull'operatività del settore percepiti dai gestori di portali.

In primo luogo, è stato chiesto ai gestori partecipanti alla *survey* di esprimere le proprie considerazioni circa gli effetti sul settore della crisi da Covid-19 o degli eventi geo-politici più recenti, quali ad esempio il conflitto russo-ucraino.

Al proposito la quasi totalità dei gestori intervistati è concorde nell'affermare che l'emergenza sanitaria del 2020 ha determinato un approccio più cauto da parte degli investitori i cui effetti, nella maggior parte dei casi, sono divenuti apprezzabili solo nel 2021. La rapida evoluzione del contesto macroeconomico e geopolitico, con l'incremento dell'inflazione amplificato dallo scoppio del conflitto russo-ucraino, ha inoltre accresciuto il clima di incertezza e di sfiducia determinando un rallentamento del business sia dal lato della domanda di capitali, con meno società che hanno avviato campagne di raccolta, sia dal lato dell'offerta, che ha visto calare il numero di piccoli investitori e modificare l'approccio all'investimento divenuto via via più prudente.

Quanto all'impatto dell'innovazione tecnologica sul settore, le opinioni espresse dai gestori dei portali appaiono piuttosto positive. Il fenomeno è visto come foriero di grandi benefici con riferimento sia all'attività di gestione di portali sia alla tipologia di campagne accolte sui portali. Quanto al primo punto, lo sviluppo tecnologico consentirebbe una gestione più efficiente delle piattaforme web, con una

riduzione dei costi e un progressivo perfezionamento sia della sicurezza cibernetica sia dell'esperienza degli utenti che accedono ai portali. Secondo alcuni gestori, tuttavia, l'investimento in innovazione tecnologica volta al miglioramento dei processi gestionali è ancora piuttosto limitato nel settore.

Tra le tecnologie che si ritiene possano avere il maggior impatto sullo sviluppo del settore alcuni portali citano la DLT e in particolare *blockchain* e *smart contracts*, la cui diffusione potrà apportare notevoli benefici in termini di efficientamento nella circolazione degli strumenti connessi alle campagne di *equity crowdfunding*.

Con riferimento invece alle tipologie di campagne, i portali sottolineano come il *crowdfunding*, in particolare l'*equity crowdfunding*, sia naturalmente vocato al finanziamento di idee e progetti imprenditoriali innovativi. Nella loro opinione, le imprese maggiormente innovative, indipendentemente dalla tecnologia specifica, continueranno a dominare nel panorama della raccolta di capitali tramite *crowdfunding* in quanto l'innovatività del progetto aumenta la probabilità di successo delle attività di raccolta oltre a incidere positivamente sulla performance finanziaria delle società nel lungo termine. L'importanza di tale strumento di finanziamento crescerà in parallelo allo sviluppo della cultura dell'innovazione.

7.6 L'evoluzione della regolamentazione

La *survey* ha poi raccolto le prime impressioni dei gestori di portali circa l'impatto sul mercato italiano della disciplina europea sul *crowdfunding* che, all'epoca dello studio, non aveva ancora trovato piena applicazione. Al proposito, i portali hanno espresso opinioni positive circa l'introduzione di una disciplina unitaria a livello europeo per tutti gli operatori del settore, pur mantenendo alcune riserve connesse principalmente alla necessità che ad essa si accompagni anche una maggiore uniformità nelle regole fiscali che insistono sul settore al fine di addivenire a un reale livellamento del campo di gioco.

Quanto all'ampliamento del perimetro di soggetti che possono far ricorso al *crowdfunding*, i portali esprimono opinioni sostanzialmente favorevoli sebbene, con riferimento alla possibilità di raccolta di capitali anche da parte di persone fisiche in qualità di meri 'titolari di progetti', sottolineano come sia necessario un rafforzamento dei presidi interni al fine di gestire eventuali rischi connessi alla maggiore incertezza che caratterizza tali situazioni, potenziando nello specifico i meccanismi interni di selezione delle campagne, di monitoraggio nel continuo e di trasparenza verso gli investitori.

Quanto alla maggiore concorrenza indotta dall'apertura transfrontaliera, i portali giudicano positivamente la possibilità, prevista dal Regolamento ECSP, di prestare i propri servizi anche in via transfrontaliera. In prospettiva, un incremento della competizione porterà, infatti, benefici sia per gli investitori sia per le imprese che ricorrono a questa tipologia di raccolta di capitali. Un incremento della concorrenza nel settore potrebbe determinare una riduzione delle commissioni e un innalzamento della qualità delle offerte. Tuttavia, molti operatori indicano che i *competitors* esteri si

caratterizzano generalmente per dimensioni di gran lunga maggiori rispetto ai *players* nazionali. Per questo motivo, l'apertura *cross-border* potrà dare impulso a processi di integrazione e aggregazione tra portali, di *partnership* tra gestori di portali e istituzioni finanziarie o tra portali di diversa nazionalità nonché di progressiva specializzazione delle piattaforme. Alcuni portali tornano inoltre a sottolineare come regole fiscali non omogenee possano incrementare il rischio competitivo cui sono esposti sia i gestori sia le imprese che intendono lanciare campagne di raccolta.

Con riferimento alle maggiori responsabilità per i gestori di portali, derivanti dalle norme del Regolamento ECSP in base alle quali essi potranno determinare il prezzo di offerta e/o valutare il rischio di credito dei progetti di *crowdfunding* o dei titolari di progetti, i soggetti partecipanti alla *survey* esprimono nella grande maggioranza dei casi un'opinione favorevole, evidenziando come il settore possa trarre beneficio dalla crescente responsabilizzazione dei gestori nella capacità di selezionare le campagne più promettenti, anche nell'ottica di innalzare la trasparenza delle informazioni e pertanto la capacità degli investitori di effettuare scelte consapevoli. Alcuni portali sottolineano che tali attività rientrano già nelle prassi dei gestori, tuttavia, le maggiori responsabilità assegnate ai portali implicheranno il necessario sviluppo di competenze interne oltre alla necessità di *partnership* con soggetti terzi con competenze necessarie. Alcuni portali evidenziano infine come una tale previsione normativa, pur avendo finalità condivisibili, possa recare criticità connesse ai naturali margini di discrezionalità insiti nell'attività di valutazione di un progetto o di un'azienda, specie in chiave prospettica, e possa quindi costituire un fardello troppo oneroso da porre a carico dei gestori, in particolare per quelli di minori dimensioni.

L'opinione complessiva dei gestori di portali in merito all'evoluzione del quadro normativo appare sostanzialmente positiva. Diversi gestori ritengono infatti che l'impianto delle regole europee tragga le mosse anche dall'esperienza italiana, paese che per primo in Europa ha introdotto una normativa specifica per l'*equity crowdfunding*. Le differenze della normativa europea rispetto al Regolamento CONSOB del 2013 sono pertanto percepite in molti casi come naturali in considerazione del fatto che la disciplina nazionale era stata disegnata sulla base delle peculiarità del contesto italiano.

Le innovazioni introdotte dal Regolamento ECSP che vengono viste con maggior favore riguardano l'uniformità delle norme a livello europeo, l'operatività transfrontaliera dei portali subordinata a un'unica autorizzazione, l'ampliamento degli strumenti e delle tipologie di *crowdfunding* contemplate dalla normativa, l'eliminazione della soglia obbligatoria di investimento minimo da parte di investitori professionali, la riduzione del periodo di riflessione contrattuale nonché il rafforzamento dei presidi organizzativi dei portali. Tra le innovazioni che invece destano maggiori perplessità vengono citate la mancata inclusione delle quote degli Oicr (organismi di investimento collettivo del risparmio) nel novero degli strumenti collocabili tramite portali, l'abbassamento del limite di 5 milioni di euro della dimensione massima dell'offerta (dagli 8 milioni precedentemente previsti dalla normativa nazionale), la maggior complessità delle informazioni richieste agli investitori non sofisticati specie con riferimento al reperimento delle informazioni su reddito e patrimonio, il limite di mille euro

per far sorgere obblighi, in capo ai gestori, di fornire un'avvertenza sui rischi e ricevere un consenso esplicito dall'investitore. Tale limite, infatti, potrebbe risultare troppo basso per alcune tipologie di raccolta (ad esempio, nelle campagne di *debt crowdfunding* il taglio medio dell'investimento risulta spesso di gran lunga più elevato).

Tra gli strumenti attivabili per promuovere l'ulteriore sviluppo del settore i gestori di portali indicano la leva fiscale sotto forma di incentivi sia per gli investitori¹⁷ sia per le imprese che fanno ricorso a questo strumento di raccolta. Alcuni portali evidenziano, inoltre, l'importanza delle attività di educazione finanziaria rivolte non solo al pubblico dei risparmiatori, al fine di favorire una maggiore conoscenza di questa opportunità di investimento, ma anche ai soggetti che vogliono intraprendere iniziative imprenditoriali, al fine di fornirgli una formazione specifica sulle modalità pratiche di conduzione di un'offerta al pubblico sui portali di *crowdfunding*. Misure auspicabili sarebbero, inoltre, quelle volte a favorire le possibilità di smobilizzo degli strumenti oggetto di campagne di *crowdfunding*, favorendone la liquidità.

8 Conclusioni

Il *crowdfunding* è una forma di finanziamento che, come detto, ha trovato una regolamentazione a livello nazionale già dal 2013 mentre a livello europeo la normativa è stata definita nel 2020 e ha trovato applicazione a livello domestico solo dalla fine del 2023. L'indagine traccia una ricognizione del settore nella fase che precede la piena applicazione del Regolamento ECSP.

Il presente lavoro è teso a identificare, tramite l'utilizzo di metodi qualitativi, i fattori normativi, economici, sociali e culturali che possono incidere sulla diffusione del *crowdfunding*, esplorando le dinamiche che guidano i vari *stakeholders* del settore, dai gestori delle piattaforme, alle imprese, agli investitori istituzionali e al dettaglio. L'indagine ha coinvolto anche soggetti (imprese e investitori) che non hanno mai utilizzato il *crowdfunding* come forma di finanziamento/investimento, al fine di approfondire sia il grado di conoscenza dello strumento sia i fattori che possono incidere sulla scelta di sperimentare questo canale. Il lavoro, che si concentra solo sull'*investment-based crowdfunding*, ha infine raccolto le prime impressioni circa l'impatto sul mercato italiano della disciplina europea.

La prospettiva offerta dall'analisi qualitativa e l'eterogeneità dei soggetti inclusi nel campione hanno consentito di tracciare un quadro piuttosto ampio degli elementi che possono incentivare il ricorso al *crowdfunding* – sia come forma di

17 Al proposito, il d.l. 34/2020 (cosiddetto 'Decreto 'Rilancio'), rispondendo alla crisi Covid-19, ha innalzato dal 30% al 50% le aliquote per le detrazioni fiscali per le persone fisiche che investono nel capitale di rischio di *start-up* e PMI innovative, con un massimale di € 100.000 per le prime e € 300.000 per le seconde e sotto la condizione di mantenimento dell'investimento per 3 anni. L'agevolazione è subordinata i) alla presentazione di un'istanza sulla piattaforma informatica dedicata e ii) alla capienza dell'impresa interessata rispetto al regime 'de minimis' (Regolamento UE 1407/2013). Ciò vuol dire che qualora la *start-up* o PMI innovativa abbia già ottenuto aiuti o sovvenzioni in precedenza, potrebbe non riuscire a offrire la detrazione al 50% e dovrà ripiegare sull'aliquota del 30%. Restano invece al 30% le deduzioni per gli investitori persone giuridiche.

finanziamento sia come forma di investimento - e di quelli che, al contrario possono comprimere le prospettive di crescita del settore.

Sulla base delle evidenze raccolte, gli elementi incentivanti o disincentivanti del ricorso al *crowdfunding* possono essere ricondotti a due diverse sfere: quella funzionale e strategica e quella attitudinale.

Con riferimento alle imprese, gli elementi incentivanti di tipo funzionale e strategico afferiscono alla dimensione e alla fase di crescita: l'interesse verso il *crowdfunding* sarebbe maggiore nelle fasi di sviluppo del *business* anche in considerazione della possibilità di guadagnare visibilità e ampliare il proprio *network*. Alla sfera attitudinale sono, invece, riconducibili la volontà di aprire il capitale a investitori esterni, l'approccio meno conservativo alla gestione finanziaria dell'azienda e più propenso alla sperimentazione di canali alternativi di finanziamento, la volontà di esporre il proprio progetto imprenditoriale a una valutazione da parte del mercato. Tra gli elementi disincentivanti si collocano anche fattori in astratto qualificabili come culturali, quali la mancanza di conoscenza dello strumento o la presenza di pregiudizi e false convinzioni che rendono talvolta opaca la percezione del valore aggiunto associato al ricorso al *crowdfunding*.

Per gli investitori istituzionali rilevano in maniera predominante elementi disincentivanti di tipo funzionale, quali gli oneri procedurali e organizzativi e i vincoli di risorse connessi all'investimento, mentre non appare determinante il profilo fiscale dell'investimento (data la limitata quota parte del patrimonio investibile in *crowdfunding*). Sostanzialmente diversi i *drivers* dell'investitore professionale, che tiene conto dei vantaggi fiscali e seleziona i progetti in cui investire in ragione della conoscenza diretta dell'imprenditore e del progetto nonché della possibilità di partecipare proattivamente alle scelte aziendali.

Con riferimento agli investitori *retail*, i fattori di stimolo di tipo funzionale sono costituiti dalle prospettive di rendimento e, tra coloro che già hanno esperienza, dalla soddisfazione in merito al servizio prestato dai gestori di portale nonché dalla presenza di incentivi fiscali. A tali elementi si aggiungono fattori di tipo attitudinale quali la percezione di concretezza restituita dall'investimento, l'idea di poter sostenere progetti imprenditoriali all'avanguardia, la curiosità di sperimentare lo strumento e la più elevata propensione all'innovazione. A scoraggiare gli investimenti in *crowdfunding* intervengono, invece, profili soggettivi riconducibili alla propensione verso forme di investimento più tradizionali e a un approccio al rischio dichiaratamente più conservativo. Anche con riferimento agli investitori *retail* gioca un ruolo importante la scarsa familiarità con le caratteristiche dello strumento e le opzioni disponibili, ma l'informazione non sembra sufficiente a convincere i soggetti più restii a esplorare la novità.

In merito all'evoluzione del quadro normativo, l'opinione complessiva dei gestori di portali appare sostanzialmente positiva. Tra le innovazioni accolte con particolare favore rientrano l'obiettivo del legislatore europeo di uniformare la disciplina di settore e la conseguente apertura transfrontaliera dell'operatività dei portali nonché l'ampliamento degli strumenti e delle tipologie di *crowdfunding* contemplate dalla normativa. Tra gli interventi che invece destano maggiori perplessità figurano la mancata

inclusione delle quote degli Oicr nel novero dei valori mobiliari collocabili tramite portali, l'abbassamento della dimensione massima dell'offerta e la maggior complessità di alcune delle informazioni da richiedere agli investitori non sofisticati. L'impressione generale restituita dalla *survey* rivolta ai gestori di portali è quella di un settore in fase di transizione, consapevole dei propri punti di forza e di debolezza, che si sta preparando a cogliere le opportunità derivanti dal nuovo quadro regolamentare e a gestirne gli eventuali aspetti critici. Il Regolamento ECSP costituisce infatti uno stimolo verso la crescente responsabilizzazione dei gestori nella capacità di selezionare le campagne più promettenti, anche nell'ottica di innalzare la trasparenza delle informazioni e pertanto la capacità degli investitori di effettuare scelte consapevoli.

In prospettiva il settore dell'*investment-based crowdfunding* vedrà un incremento della competizione tra gestori di portali di cui potranno beneficiare sia gli investitori sia le imprese che sceglieranno di ricorrere a questa tipologia di raccolta di capitali. L'apertura *cross-border* potrebbe inoltre dare impulso a processi di integrazione e aggregazione tra portali, di *partnership* tra gestori e istituzioni finanziarie o tra operatori di diversa nazionalità nonché di progressiva specializzazione delle piattaforme.

In questo quadro, tra le leve attivabili per dare impulso all'ulteriore sviluppo del mercato rientrano gli incentivi fiscali rivolti a investitori e imprese nonché misure volte a favorire le possibilità di smobilizzo degli strumenti oggetto di campagne di *crowdfunding*, che consentirebbero di mitigare uno dei principali rischi associati a questo tipo di investimento, ossia l'illiquidità.

Informazione e conoscenza rappresentano i necessari presupposti della crescita del comparto. Tuttavia, i benefici di eventuali interventi informativi potrebbero essere più immediatamente utili ove diretti agli imprenditori, mentre la platea degli investitori al dettaglio necessita preliminarmente di iniziative volte ad accrescere la cultura del rischio associato all'investimento.

Riferimenti bibliografici

- Agrawal, A. K., Catalini, C. e Goldfarb, A. (2011), The geography of crowdfunding, NBER working paper series, working paper 16820, <http://www.nber.org/papers/w16820>
- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., e Schweizer, D. (2015), Signaling in Equity Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980, <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
- Angerer, M., Brem, A., Kraus, S. e Peter, A. (2017), Start-up Funding via Equity Crowdfunding in Germany—A Qualitative Analysis of Success Factors, *Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 19, Issue 1, <https://digitalcommons.pepperdine.edu/jef/vol19/iss1/1>
- Barbi, M. e Mattioli, S. (2019), Human capital, investor trust, and equity crowdfunding, *Research in International Business and Finance*, Volume 49, pp. 1-12, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.02.005>
- Battaglia, F., Busato, F. & Manganiello, M. (2022), A cross-platform analysis of the equity crowdfunding Italian context: the role of intellectual capital. *Electron Commer Res* 22, 649–689 (2022). <https://doi.org/10.1007/s10660-020-09453-w>
- Belleflamme, P., Omrani, N. e Peitz, M. (2015), The Economics of Crowdfunding Platforms, *Center for Operation Research and Econometrics*, 33 .10.1016/j.infoecopol.2015.08.003
- Bergmann A., Burton B. e Klaes M. (2021), European perceptions on crowdfunding for renewables: Positivity and pragmatism. *Ecol Econ. Jan*;179:106852. doi: 10.1016/j.ecolecon.2020.106852
- Bernardino, S. e Santos, J. (2020), Crowdfunding: An Exploratory Study on Knowledge, Benefits and Barriers Perceived by Young Potential Entrepreneurs, *Journal of Multinational Financial Management*, 13. 81. 10.3390/jrfm13040081
- Bretschneider U., Leimeister J.M. (2017), Not just an ego-trip: Exploring backers' motivation for funding in incentive-based crowdfunding, *The Journal of Strategic Information Systems*, Volume 26, Issue 4, 2017, pp. 246-260, ISSN 0963-8687, <https://doi.org/10.1016/j.jsis.2017.02.002>
- Caratelli, M., C. Giannotti, N. Linciano e P. Soccorso (2019), Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un'analisi qualitativa, CONSOB, Quaderno FinTech n. 6; disponibile al seguente link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft6>
- Carbone, S., F. Fiamma, T. Marcelli, V. Mirra e D. Zaottini (2016), La qualità della regolazione nell'esperienza della CONSOB. Dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding, CONSOB, Discussion paper n. 6, https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-dp/-/asset_publisher/hXGycwV5V5rC/content/dp6/11973

- Cumming, D., Meoli, M. e Vismara, S. (2019), Investors' choices between cash and voting rights: evidence from dual-class equity crowdfunding, *Research Policy*, Vol. 48 No. 8, p. 103740, doi: 10.1016/j.respol.2019.01.014
- Curry, L.A., I.M. Nembhard e E.H. Bradley (2009), Qualitative and mixed methods provide unique contributions to outcomes research. *Circulation*, 119(10), pp. 1442-1452
- D'Amato, F. (2016), Il crowdfunding per la cultura secondo gli italiani, *ComunicazionepuntoDoc*, Issn 2282-0140, *Stampa* 15:(2016), pp. 271-293, <https://hdl.handle.net/11573/972579>
- Dawson, S., L. Manderson e V.L. Tallo (1993), A manual for the use of focus groups, *Methods for social research in disease*, International Nutrition Foundation for Developing Countries (INFDC), Boston, MA, USA
- De Crescenzo, V., Ribeiro-Soriano, D.E. e Covin, J.G. (2020), Exploring the viability of equity crowdfunding as a fundraising instrument: A configurational analysis of contingency factors that lead to crowdfunding success and failure, *Journal of Business Research*, Volume 115 2020, pp. 348-356, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.09.051>
- Eldridge, D., Nisar, T.M. & Torchia, M. (2021), What impact does equity crowdfunding have on SME innovation and growth? An empirical study. *Small Bus Econ* 56, 105-120. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00210-4>
- Estrin, S., Gozman, D. e Khavul, S. (2018), The evolution and adoption of equity crowdfunding: entrepreneur and investor entry into a new market. *Small Bus Econ* 51, 425-439 (2018). <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0009-5>
- Gerber, E.M. e Hui, J.S. (2017), Developing Makerspaces as Sites of Entrepreneurship, *CSCW '17: Proceedings of the 2017 ACM Conference on Computer Supported Cooperative Work and Social Computing*, February 2017, pp. 2023-2038, <https://doi.org/10.1145/2998181.2998264>
- Hornuf, L., Stenzhorn, E. e Vintis, T. (2022), Are sustainability-oriented investors different? Evidence from equity crowdfunding, *Journal of Technology Transfer* 47, 1662-1689, <https://doi.org/10.1007/s10961-021-09896-9>
- Johan, S., Zhang, Y. (2022), Investors' industry preference in equity crowdfunding, *Journal of Technology Transfer* 47, 1737-1765, <https://doi.org/10.1007/s10961-021-09897-8>
- Junge, L.B., Laursen, I.C. e Nielsen, K.R. (2022), Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?, *Technovation*, Volume 111, 102385, ISSN 0166-4972, <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2021.102385>
- Kang, M., Gao, Y., Wang, T. and Zheng, H. (2016), Understanding the determinants of funders' investment intentions on crowdfunding platforms: A trust-based perspective, *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 116 No. 8, pp. 1800-1819, <https://doi.org/10.1108/IMDS-07-2015-0312>
- Kleinert, S., Volkmann, C. e Grünhagen, M. (2020), Third-party signals in equity crowdfunding: the role of prior financing, *Small Business Economics*, 54, issue 1, p. 341-365, https://EconPapers.repec.org/RePEc:kap:sbusec:v:54:y:2020:i:1:d:10.1007_s11187-018-0125-2
- Krueger, R.A. (1994), *Focus group. A Practical Guide for Applied Research*. London-Beverly Hill Sage

- Löher, J. (2017), The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the preselection process, *Venture Capital* 19(1-2):1-24, doi: 10.1080/13691066.2016.1252510
- Löher, J., Schneck, S. e Werner, A. (2018), A research note on entrepreneurs' financial commitment and crowdfunding success, *Venture Capital*, 20:3, 309-322, doi: 10.1080/13691066.2018.1480864
- Lukkarinen, A., Wallenius, J. e Seppälä, T. (2019), Investor Motivations and Decision Criteria in Equity Crowdfunding, <https://ssrn.com/abstract=3263434>
- Manganiello, M. e Dragulanescu, IV. (2021), Sustainable Equity Crowdfunding Projects: Are They A Driving Force to Revitalise Italy After Global Socio-Economic Consequences of The COVID-19?, *SHS Web of Conference*, Volume 92 (2021), 01030, <https://doi.org/10.1051/shsconf/20219201030>
- Mazzocchini, F.J. and Lucarelli, C. (2023), Success or failure in equity crowdfunding? A systematic literature review and research perspectives, *Management Research Review*, Vol. 46 No. 6, pp. 790-831. <https://doi.org/10.1108/MRR-09-2021-0672>
- Mochkabad Khoramchahi, K. (2020), Equity Crowdfunding: A Systematic Review of the Literature, *Equity Crowdfunding*, Springer Gabler, Wiesbaden, https://doi.org/10.1007/978-3-658-31266-4_2
- Mohammadi, A., Shafi, K. (2018), Gender differences in the contribution patterns of equity-crowdfunding investors. *Small Bus Econ* 50, 275-287, <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9825-7>
- Moritz, A., Block, J. Lutz, E. (2015), Investor communication in equity-based crowdfunding: a qualitative-empirical study, *Qualitative Research in Financial Markets*, Volume 7, issue 3, pp. 309 – 342, <http://dx.doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0021>
- Nitani, M., Riding, A. e He, B. (2019), On equity crowdfunding: investor rationality and success factors, *Venture Capital*, 21:2-3, 243-272, doi: 10.1080/13691066.2018.1468542
- Oprandi, N.C. (2000), *Focus group*. Breve compendio teorico-pratico, emme&erre libri
- Piva, E., Rossi-Lamastra, C. (2018), Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding, *Small Business Economics* 51, 667-686 (2018). <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9950-y>
- Politecnico di Milano (2023), 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, <https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>
- Ralcheva, A. e Roosenboom, P. (2020), Forecasting success in equity crowdfunding, *Small Bus Econ* 55, 39-56, <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00144-x>
- Rodriguez-Ricardo, Y., Sicilia M. e López, M (2018), What drives crowdfunding participation? The influence of personal and social traits, *Spanish Journal of Marketing*, <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/SJME-03-2018-004/full/html>
- Song, Y. e van Boeschoten. R. (2015). Success factors for Crowdfunding founders and funders; <https://doi.org/10.48550/arXiv.1503.00288>
- Shafi, K. (2021), Investors' evaluation criteria in equity crowdfunding, *Small Business Economics*, Springer, vol. 56(1), pp. 3-37, January
- van Bavel, R. e F.J. Dessart (2018), The case for qualitative methods in behavioural studies for EU policy-making, *JRC Science for Policy Report*, Joint Research Centre

- van Bavel, R., N. Rodríguez-Priego e I. Maghiros (2015), Seven Points to Remember when Conducting Behavioural Studies in Support of EU Policy-making, Joint Research Centre
- Veltri, G.A., J. Lim e R. Miller (2014), More than meets the eye: The contribution of qualitative research to evidence based policy making, [Editorial] *Innovation*, 27(1), pp. 1-4
- Vismara, S. (2016), Equity retention and social network theory in equity crowdfunding, *Small Business Economics*, 46(4), 579-590
- Vismara, S. (2018), Information cascades among investors in equity crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 42(3), 467-497
- Vismara, S. (2019), Sustainability in equity crowdfunding, *Technological Forecasting and Social Change*, 141, 98-106, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.07.014>

Appendice

1 Il questionario per la *survey* sui gestori di piattaforme

Survey CONSOB: Il *crowdfunding* in Italia Questionario per i gestori di portali

Obiettivo della *survey*

Con la presente *survey*, la CONSOB si propone di raccogliere evidenze circa le caratteristiche degli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*. L'Istituto è, inoltre, interessato a valutare i possibili riflessi sulla attività dei gestori di portali derivanti dall'innovazione del quadro regolamentare di riferimento. La *survey* è diretta a un campione rappresentativo dei gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria del Registro tenuto dalla CONSOB.

SOCIETÀ DI GESTIONE DI PORTALE:
NOME DEL PORTALE:
DATA DI AVVIO DELL'ATTIVITÀ:
INDIRIZZO INTERNET DEL PORTALE:
NOME DEL REFERENTE DELLA <i>SURVEY</i> :
NUMERO DI TELEFONO DEL REFERENTE:
EMAIL DEL REFERENTE:

* * *

Indichi se la sua Società gradisce essere citata esplicitamente nella pubblicazione che illustrerà i risultati aggregati della presente *survey* o se preferisce aderire alla ricerca su base anonima:

- La mia Società aderisce alla ricerca e acconsente ad essere citata in sede di pubblicazione
- La mia Società aderisce alla ricerca, ma preferisce restare anonima

SEZIONE 1

Dati relativi alle campagne pubblicate e concluse sul portale

1.a Con riferimento alle campagne di *crowdfunding* gestite sul portale si indichino le seguenti informazioni (a partire dall'avvio del portale fino al 30 settembre 2022):

Numero totale	
Numero campagne concluse con successo	
Ammontare raccolto	

Durata media	
Ripartizione tra <i>equity</i> e <i>non-equity</i> (in %)	
Settore prevalente delle campagne gestite	

1.b Il suo portale dispone di un database di dati strutturati relativi agli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding* (ossia dati con profondità storica e distribuiti per genere ed età)?

- a) sì
b) no

Le domande che seguono si riferiscono alle campagne di crowdfunding gestite sul portale e concluse con successo.

- *Se nella domanda 1.b è stata selezionata l'opzione a) rispondere alle domande della Sezione 2 (indicando, ove richiesto, se i dati forniti si riferiscono all'intero universo degli investitori attivi sulla sua piattaforma o a un campione).*
- *Se nella domanda 1.b è stata selezionata l'opzione b) rispondere alle domande della Sezione 3*

SEZIONE 2

Con riferimento alle domande della presente Sezione si prega di riportare dati riferiti alla data del 31 ottobre 2022. Nel caso ciò non fosse possibile o risultasse troppo oneroso, si richiede di riportare le informazioni all'ultima data disponibile indicandola nella tavola.

2. Distribuzione degli investitori tra persone fisiche (PF) e giuridiche (PG)

	ammontare raccolto per classe	n. campagne	n. investitori
quota PF pari o superiore al 50%			
quota PF inferiore al 50%			
esclusivamente PG			
dati al: _____ (indicare la data di riferimento)			
riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)			

3. Persone fisiche: ammontare medio sottoscritto e numero

Si indichino le seguenti informazioni relative agli investitori PF che hanno aderito a campagne di crowdfunding sul vostro portale.

Ammontare sottoscritto	
n. investitori totale	
n. investitori uomini	
età media investitori uomini	
età media investitori donne	
dati al: _____ (indicare la data di riferimento)	
riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)	

4. Persone fisiche: esperienza dell'investitore in termini di ammontare

Si riporti l'ammontare sottoscritto dagli investitori PF in base al numero di campagne a cui hanno aderito.

	ammontare complessivamente sottoscritto da investitori che hanno aderito a una sola campagna	ammontare complessivamente sottoscritto da investitori che hanno aderito a più di una campagna
ammontare complessivamente sottoscritto da investitori donne		
<i>distribuzione per fasce d'età</i>		
età 18-34 donne		
età 35-44 donne		
età 45-54 donne		
età 55-64 donne		
over 65 donne		
ammontare complessivamente sottoscritto da investitori uomini		
<i>distribuzione per fasce d'età</i>		
età 18-34 uomini		
età 35-44 uomini		
età 45-54 uomini		
età 55-64 uomini		
over 65 uomini		
dati al: _____ (indicare la data di riferimento) riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)		

5. Persone fisiche: esperienza dell'investitore in termini di numero

Si riporti il numero di investitori (totale e distribuito per fasce d'età) in base al numero di campagne a cui hanno aderito.

	investitori che hanno aderito a una sola campagna	investitori che hanno aderito a più di una campagna
totale donne		
<i>distribuzione per fasce d'età</i>		
età 18-34 donne		
età 35-44 donne		
età 45-54 donne		
età 55-64 donne		
over 65 donne		
totale uomini		
<i>distribuzione per fasce d'età</i>		
età 18-34 uomini		
età 35-44 uomini		
età 45-54 uomini		
età 55-64 uomini		
over 65 uomini		
dati al: _____ (indicare la data di riferimento) riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)		

6. Persone fisiche: ammontare sottoscritto per tipologia di quote

Si riporti l'ammontare sottoscritto dagli investitori PF per ciascuno dei segmenti indicati.

	con diritto di voto	senza diritto di voto	miste (con diritto di voto oltre una soglia)
totale donne			
<i>distribuzione per fasce d'età</i>			
età 18-34 donne			
età 35-44 donne			
età 45-54 donne			
età 55-64 donne			
over 65 donne			
totale uomini			
<i>distribuzione per fasce d'età</i>			
età 18-34 uomini			
età 35-44 uomini			
età 45-54 uomini			
età 55-64 uomini			
over 65 uomini			
dati al: _____ (indicare la data di riferimento) riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)			

7. Con riferimento agli investitori persone giuridiche si indichino le seguenti informazioni

	ammontare complessivamente sottoscritto	numero di investitori	numero di campagne
totale			
di cui investitori istituzionali			
fondazioni bancarie			
incubatori di <i>start-up</i>			
supporto a innovazione PMI			
dati al: _____ (indicare la data di riferimento) riferibili a _____% degli investitori attivi sul portale (indicare il campione rispetto al quale sono state stimate le informazioni fornite nella presente Sezione in termini di quota sul totale degli investitori)			

SEZIONE 3

8. Sarebbe in grado di tracciare il profilo tipico dell'investitore attivo sulla sua piattaforma in termini di personalità fisica o giuridica e, in caso di persona fisica, genere, età, conoscenze finanziarie ecc.?
(risposta aperta)

SEZIONE 4

9. **Bias nell'investimento: in relazione agli investitori attivi sulla sua piattaforma, nella sua esperienza, in che misura ritiene condivisibili le seguenti affermazioni? (1= per niente condivisibile, 5=pienamente condivisibile)**

1. Gli investitori tendono a scegliere società localizzate in un'area geografica prossima alla loro residenza	1	2	3	4	5
2. Gli investitori tendono a investire in settori differenti a seconda delle loro caratteristiche socio-demografiche (specificare; es. gli investitori più giovani mostrano una preferenza verso l'investimento in società tecnologiche)	1	2	3	4	5
3. Gli investitori tendono a investire maggiormente in campagne con un'elevata partecipazione di investitori istituzionali	1	2	3	4	5
4. Gli investitori tendono a investire maggiormente in campagne in cui le quote societarie distribuite al pubblico sono più basse e l'imprenditore trattiene la maggior parte delle quote	1	2	3	4	5
5. Gli investitori tendono a investire maggiormente in società più attive sui <i>social</i>	1	2	3	4	5
6. Gli investitori tendono a investire maggiormente in società più conosciute attraverso vari canali di informazione	1	2	3	4	5

SEZIONE 5

10. **Percentuale di ammissione delle campagne rispetto alle richieste ricevute**

Entro il 25%	<input type="checkbox"/>
Tra il 25% e il 50%	<input type="checkbox"/>
Tra il 50% e il 75%	<input type="checkbox"/>
Tra il 75% e il 100%	<input type="checkbox"/>

11.a **Tipologia di interlocutori che richiedono di avviare le campagne (ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. C del Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali tramite portali *online* del 26 giugno 2013) e quota sul totale**

piccole e medie imprese come definite nel Regolamento UE 2017/1129	<input type="checkbox"/>	___ % del totale
<i>start-up</i> innovative, comprese <i>start-up</i> a vocazione sociale e turismo come definite dal DL 83/2014	<input type="checkbox"/>	___ % del totale
piccole e medie imprese innovative come definite nel DL 3/2015	<input type="checkbox"/>	___ % del totale
Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese	<input type="checkbox"/>	___ % del totale
società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese	<input type="checkbox"/>	___ % del totale

11.b **Tipo di informazioni necessarie al gestore per la valutazione della richiesta**

Intervista con imprenditori/proprietari del business	<input type="checkbox"/>
Informazioni sulla <i>equity retention</i>	<input type="checkbox"/>
Analisi di settore	<input type="checkbox"/>
Business plan/ bilanci	<input type="checkbox"/>
Valutazioni <i>pre-money</i>	<input type="checkbox"/>
Altro	Indicare _____

- 12.a Per la decisione di ammissione sulla piattaforma di una richiesta vengono usati anche sistemi esperti/ software/ algoritmi?
- a) No, e non abbiamo intenzione di farlo
 - b) Non ancora, ma lo faremo a breve
 - c) Sì
- 12.b L'organizzazione del processo di selezione è stata stabilita:
- a) Per esperienza sul campo
 - b) Perché è la prassi del mercato di riferimento
 - c) Per indicazione ricevuta da consulenti
 - d) Altro [specificare]

SEZIONE 6

Le domande che seguono si riferiscono agli effetti dell'evoluzione del contesto di riferimento sull'operatività del settore.

13. Quali considerazioni in merito agli effetti sul settore della crisi da Covid-19 (ad esempio, ritiene che siano cambiate le caratteristiche o il comportamento degli investitori interessati alle campagne di *crowdfunding*)? E quali considerazioni in merito agli effetti del più recente conflitto russo-ucraino? *(risposta aperta)*
14. Quali considerazioni in merito alle possibili applicazioni dell'innovazione tecnologica nel settore del *crowdfunding*, sia con riferimento all'attività di gestione di portali sia con riferimento alla tipologia di campagne? *(risposta aperta)*
15. Di seguito le chiediamo di esprimere alcune valutazioni in merito al nuovo Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese e all'impatto sul mercato italiano

A partire dal novembre 2021 trova applicazione il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 20 ottobre 2020, che introduce taluni elementi di novità rispetto all'impianto normativo precedentemente definito dal Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *online* adottato dalla CONSOB con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24 febbraio 2016, n. 20204 del 29 novembre 2017, n. 20264 del 17 gennaio 2018, n. 21110 del 10 ottobre 2019 e n. 21259 del 6 febbraio 2020.

- 15.a A tal proposito si ricorda che il nuovo Regolamento prevede che il perimetro delle imprese che possono far ricorso al *crowdfunding* non siano più solo PMI e *start-up* innovative, ma anche a persone fisiche che cercano finanziamenti per un 'progetto' imprenditoriale. Quali considerazioni in merito? *(risposta aperta)*
- 15.b Il nuovo Regolamento prevede, inoltre, che i gestori di piattaforme possano prestare i propri servizi di *crowdfunding* anche in via transfrontaliera. Quali considerazioni in merito all'apertura cross-border e ai gestori di portali di nazionalità estera? Quali leve potranno essere utilmente utilizzate

per far fronte alla concorrenza (ad esempio: riduzione delle commissioni/ innalzamento della qualità delle offerte)? *(risposta aperta)*

15.c Il nuovo Regolamento prevede, infine, che i gestori possano determinare il prezzo di offerta e/o valutare il rischio di credito dei progetti di *crowdfunding* o dei titolari di progetti (dando adeguata spiegazione dei metodi utilizzati per la valutazione). Quali considerazioni in merito a tali maggiori responsabilità previste a carico dei gestori? *(risposta aperta)*

15.d Nella sua opinione, quali punti di forza presenta il nuovo Regolamento UE rispetto al previgente Regolamento CONSOB? E quali punti di debolezza? *(risposta aperta)*

15.e Eventuali altre considerazioni *(risposta aperta)*

16. Quali leve potrebbero essere individuate per promuovere il settore? Quali barriere dovrebbero essere rimosse? Quali problemi restano aperti? *(risposta aperta)*

Ad esempio: incentivi fiscali/implementazione di sistemi idonei a facilitare lo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite di portali online per la raccolta di capitale/trade-off costo-rendimento dell'investimento e valutazione rispetto alla soglia massima dell'investimento/incertezza rispetto alle opportunità di rendimento...

2 Le tracce delle interviste alle imprese (*question-lines*)

2.1 La traccia per le imprese che hanno già fatto ricorso al *crowdfunding*

QUESTIONARIO

La scelta delle imprese di raccogliere risorse tramite *crowdfunding*

Introduzione

- presentazione del moderatore e dell'istituto
- Come le avrà già anticipato la persona che l'ha contattata per chiedere la sua disponibilità al partecipare, stiamo conducendo un'indagine tra le PMI sui temi dell'accesso ai mercati di capitali e del crowdfunding in particolare. Ci interessa molto l'esperienza della sua azienda ed è per noi fondamentale raccogliere il suo prezioso punto di vista.
- RASSICURAZIONE SULL'ANONIMITÀ dei dati/delle risposte
- Presentazione dell'intervistato e dell'azienda → sede e settore aziendale, anno di fondazione dell'azienda, ruolo dell'intervistato in azienda, storicità del rapporto con l'azienda

SEZIONE 1 – CARATTERISTICHE DELL'IMPRESA

Iniziamo a parlare della struttura/organizzazione della sua impresa

1. Mi potrebbe gentilmente indicare l'assetto della proprietà della sua impresa? (*Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei*)
 - a. Proprietà delle azioni/quote concentrata in pochi soci con legami di parentela
 - b. Proprietà delle azioni/quote concentrata in pochi soci senza legami di parentela
 - c. Proprietà delle azioni/quote diffusa
 - d. Altro (specificare _____)
2. Nella compagine azionaria sono presenti fondi di *private equity*?
 - a. Sì
 - b. No
 - c. Non saprei
3. Come descriverebbe la gestione manageriale della sua impresa? (*una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei*)
 - a. Gestione fondamentalmente di tipo familiare
 - b. Gestione basata anche sull'apporto di risorse manageriali esterne
 - c. Gestione basata esclusivamente sull'apporto di risorse manageriali esterne
 - d. È presente un amministratore delegato esterno
 - e. Inserisca altri elementi eventualmente utili a rispondere alla domanda (specificare _____)

4. Parliamo ora del livello di digitalizzazione della sua impresa. In particolare, mi potrebbe indicare se la sua impresa... (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- ha un sito web
 - è presente sui *social media* e li utilizza
 - effettua vendite *online*
 - utilizza il *cloud computing*
 - fornisce formazione di tipo informatico al proprio personale
 - ha un sistema di *cyber security* (sicurezza cibernetica)
 - utilizza strumenti digitali avanzati (specificare _____) (es. per la produzione/servizio offerto...per la gestione dei flussi denaro/gestione finanziaria ...)
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 2 – EDUCATION / SCOUTING

5. Avete mai partecipato a programmi di formazione/scouting finalizzati a favorire un avvicinamento delle imprese alla quotazione e, in generale, una maggiore apertura ai mercati dei capitali?
- Si
 - No, ma siamo interessati a farlo nel prossimo futuro
 - No (specificarne il motivo_____)
6. (se D5=a) Tale esperienza è stata utile?
- Molto
 - Abbastanza
 - Poco (specificarne il motivo_____)
 - Per nulla (specificarne il motivo_____)
7. (se D5=a, b) Su quali aree/contenuti ritiene che sia stata/sarebbe più utile l'organizzazione di percorsi formativi/di scouting in relazione all'accesso al mercato dei capitali? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Costi di ammissione e obblighi di permanenza
 - Benefici della quotazione
 - Competenze manageriali
 - Processo di quotazione e soggetti coinvolti
 - Modalità attraverso cui individuare le tempistiche migliori di accesso al mercato
 - Opportunità della digitalizzazione in ambito finanziario
 - Strumenti di finanza sostenibile (ad es. green bond)
 - Integrazione della sostenibilità nel modello di business
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 3 – SCELTA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

8. Indichi i canali di finanziamento **diversi dal crowdfunding** a cui ha fatto ricorso la sua impresa (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- apertura del capitale a investitori terzi
 - prestiti bancari
 - obbligazioni
 - sostegno pubblico
 - altro (specificare _____)
 - Solo fondi propri

Parliamo ora dei mercati dei Capitali

9. *(se D8 = a)* Può specificare quali canali la sua impresa ha utilizzato? *(Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)*
- L'ammissione a quotazione delle proprie azioni su mercati italiani o esteri
 - L'apertura dei capitali a fondi di private equity
 - L'ingresso di controparti industriali (joint ventures/fusioni)
 - Altro (specificare _____)
10. *(se D8 = not a)* Per quale motivo non avete considerato l'ipotesi di acquisire risorse finanziarie tramite l'apertura del proprio capitale a investitori terzi tramite canali diversi dal *crowdfunding*? *(Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)*
- Non abbiamo avuto la necessità di acquisire nuove risorse finanziarie
 - Abbiamo buoni rapporti con istituti di credito che soddisfano le nostre necessità
 - Riteniamo che rivedere il nostro assetto organizzativo comporterebbe costi troppo elevati
 - Non prevediamo che la nostra crescita dimensionale sia tale da richiedere l'apertura del capitale a soggetti terzi nel prossimo futuro
 - Altro (specificare _____)
11. *(se D8 = a & D5 =a)* Nella decisione di aprire il capitale a investitori terzi quanto ha pesato la partecipazione a percorsi formativi/di scouting?
- Molto
 - Abbastanza
 - Poco
 - Per nulla
12. Nella sua opinione, cosa potrebbe incentivare un'impresa a richiedere l'ammissione a quotazione delle proprie azioni? *(Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)*
- Semplificazione del processo
 - Incentivi fiscali (specificare quali tipi di incentivi sarebbero maggiormente utili)
 - Riduzione dei costi di ammissione a quotazione
 - Riduzione dei costi di permanenza sul mercato
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 4 – SCELTA DEL *CROWDFUNDING*

Pensi alla campagna di *crowdfunding* che la sua impresa ha avviato più di recente...

13. Si trattava di una campagna di...
- Equity crowdfunding
 - Debt crowdfunding
 - Lending crowdfunding

14. Chi ha avuto l'idea di avviare la campagna di *crowdfunding*? (multipla)
- La proprietà (in caso di proprietà concentrata)
 - L'assemblea dei soci (in caso di proprietà diffusa)
 - CdA/amministratori
 - Consulente/i
 - Dipendente/i
 - Altro (specificare _____)
- ➔ se utile /se non emerge in spontaneo approfondire il contesto in cui è nata l'idea/si è sposata l'idea ➔ es. c'è stato passaparola di altri imprenditori, se un'idea proposta da esterni (es. consulenti) perché hanno ritenuto utile proporla all'azienda ...se era un momento particolare per l'azienda, come è stata accolta dalle figure con potere decisionale (es. CFO, imprenditore, CdA,), era uno strumento conosciuto vs non se ne sapeva nulla in azienda.
15. Per quale motivo avete considerato il *crowdfunding* come fonte di finanziamento? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Minori costi rispetto ad altri canali (ad es.: banca, istituti di credito, ingresso nei mercati dei capitali)
 - La facilità del processo sottostante la campagna di CF rispetto alla complessità delle altre procedure di finanziamento
 - La volontà di ampliare il network relazionale
 - La volontà di ampliare la compagine azionaria
 - La natura del progetto da finanziare (specificare _____)
 - Le caratteristiche dell'azionariato che intendevamo coinvolgere (specificare _____)
 - Altro (specificare _____)
16. (D13= not C) Per quale motivo non avete considerato il *lending crowdfunding* come fonte di finanziamento? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- maggiori costi rispetto ad altri canali (es. banca, istituti di credito, ingresso nei mercati dei capitali ecc)
 - minore facilità del processo sottostante rispetto alla campagna di *equity/debt crowdfunding*
 - Per la natura del progetto da finanziare (spiegare_____)
 - Per le caratteristiche dell'azionariato che intendevamo coinvolgere (spiegare _____)
 - Altro (specificare _____)
17. (D13 = not b) Per quale motivo non avete considerato il *debt crowdfunding* come fonte di finanziamento? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- maggiori costi rispetto ad altri canali (es. banca, istituti di credito, ingresso nei mercati dei capitali ecc.)
 - minore facilità del processo sottostante rispetto alla campagna di *equity/lending crowdfunding*
 - Per la natura del progetto da finanziare (spiegare_____)
 - Per le caratteristiche dell'azionariato che intendevamo coinvolgere (spiegare _____)
 - Altro (specificare _____)

18. Attraverso quale/i canale/i avete scelto la piattaforma di *crowdfunding*? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Pubblicità su internet/tv
 - Consiglio di persone fidate
 - Canali social
 - Conoscenza diretta del portale
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 5 – INFORMAZIONI SUL PROGETTO FINANZIATO

19. In che categoria rientra il progetto che ha deciso di finanziare attraverso il *crowdfunding* (ad esempio, innovazione tecnologica, sostenibilità ambientale, food delivery, ecc.)? (risposta aperta)
20. Avete finanziato il progetto anche attraverso altre fonti?
- Sì
 - Sì ma senza successo
 - No
21. (se D20 = a) Indicare quali (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla):
- Finanziamento bancario
 - Obbligazioni
 - Private equity
 - Sostegno pubblico
 - Altro (specificare)
22. (se D20 = a) In percentuale, quanto vale il finanziamento in CF rispetto agli altri strumenti utilizzati per il finanziamento del progetto?
- 0-10%
 - 10-30%
 - 30-50%
 - +50%
23. Il progetto della Sua impresa è stato giudicato negativamente da una o più piattaforme di *crowdfunding* prima di essere selezionato?
- È stato rifiutato solo da una piattaforma
 - È stato rifiutato da due o più piattaforme
 - No, mai

SEZIONE 6 – GIUDIZIO SULLA PIATTAFORMA e SULLA CAMPAGNA

24. Siete soddisfatti del servizio offerto dalla piattaforma che ha curato la vostra più recente campagna di *crowdfunding*?
- Molto
 - Abbastanza
 - Poco
 - Per nulla

25. Se (se D24= c OR d), cosa non ha funzionato? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Tempistiche non soddisfacenti
 - Costi eccessivi
 - Complessità del processo
 - Scarsa visibilità
 - Eccessivi obblighi di trasparenza
 - Altro (specificare)
26. Quanto è durato l'intero processo (dal primo contatto col gestore all'erogazione dei fondi) sottostante la vostra più recente campagna di *crowdfunding*?
- Meno di 6 mesi
 - Da 6 mesi a un anno
 - Oltre un anno
27. Vi ritenete soddisfatti dell'ammontare di denaro raccolto?
- Molto, ho superato la soglia obiettivo
 - Abbastanza, ho ottenuto esattamente la quantità obiettivo
 - Poco, ho raccolto meno della soglia obiettivo
 - Per nulla
28. Rispetto alle altre fonti, come giudica il *crowdfunding* per lo sviluppo della Sua impresa?
- Fondamentale
 - Utile
 - Poco utile
 - Non utile
29. Complessivamente, come giudica il trade-off tra costi e benefici del *crowdfunding*?
- Molto vantaggioso
 - Moderatamente vantaggioso
 - Poco vantaggioso
 - Per nulla vantaggioso
30. I costi sostenuti per avviare e concludere la campagna sono stati in linea con quanto preventivato?
- Sì
 - In parte
 - No
 - Non so
31. Allo stato attuale, ritiene che la vostra impresa necessiterà di reperire ulteriori fonti di finanziamento nel prossimo futuro?
- Sì
 - No
 - Non so

32. Se 'sì' alla precedente, avete intenzione di avviare nuove campagne di *crowdfunding* nel prossimo futuro?
- Sì
 - No
 - Non so
33. In futuro si affiderà alla stessa piattaforma?
- Sì
 - No
 - Non saprei

SEZIONE 7 – DATI DI CLASSIFICAZIONE

Per classificare i dati raccolti, ora le sottopongo qualche domanda relativa ai dati finanziari della sua impresa

34. Le chiedo cortesemente di fornirmi le seguenti informazioni: *(Risposte Aperte)*

Fatturato dell'ultimo esercizio in milioni di euro:	
Tasso di crescita medio del fatturato degli ultimi 3 anni:	
Quota di fatturato realizzata all'estero nell'ultimo esercizio:	
Margine Operativo dell'ultimo esercizio in euro:	
Tasso di crescita medio margine operativo lordo degli ultimi 3 anni:	
Leverage medio degli ultimi 3 anni (debiti totali/mezzi propri):	
Settore di operatività [campo in cui selezionare settori secondo classificazione NACE]:	
Data di costituzione dell'impresa:	
Numero di dipendenti:	
Numero dei soci:	

2.2 La traccia per le imprese che non hanno mai fatto ricorso al *crowdfunding*

QUESTIONARIO

Le opportunità connesse alla raccolta di risorse tramite *crowdfunding*

Introduzione

- presentazione del moderatore e dell'istituto
- Stiamo conducendo un'indagine tra le PMI sui temi dell'accesso ai mercati di capitali e del *crowdfunding* in particolare. Ci interessa molto l'esperienza della sua azienda ed è per noi fondamentale raccogliere il suo prezioso punto di vista.
- RASSICURAZIONE SULL'ANONIMITÀ dei dati/delle risposte
- Presentazione dell'intervistato e dell'azienda → sede e settore aziendale, anno di fondazione dell'azienda, ruolo dell'intervistato in azienda, storicità del rapporto con l'azienda

SEZIONE 1 – CARATTERISTICHE DELL'IMPRESA

Iniziamo a parlare della struttura/organizzazione della sua impresa

1. Mi potrebbe gentilmente indicare l'assetto della proprietà della sua impresa? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei)
 - a. Proprietà delle azioni/quote concentrata in pochi soci con legami di parentela
 - b. Proprietà delle azioni/quote concentrata in pochi soci senza legami di parentela
 - c. Proprietà delle azioni/quote diffusa
 - d. Altro (specificare _____)
2. Nella compagine azionaria sono presenti fondi di *private equity*?
 - a. Sì
 - b. No
 - c. Non saprei
3. Come descriverebbe la gestione manageriale della sua impresa? (una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
 - a. Gestione fondamentalmente di tipo familiare
 - b. Gestione basata anche sull'apporto di risorse manageriali esterne
 - c. Gestione basata **esclusivamente** sull'apporto di risorse manageriali esterne
 - d. È presente un amministratore delegato esterno
 - e. Inserisca altri elementi eventualmente utili a rispondere alla domanda (specificare _____)

4. Parliamo ora del livello di digitalizzazione della sua impresa. In particolare, mi potrebbe indicare se la sua impresa... (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- ha un sito web
 - è presente sui *social media* e li utilizza
 - effettua vendite *online*
 - utilizza il *cloud computing*
 - fornisce formazione di tipo informatico al proprio personale
 - ha un sistema di *cyber security* (sicurezza cibernetica)
 - utilizza strumenti digitali avanzati (specificare _____)
(es. per la produzione/servizio offerto...per la gestione dei flussi denaro/gestione finanziaria ...)
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 2 – EDUCATION / SCOUTING

5. Avete mai partecipato a programmi di formazione/scouting finalizzati a favorire un avvicinamento delle imprese alla quotazione e, in generale, una maggiore apertura ai mercati dei capitali?
- Si
 - No, ma siamo interessati a farlo nel prossimo futuro
 - No (specificarne il motivo_____)
6. (se D5=a) Tale esperienza è stata utile?
- Molto
 - Abbastanza
 - Poco (specificarne il motivo_____)
 - Per nulla (specificarne il motivo_____)
7. (se D5=a, b) Su quali aree/contenuti ritiene che sia stata/sarebbe più utile l'organizzazione di percorsi formativi/di scouting in relazione all'accesso al mercato dei capitali? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Costi di ammissione e obblighi di permanenza
 - Benefici della quotazione
 - Competenze manageriali
 - Processo di quotazione e soggetti coinvolti
 - Modalità attraverso cui individuare le tempistiche migliori di accesso al mercato
 - Opportunità della digitalizzazione in ambito finanziario
 - Strumenti di finanza sostenibile (ad es. green bond)
 - Integrazione della sostenibilità nel modello di business
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 3 – SCELTA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO

8. Indichi i canali di finanziamento a cui ha fatto ricorso la sua impresa (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- apertura del capitale a investitori terzi
 - prestiti bancari
 - obbligazioni
 - sostegno pubblico
 - altro (specificare _____)
 - Solo fondi propri

9. *(se D8 = a & D5 =a)* Nella decisione di aprire il capitale a investitori terzi quanto ha pesato la partecipazione a percorsi formativi/di scouting?
- Molto
 - Abbastanza
 - Poco
 - Per nulla
10. Nella sua opinione, cosa potrebbe incentivare un'impresa a richiedere l'ammissione a quotazione delle proprie azioni? *(Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)*
- Semplificazione del processo
 - Incentivi fiscali (specificare quali tipi di incentivi sarebbero maggiormente utili)
 - Riduzione dei costi di ammissione a quotazione
 - Riduzione dei costi di permanenza sul mercato
 - Altro (specificare _____)

Parliamo ora dei mercati dei Capitali

11. La sua impresa ha mai acquisito informazioni in merito al *crowdfunding*?
- Sì
 - Sì, ma senza approfondire
 - No, ma lo faremo nel prossimo futuro
 - No

SEZIONE 4 – CONOSCENZA E PERCEZIONE DEL *CROWDFUNDING*

12. *(se D11 = a OR b)* Attraverso quale/i canale/i avete acquisito informazioni in merito al *crowdfunding*? *(multipla)*
- Pubblicità su internet/tv
 - Persone fidate
 - Canali *social*
 - Conoscenza diretta del portale *(singola)*
 - Altro (specificare _____)

SI LEGGE LA SCHEDA DESCRITTIVA PREDISPOSTA DA CONSOB

Prime reazioni, commenti, info note vs info non note/che sorprendono, cosa si conosceva effettivamente del *crowdfunding* versus si ignorava, quali le false convinzioni/eventuali stereotipi pregressi

13. La sua impresa prenderebbe in considerazione uno o più dei seguenti canali di finanziamento? *(Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei)*
- Equity crowdfunding
 - Debt crowdfunding
 - Lending crowdfunding
 - No, nessuno dei precedenti

14. (se D13= d) Per quale motivo non prendereste in considerazione l'ipotesi di acquisire risorse finanziarie tramite il *crowdfunding*? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Non abbiamo una conoscenza approfondita del canale
 - Riteniamo il processo sottostante troppo complesso rispetto alle altre procedure di finanziamento
 - Al momento non abbiamo la necessità di acquisire nuove risorse finanziarie
 - Abbiamo buoni rapporti con istituti di credito che soddisfano le nostre necessità
 - Riteniamo che rivedere il nostro assetto organizzativo comporterebbe costi troppo elevati
 - Non prevediamo che la nostra crescita dimensionale sia tale da richiedere l'apertura del capitale a soggetti terzi nel prossimo futuro
 - Altro (specificare _____)

SEZIONE 5 – PROSPETTIVE

15. Riterreste utile acquisire ulteriori informazioni in merito al *crowdfunding*?
- Si
 - No
 - Non so
16. (se D15 = a) Attraverso quale/i canale/i riterreste utile informarvi in merito al *crowdfunding*? (Una risposta per ciascun item. 0=No, 1=Si, 99=Non saprei) (multipla)
- Pubblicità su internet/tv
 - Persone fidate (specificare _____)
 - Canali *social* (specificare _____)
 - Siti istituzionali
 - Altro (specificare _____)
17. Che tipo di progetti riterreste adatti per un finanziamento attraverso il *crowdfunding* (ad esempio, innovazione tecnologica, sostenibilità ambientale, *food delivery*, ecc.)? (risposta aperta)
18. Allo stato attuale, ritiene che la sua impresa necessiterà di reperire ulteriori fonti di finanziamento nel prossimo futuro?
- Si
 - No
 - Non so
19. Se 'sì' alla precedente, avete intenzione di avviare campagne di *crowdfunding* nel prossimo futuro?
- Si
 - No
 - Non so

SEZIONE 6 – DATI DI CLASSIFICAZIONE

Per classificare i dati raccolti, ora le sottopongo qualche domanda relativa ai dati finanziari della sua impresa

20. Le chiedo cortesemente di fornirmi le seguenti informazioni: (Risposte Aperte)

Fatturato dell'ultimo esercizio in milioni di euro:	
Tasso di crescita medio del fatturato degli ultimi 3 anni:	
Quota di fatturato realizzata all'estero nell'ultimo esercizio:	
Margine Operativo dell'ultimo esercizio in euro:	
Tasso di crescita medio margine operativo lordo degli ultimi 3 anni:	
Leverage medio degli ultimi 3 anni (debiti totali/mezzi propri):	
Settore di operatività [campo in cui selezionare settori secondo classificazione NACE]:	
Data di costituzione dell'impresa:	
Numero di dipendenti:	
Numero dei soci:	

3 La traccia delle interviste agli investitori istituzionali e professionali (question-lines)

L'investimento in *crowdfunding* Survey CONSOB

Obiettivo della *survey*. La *survey* si propone di raccogliere evidenze circa le motivazioni alla base della scelta di investire in *crowdfunding*.

A partire dal novembre 2021 trova applicazione il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding*, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 20 ottobre 2020, che introduce taluni elementi di novità rispetto all'impianto normativo precedentemente definito dal Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *online* adottato dalla CONSOB con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24 febbraio 2016, n. 20204 del 29 novembre 2017, n. 20264 del 17 gennaio 2018, n. 21110 del 10 ottobre 2019 e n. 21259 del 6 febbraio 2020. *Alla luce dell'innovazione del quadro di riferimento la CONSOB è interessata a valutare i possibili riflessi sulla propensione verso questo tipo di investimenti da parte di investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative, investitori a supporto delle piccole e medie imprese e così via.*

SOCIETÀ:
NOME DEL REFERENTE:
NUMERO DI TELEFONO DEL REFERENTE:
EMAIL DEL REFERENTE:

* * *

Indichi se la sua Società gradisce essere citata esplicitamente nella pubblicazione che illustrerà i risultati aggregati della presente *survey* o se preferisce aderire alla ricerca su base anonima:

La mia Società aderisce alla ricerca e consente di essere citata in sede di pubblicazione

La mia Società aderisce alla ricerca, ma preferisce restare anonima

1. Esperienza

1.1 La sua Società ha mai investito in progetti imprenditoriali finanziati tramite campagne di *crowdfunding*?

Si indichino le seguenti informazioni (*aperta*):

Numero totale di campagne a cui la Società ha partecipato in qualità di investitore	
Ammontare medio investito (in €)	
Percentuale media finanziata rispetto al capitale richiesto per singola offerta	
Percentuale investimenti in EC rispetto al portafoglio detenuto	
Durata media dell'investimento	
Categoria/e del progetto finanziato (ad esempio, innovazione tecnologica, sostenibilità ambientale, food delivery, ecc.)	

1.2 Per quale motivo avete considerato il *crowdfunding* come possibile investimento? (*multipla*)

La natura del progetto da finanziare (spiegare)

Valutazioni di ordine meramente finanziario (ad esempio, prospettive di rendimento)

Finalità istituzionale (ad esempio, per gli incubatori di *start-up* innovative/investitori a supporto delle piccole e medie imprese/*business angels*)

Altro (specificare)

1.3 Attraverso quale/i canale/i avete scelto la piattaforma di *crowdfunding* di riferimento? (*aperta*)

2. Considerazioni sul Regolamento CONSOB

Ai sensi dell'art. 2 - *Condizioni relative alle offerte sul portale*, ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, il gestore doveva verificare che una quota almeno pari al 5% degli strumenti offerti fosse stata sottoscritta da cosiddetti *anchor investors* (investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di *start-up* innovative o da investitori a supporto delle piccole e medie imprese, in possesso di determinati requisiti).

2.1 A suo avviso quali erano i punti di forza del Regolamento CONSOB? Quali i punti di debolezza? (*aperta*)

Ad esempio: requisiti richiesti/gamma strumenti investibili/...

3. Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese e considerazioni sull'impatto del Regolamento nel mercato italiano

Il nuovo Regolamento non prevede limitazioni alla platea dei destinatari delle offerte presenti sul portale ma consente ai gestori di indirizzare la propria offerta a specifiche categorie di investitori (investitori sofisticati *versus* non sofisticati) e/o di riservare alcune offerte a una singola categoria di investitori specificamente individuata (ad esempio, consentendo l'adesione a progetti di *lending-based crowdfunding* ai soli investitori istituzionali).

A suo avviso quali riflessi avrà l'applicazione del nuovo Regolamento sulla propensione degli investitori *non-retail* a investire in *crowdfunding*? (*aperta*)

3.1.a. A tal proposito si ricorda che il nuovo Regolamento prevede che il perimetro delle imprese che possono far ricorso al *crowdfunding* non siano più solo PMI e *start-up* innovative, ma anche a persone fisiche che cercano finanziamenti per un 'progetto' imprenditoriale. Quali considerazioni in merito?

3.1.b Il nuovo Regolamento prevede, inoltre, che i gestori di piattaforme possano prestare i propri servizi di *crowdfunding* anche in via transfrontaliera. Quali considerazioni in merito all'apertura *cross-border* e ai gestori di portali di nazionalità estera (interesse/affidabilità percepita/aspettative)?

3.2 Quali problemi restano aperti? Quali barriere dovrebbero essere rimosse? Quali leve potrebbero essere individuate per promuovere il settore? (aperta)

Eventualmente se non emergono in spontaneo si può rilanciare rispetto a:

- *incentivi fiscali → che tipo di incentivi fiscali potrebbero essere efficaci?*
- *implementazione di sistemi idonei a facilitare lo smobilizzo degli investimenti effettuati per il tramite di portali online per la raccolta di capitale*
- *trade-off costo-rendimento dell'investimento*
- *ampliamento della soglia massima dell'investimento (es. per superare l'onerosità vs l'ammontare investibile delle procedure interne necessarie)*
- *esistenza di un mercato secondario per lo smobilizzo degli strumenti acquistati tramite il crowdfunding al fine di ridurre l'incertezza rispetto alle opportunità di rendimento...*

L'investimento in *crowdfunding* da parte degli investitori istituzionali può essere disincentivato da alcuni limiti posti dalla normativa di riferimento. In particolare, la selezione degli investimenti da parte degli investitori istituzionali è sottoposta a procedure interne che possono risultare troppo onerose rispetto all'ammontare investibile in *crowdfunding*. Questo problema potrebbe essere superato/mitigato dall'ampliamento dell'ammontare massimo di raccolta tramite campagne di *crowdfunding*? Sarebbero maggiormente interessati a questo tipo di investimento in presenza di incentivi fiscali? E se sì, di che genere? Sarebbero maggiormente interessati a questo tipo di investimento se fosse presente un mercato secondario per lo smobilizzo degli strumenti acquistati tramite *crowdfunding*? Elementi rilevanti potrebbero essere il tipo di impresa o il settore di attività? Quali altri fattori disincentivanti possono segnalare? E quali invece potrebbero essere i principali fattori incentivanti?

4 Le tracce per i *focus groups* con gli investitori *retail* (*discussion guides*)

4.1 Guida di discussione per il *focus group* con investitori *retail* che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*

INTRODUZIONE (5 min.)

- **Presentazione del moderatore e dell'Istituto**
- **Annuncio del tema del colloquio:** *parleremo di investimenti in crowdfunding, della vostra esperienza con questo tipo di investimenti e di come vedete l'evoluzione del fenomeno nei prossimi anni*
Ci interessano molto le vostre opinioni e le vostre esperienze, qualunque esse siano, che siano positive o negative: esprimete liberamente tutto quello che pensate.
- **Introduzione:** il moderatore illustra le regole di partecipazione al gruppo (es. spontaneità e libertà di espressione, rispetto delle opinioni altrui e dei tempi di intervento, ...); vengono inoltre testate con i partecipanti le principali e più semplici funzionalità della piattaforma (es. microfono – da tenere spento quando non si parla – , telecamera, chat...), si rammenta di avere fogli e penna a portata di mano e infine si ricorda ai partecipanti quali sono le modalità di trattamento dei dati.
- **Giro di tavolo: presentazione degli intervistati**
 - nome, età, professione, composizione familiare
 - 1 / 2 aggettivi per definirsi come investitori
 - Indicazione del numero di campagne a cui si è partecipato

1. APPROCCIO E ATTITUDINI ALL'INVESTIMENTO (25 min.)

a. Libere associazioni

Se parliamo di INVESTIMENTI cosa vi viene in mente? Immagini/parole/sensazioni/emozioni: le prime cose che vi vengono in mente, senza pensarci troppo

b. Esperienza in materia di investimenti (in generale/diversi dal *crowdfunding*)

- Da quanto tempo investite?
- Che cosa ci si aspetta dai propri investimenti? Quali gli obiettivi perseguiti e l'orizzonte temporale? In quali settori/soluzioni hanno investito?

Approfondire → composizione del portafoglio/tipologia di prodotti sottoscritti, attitudine verso il rischio, orizzonte temporale, eventuali investimenti 'extrabancari' (es. immobiliare, arte, criptovalute...)

- Hanno incontrato difficoltà/problemi nelle procedure per l'investimento? E nell'(eventuale) disinvestimento?

Approfondire → motivo dell'eventuale disinvestimento anticipato

c. Il processo decisionale dell'investimento (10 min.)

- La strategia seguita → due /tre parole chiave o un motto per spiegare l'idea che sta alla base del proprio approccio all'investimento e le 'regole d'oro' che vengono seguite per decidere come investire
- Come si decide quali soluzioni sottoscrivere, come e in che cosa investire (la composizione del portafoglio/i prodotti/i settori/gli eventuali switch)?
 - ➔ Mi faccio supportare da un consulente?
 - ➔ Da un familiare/conoscente/amico?
 - ➔ Decido da solo?
- Le fonti di informazione che orientano la decisione → approfondire tutte le fonti: sia il ruolo del consulente/gestore bancario sia quello delle fonti informali (es. passaparola, stampa, forum/blog, siti specializzati...)
- Hanno monitorato l'investimento periodicamente? A quali fonti informative attingono per il monitoraggio?
 - Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti di questo processo decisionale? Potrebbe essere migliorato? Come? Cosa manca per avere un processo più efficace?
 - Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti dei vostri investimenti? perché date questo voto? → comprendere bene le motivazioni

2. GLI EFFETTI DELLA CRISI

- Rispetto a 3/5 anni fa è cambiato il vostro atteggiamento verso gli investimenti? Come? Perché? Quali fenomeni/eventi hanno determinato questo cambiamento? La pandemia? E le più recenti crisi geopolitiche?

3. IL CROWDFUNDING: CONOSCENZA, PERCEZIONE E APPROCCIO ALL'INVESTIMENTO (60 min.)

a. Libere associazioni

Voi siete tutti investitori che hanno anche investito tramite piattaforme per la raccolta di capitali per le PMI o start-up. Quando parlate di/pensate a questo tipo di investimento utilizzate/avete in mente questa definizione? oppure quale denominazione usate/avete in mente per questo tipo di investimento? → si comprende quale definizione utilizzano maggioritariamente eventualmente si verifica se utilizzano (anche) crowdfunding.

- Se parliamo di INVESTIMENTO TRAMITE PIATTAFORME PER LA RACCOLTA DI CAPITALI PER LE PMI/ il CROWDFUNDING (si cita la denominazione più comune nel gruppo) cosa vi viene in mente? → Immagini/parole/sensazioni/emozioni/modelli/sistemi conosciuti: le prime cose che vi vengono in mente, senza pensarci troppo
- In tale contesto, quali elementi, in particolare, vi spingono a riporre fiducia in un progetto/campagna/società di crowdfunding?

b. Conoscenza del *crowdfunding*

- Se doveste spiegare a un vostro amico che non ne sa niente che cosa è il *crowdfunding*...che tipo di investimento è ... in cosa consiste/quali sono le sue caratteristiche principali e distintive... come funziona...
- verificare il livello di conoscenza all'interno del gruppo e da quali canali/fonti/esperienze deriva la conoscenza, se si conoscono i gestori di portali/le piattaforme di *crowdfunding* in Italia e i diversi modelli
- Esperienze dirette e indirette (es. esperienze di colleghi/amici...) e opinioni al proposito

c. Valutazione sollecitata

SI LEGGE AL GRUPPO INTERO UNA DEFINIZIONE GENERALE DI *CROWDFUNDING* TRATTA DALLA SCHEDA PREDISPOSTA DA CONSOB; la scheda viene rilasciata anche ai partecipanti come ringraziamento

- Prime reazioni e commenti
- Cosa aggiunge questa descrizione alla vostra idea/esperienza con le piattaforme di *crowdfunding*? Vi ritrovate in questa definizione? In che cosa sì? in che cosa no?
- Sulla base di questa definizione completiamo le seguenti frasi
 - ✓ È un investimento Diamo qualche aggettivo
 - ✓ È un investimento adatto a
 - ✓ È un investimento non adatto a ...
 - ✓ È un investimento interessante perché...
 - ✓ È un investimento non interessante perché...
- Il target elettivo → età, genere, quale tipo di investitore è (che tipo di esigenze/bisogni, obiettivi di investimento, livello socio-economico, livello di patrimonio)? perché sceglie un investimento in *crowdfunding*? con quali obiettivi?

Approfondire i seguenti punti:

- In che tipo di imprese si può investire tramite una piattaforma di *crowdfunding*? (grandi imprese o PMI? *start-up* innovative o anche altro? Titoli quotati o titoli non quotati?)
- Sono consapevoli che con il nuovo Regolamento europeo è possibile investire anche in 'idee'/progetti imprenditoriali finanziando una persona fisica 'titolare di un progetto' imprenditoriale? Cosa ne pensano?

d. Esperienza in materia di partecipazione a campagne di *crowdfunding*

- La prima volta che ho investito → come e quando ognuno ha scoperto il *crowdfunding* e ha cominciato a investire in *crowdfunding*?
- Che cosa ci si aspetta dai propri investimenti in *crowdfunding*? Quali gli obiettivi perseguiti e l'orizzonte temporale?
- In quali settori hanno investito? hanno preferenze verso settori specifici? Hanno investito in titoli di debito (obbligazioni) o in quote societarie?

- Quanto investono/hanno investito in *crowdfunding* rispetto ad altri investimenti? → anche in percentuale (es. 10% in *crowdfunding* e 90% in altro)
- Hanno approcci diversi tra investimento *crowdfunding* e investimento 'tradizionale' → differenza negli obiettivi/drivers/orizzonte temporale/ atteggiamento verso il rischio tra questo investimento e l'investimento 'tradizionale'
- Hanno incontrato difficoltà/problemi nelle procedure per l'investimento? E nell'(eventuale) disinvestimento?
- motivi dell'eventuale disinvestimento anticipato
- È un tipo di investimento che rifarebbero? Lo consiglierebbero? Perché?
- BILANCIO → 2/3 buone ragioni per investire in *crowdfunding* e 2/3 buone ragioni per non investire

e. Il processo decisionale nella partecipazione a campagne di *crowdfunding*

- Come decidono a quali campagne aderire? Si fanno supportare da un consulente? Da un familiare/conoscente? Decidono da soli?
- Le fonti di informazione che orientano la decisione → approfondire soprattutto il ruolo di fonti di informazione diverse da quelle contenute nei portali di *crowdfunding* (es. passaparola, stampa, forum/blog, siti specializzati...)
- Hanno monitorato l'investimento periodicamente? A quali fonti informative attingono per il monitoraggio?
- La strategia seguita → due /tre parole chiave o un motto per spiegare l'idea che sta alla base del proprio approccio all'investimento e le 'regole d'oro' che vengono seguite per decidere come investire in CF
- Il diritto di revoca
 - ✓ Hanno mai utilizzato il diritto di revoca (ossia il diritto di ripensamento previsto per questo tipo di investimenti)?
 - ✓ Ritengono sia un elemento utile/un incentivo a investire?
 - ✓ Sanno che il nuovo Regolamento prevede una riduzione da 7 a 4 gg del periodo concesso all'investitore per tornare sui propri passi? Cosa ne pensano?
- Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti di questo processo decisionale? Potrebbe essere migliorato? Come? Cosa manca per avere un processo più efficace?
- Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti dei vostri investimenti in *crowdfunding*? perché date questo voto? → comprendere bene le motivazioni

4. RIFLESSIONI FINALI

Ora che ci siamo confrontati su questi temi ascoltando le diverse opinioni ed esperienze proviamo a fare una riflessione finale

- Pensate che gli investimenti in *crowdfunding* si diffonderanno sempre di più nel nostro Paese? Con quali tempi?
- Vi sembra un'evoluzione interessante per il mondo degli investimenti? come cambia l'approccio ad essi?
- Vantaggi o svantaggi per gli investitori?
- Quali i fattori che potrebbero favorirli e quali quelli che potrebbero penalizzarli?
- I tre principali aspetti su cui le piattaforme/i portali dovrebbero lavorare per favorire l'adozione degli investimenti in *crowdfunding*
- Pensate che avrà maggior presa su alcune fasce/tipologie di investitori e quali? vs avrà una diffusione più generalizzata? Perché?

5. I TEST INDIVIDUALI (si veda la successiva sezione 4.3)

4.2 Guida di discussione per il *focus group* con investitori *retail* che non hanno mai aderito a campagne di *crowdfunding*

INTRODUZIONE

- **Presentazione del moderatore e dell'Istituto**
- **Annuncio del tema del colloquio:** *parleremo di investimenti in generale e di crowdfunding, se e quanto conoscete questo fenomeno e di come vedete la sua evoluzione nei prossimi anni*
Ci interessano molto le vostre opinioni e le vostre esperienze, qualunque esse siano, che siano positive o negative: esprimete liberamente tutto quello che pensate
- **Introduzione:** il moderatore illustra le regole di partecipazione al gruppo (es. spontaneità e libertà di espressione, rispetto delle opinioni altrui e dei tempi di intervento, ...); vengono inoltre testate con i partecipanti le principali e più semplici funzionalità della piattaforma (es. microfono – da tenere spento quando non si parla – , telecamera, chat...), si rammenta di avere fogli e penna a portata di mano e infine si ricorda ai partecipanti quali sono le modalità di trattamento dei dati.
- **Giro di tavolo: presentazione degli intervistati**
 - nome, età, professione, composizione familiare
 - 1 / 2 aggettivi per definirsi come investitori

1. APPROCCIO E ATTITUDINI ALL'INVESTIMENTO

a. Libere associazioni

Se parliamo di INVESTIMENTI cosa vi viene in mente? Immagini/parole/sensazioni/emozioni: le prime cose che vi vengono in mente, senza pensarci troppo

b. Esperienza in materia di investimenti (in generale/diversi dal *crowdfunding*)

- Da quanto tempo investite?
- Che cosa ci si aspetta dai propri investimenti? Quali gli obiettivi perseguiti e l'orizzonte temporale? In quali settori hanno investito?

Approfondire → composizione del portafoglio/tipologia di prodotti sottoscritti, attitudine verso il rischio, orizzonte temporale, eventuali investimenti 'extrabancari' (es. immobiliare, arte, criptovalute...)

- Hanno incontrato difficoltà/problemi nelle procedure per l'investimento? E nell'(eventuale) disinvestimento?

Approfondire → motivi dell'eventuale disinvestimento anticipato

c. Il processo di decisionale dell'investimento

- Come decidono quali soluzioni sottoscrivere, come e in che cosa investire (la composizione del portafoglio/i prodotti/i settori/gli eventuali switch)? Si fanno supportare da un consulente? Da un familiare/conoscente? Decidono da soli?

- Riterrebbero utile avere il diritto di ripensamento per cambiare idea e disinvestire qualche giorno dopo l'investimento? Potrebbe essere un incentivo a investire?
- Le fonti di informazione che orientano la decisione → approfondire tutte le fonti di informazione: sia il ruolo del consulente/gestore bancario sia quello delle fonti informali (es. passaparola, stampa, forum/blog, siti specializzati...)
- Hanno monitorato l'investimento periodicamente? A quali fonti informative attingono per il monitoraggio?
- La strategia seguita → due /tre parole chiave o un motto per spiegare l'idea che sta alla base del proprio approccio all'investimento e le 'regole d'oro' che vengono seguite per decidere come investire
- Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti di questo processo decisionale? Potrebbe essere migliorato? Come? Cosa manca per avere un processo più efficace?
- Da 1 a 10 quanto siete soddisfatti dei vostri investimenti? perché date questo voto? → comprendere bene le motivazioni

2. GLI EFFETTI DELLA CRISI

- Rispetto a 3/5 anni fa è cambiato il vostro atteggiamento verso gli investimenti? Come? Perché? Quali fenomeni/eventi hanno determinato questo cambiamento? La pandemia? E le più recenti crisi geopolitiche?
- In tale contesto, quali elementi, in particolare, vi spingono a riporre fiducia in un progetto/campagna di *crowdfunding*? L'obiettivo è declinare la scelta sul piano della fiducia dei risparmiatori (se hanno investito prima o dopo la crisi; se è cambiato il loro comportamento a causa della crisi; per quali ragioni – reddito, salute, distanziamento, evoluzione del digitale).

3. IL CROWDFUNDING: CONOSCENZA, PERCEZIONE

a. Libere associazioni

Avete mai sentito parlare di INVESTIMENTO tramite piattaforme per la raccolta di capitali per le PMI e le start-upcosa vi viene in mente? E di *crowdfunding*?

→ si comprende quale definizione è più comune nel gruppo eventualmente si verifica se utilizzano/conoscono (anche) *crowdfunding* e si procede con le libere associazioni utilizzando la definizione più nota (più significativa per il gruppo. Se non c'è convergenza sulle diverse denominazioni provare per ciascuna a capire quali sono le associazioni

- Bene...Se parliamo di INVESTIMENTO TRAMITE PIATTAFORME PER LA RACCOLTA DI CAPITALI PER LE PMI/ il CROWDFUNDING (si cita la denominazione più comune nel gruppo) cosa vi viene in mente? → Immagini/parole/sensazioni/emozioni/modelli/sistemi conosciuti: le prime cose che vi vengono in mente, senza pensarci troppo

b. Conoscenza del *crowdfunding*

- Verificare il livello di conoscenza all'interno del gruppo e da quali canali/fonti/esperienze deriva la conoscenza, se si conoscono i gestori di portali/le piattaforme di *crowdfunding* in Italia e i diversi modelli
- Esperienze indirette (es. esperienze di colleghi/amici...) e opinioni al proposito

c. Valutazione sollecitata

Si legge al gruppo intero una definizione generale di *crowdfunding* tratta dalla scheda predisposta da CON-SOB; la scheda viene rilasciata anche ai partecipanti come ringraziamento

- Prime reazioni e commenti
- Completiamo le seguenti frasi
 - ✓ È un investimento Diamo qualche aggettivo
 - ✓ È un investimento adatto a
 - ✓ È un investimento non adatto a ...
 - ✓ È un investimento interessante perché...
 - ✓ È un investimento non interessante perché...
- Il target elettivo → età, genere, quale tipo di investitore è (che tipo di esigenze/bisogni, obiettivi di investimento, livello socio-economico, livello di patrimonio)? perché scegliere un investimento in *crowdfunding*? Con quali obiettivi?

Approfondire i seguenti punti:

- In che tipo di imprese si può investire tramite una piattaforma di *crowdfunding*?
 - ✓ Grandi imprese o PMI, *start-up* innovative o anche altro? Titoli quotati o titoli non quotati?
 - ✓ E se si trattasse di 'idee'/progetti imprenditoriali → in tal caso si finanzia una persona fisica 'titolare di un progetto' imprenditoriale: cosa ne pensano?
- eventuali dubbi...domande...incertezze → per es. se poteste parlare con chi gestisce le piattaforme di *crowdfunding* che cosa gli chiedereste? su che cosa vorreste chiarimenti
- Che tipo di rendimento si aspetterebbero da un investimento in *crowdfunding*? Con che orizzonte temporale?
- Hanno in portafoglio (o hanno avuto) partecipazioni azionarie? In *start-up*? Quali sono le differenze percepite con la tipologia di investimento descritto nella scheda?
- plus e minus percepiti
- trovano interessante per sé questa tipologia di investimento? lo prenderebbero in considerazione? perché sì? perché no?
- bilancio → 2/3 buone ragioni per investire in *crowdfunding* e 2/3 buone ragioni per non investire

4. RIFLESSIONI FINALI

Ora che ci siamo confrontati su questi temi ascoltando le diverse opinioni ed esperienze proviamo a fare una riflessione finale

- Pensate che gli investimenti in *crowdfunding* si diffonderanno sempre di più nel nostro Paese? Con quali tempi?
- Vi sembra un'evoluzione interessante per il mondo degli investimenti? come cambia l'approccio ad essi?
- Vantaggi o svantaggi per gli investitori?
- Quali i fattori che potrebbero favorirli e quali quelli che potrebbero penalizzarli?
- Pensate che avrà maggior presa su alcune fasce/tipologie di investitori e quali? vs avrà una diffusione più generalizzata? Perché?

5. I TEST INDIVIDUALI (si veda la successiva sezione 4.3)

4.3 Test individuali

Di seguito è riportata la struttura dei test individuali somministrati agli investitori nonché la sintesi dei risultati ai test in forma aggregata, ossia come media delle risposte fornite dagli investitori coinvolti nel *focus group*. I risultati sono distinti per investitori che hanno già aderito a campagne di *crowdfunding* e investitori che non vi hanno mai aderito.

Le informazioni chiave per l'investitore

Per ognuna delle seguenti informazioni indichi quanto la ritiene utile e quanto la ritiene comprensibile su una scala da 1 a 5 (1=inutile/incomprensibile e 5=molto utile/comprensibile) ai fini della decisione di investire o meno in *crowdfunding*.

Tav. A1 – Sintesi delle risposte in merito alle avvertenze sui rischi

	UTILITÀ		COMPRESIBILITÀ	
	investitori in <i>crowdfunding</i>	investitori non in <i>crowdfunding</i>	investitori in <i>crowdfunding</i>	investitori non in <i>crowdfunding</i>
L'adeguatezza della sua esperienza e delle sue conoscenze non è stata necessariamente valutata prima che le fosse concesso l'accesso a questo investimento	3,6	3,7	3,8	4,2
Effettuando questo investimento, lei si assume il rischio di perdita parziale o totale del denaro investito	4,4	4,5	4,6	4,5
Il suo investimento non è coperto dai sistemi di garanzia dei depositi	4,8	3,8	4,8	3,8
Si consiglia di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto in progetti di <i>crowdfunding</i>	4,1	4,0	4,5	3,8
Potrebbe non essere in grado di vendere gli strumenti di investimento quando lo desidera. Se riuscite a venderli, potreste comunque subire delle perdite	4,6	4,5	4,8	4,2

Tav. A2 – Sintesi delle risposte in merito al periodo di riflessione precontrattuale

	UTILITÀ		COMPRESIBILITÀ	
	investitori in <i>crowdfunding</i>	investitori non in <i>crowdfunding</i>	investitori in <i>crowdfunding</i>	investitori non in <i>crowdfunding</i>
Gli investitori non sofisticati beneficiano di un periodo di riflessione durante il quale possono, in qualsiasi momento, revocare la loro decisione di investimento senza incorrere in una penale	4,0	4,2	5,0	4,2

Tav. A3 – Sintesi delle risposte in merito alle informazioni sull'imprenditore e sul progetto

	UTILITÀ		COMPENSIBILITÀ	
	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding
Indicatori di bilancio dell'impresa degli ultimi 3 anni (ove disponibili)	4,6	3,8	3,6	3,7
Descrizione del progetto e dei suoi obiettivi	4,4	4,5	3,9	4,2
Ammontare di fondi	4,5	4,5	4,3	4,3

Tav. A4 – Sintesi delle risposte in merito alla descrizione dei rischi principali

	UTILITÀ		COMPENSIBILITÀ	
	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding
Rischi riferiti al progetto	4,3	4,3	4,4	3,8
Rischi riferiti al settore	3,8	3,8	3,6	3,8
Rischi di fallimento dell'impresa	4,6	3,7	4,3	4,2
Rischi di rendimenti inferiori alle attese	4,4	4,3	3,4	4,2
Rischi riferiti al funzionamento della piattaforma	3,4	3,8	3,9	4,0
Rischi di liquidità dell'investimento	4,8	4,0	4,4	4,2

Tav. A5 – Sintesi delle risposte in merito ai diritti dell'investitore

	UTILITÀ		COMPENSIBILITÀ	
	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding
Principali diritti dell'investitore (dividendi, voto in assemblea, informazioni...)	4,6	4,0	4,3	3,2
Restrizioni al trasferimento dei titoli	4,1	3,0	4,0	2,8
Opportunità di disinvestimento	4,6	3,5	4,4	3,5
Eventuali diritti di voto	4,0	2,3	4,1	2,3

Tav. A6 – Sintesi delle risposte in merito ai costi

	UTILITÀ		COMPRESIBILITÀ	
	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding	investitori in crowdfunding	investitori non in crowdfunding
Costi e commissioni dell'investimento (una tantum, continuativi, incidentali)	4,9	4,0	4,4	4,0
Informazioni per inviare eventuali reclami all'imprenditore o al gestore della piattaforma	4,9	4,0	3,8	3,7

Il test finale di competenza finanziaria

Quale delle seguenti affermazioni descrive meglio la sua comprensione dei seguenti concetti attinenti alle decisioni di investimento?

- Relazione tra rischio e rendimento
- Diversificazione
- Inflazione
- Tasso di interesse semplice
- Rischio di credito
- Rischio di mercato
- Rischio di liquidità

1 Non conosce/Non ne ha mai sentito parlare

2 Conosce/Ne ha sentito parlare, ma non lo comprende fino in fondo

3 Conosce/Ne ha sentito parlare e l'ha compreso

Un investimento con un alto tasso di rendimento atteso è verosimile che si caratterizzi per...

- un livello di rischio elevato
- lo stesso livello di rischio di altri investimenti
- un livello di rischio basso
- non saprei
- preferisco non rispondere

A suo avviso, la seguente affermazione 'Generalmente investire 1000 euro in una sola azione di una sola società è un investimento meno rischioso dell'investire 1000 euro in 10 azioni di società diverse', è vera o falsa?

- Vera
- Falsa
- Non so
- Preferisco non rispondere

Supponga di versare 100 euro su un conto corrente a zero spese che garantisce un tasso di rendimento pari al 2% l'anno. In assenza di versamenti e prelievi nel corso dell'anno, a quanto ammonterà la cifra sul conto corrente alla fine dell'anno una volta avvenuto il pagamento degli interessi?

- più di 102 euro
- esattamente 102 euro

- meno di 102 euro
- non saprei
- preferisco non rispondere

Immagini di vincere 1.000€ alla lotteria; prima di poter ricevere tale somma, dovrà però attendere un anno (in questo anno i 1.000€ non saranno investiti). Nell'ipotesi in cui il tasso d'inflazione sia pari al 2%, tra un anno Lei potrà comprare:

- più cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
- le stesse cose che può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
- meno cose di quante ne può comprare oggi ricevendo il denaro immediatamente
- non so
- preferisco non rispondere

Per ciascuna delle seguenti definizioni indichi la nozione di rischio corrispondente: [S]

- Rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente o senza perdere molto
- Rischio che l'emittente fallisca
- Rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato

- Rischio di credito
- Rischio di mercato
- Rischio di liquidità
- Non saprei
- Preferisco non rispondere

Per ciascuno dei seguenti prodotti indichi se...

- Conto corrente
- Azione
- Obbligazione
- Fondo comune d'investimento
- Bitcoin

1 Non conosce/Non ne ha mai sentito parlare

2 Conosce/Ne ha sentito parlare, ma non lo comprende fino in fondo

3 Conosce/Ne ha sentito parlare e l'ha compreso

Per ognuna delle seguenti affermazioni indichi se è vera o falsa (non so/preferisco non rispondere):

- Il conto corrente può offrire un rendimento inferiore all'inflazione
- Se acquisto obbligazioni di una società divento proprietario di una quota della società
- Se acquisto azioni di una società divento creditore della società
- I fondi comuni d'investimento possono investire in diversi titoli (ad es.: azioni e obbligazioni)
- Se i tassi di interesse salgono, tipicamente il prezzo delle obbligazioni scende
- Il rischio di un fondo comune azionario è in genere più basso del rischio delle singole azioni in cui il fondo investe
- Gli strumenti derivati (ad es.: futures e opzioni) sono generalmente meno rischiosi dei fondi obbligazionari
- Acquistare Bitcoin è come comprare una qualsiasi valuta (ad es. euro, dollaro o yen)
- Le obbligazioni subordinate hanno lo stesso rischio di quelle ordinarie

- Le commissioni di gestione aumentano il rendimento di un fondo comune

Su un orizzonte temporale di lungo periodo (10 o 20 anni), quali titoli tipicamente offrono un rendimento più elevato? (risposta singola)

- Conti correnti
- Obbligazioni
- Azioni
- Non saprei

Tipicamente quale strumento finanziario manifesta la variabilità più elevata del rendimento atteso? (risposta singola)

- Conti correnti
- Obbligazioni
- Azioni
- Non saprei

Tav. A7 – Sintesi delle risposte al test di cultura finanziaria per tipologia di investitore *retail*

	investitori che hanno già aderito a campagne di <i>crowdfunding</i>	investitori che non hanno ancora aderito a campagne di <i>crowdfunding</i>
conoscenza percepita delle 7 nozioni finanziarie di base (% media di nozioni di cui si dichiara la comprensione)	91%	50%
conoscenza effettiva delle nozioni finanziarie di base (% media di risposte corrette)	88%	71%
conoscenza effettiva dei fattori di rischio (% media di risposte corrette)	88%	56%
conoscenza percepita dei prodotti finanziari (% media di nozioni di cui si dichiara la comprensione)	93%	63%
conoscenza effettiva dei prodotti finanziari (% media di risposte corrette)	95%	68%

5 La descrizione del *crowdfunding* (scheda informativa per le imprese)

// crowdfunding

Il *crowdfunding* è una forma di finanziamento presente in Italia ormai da diversi anni. Si tratta di uno strumento di raccolta di fondi, alternativo al credito bancario e all'accesso sul mercato dei capitali, particolarmente utile per piccole e medie imprese e *start-up*, sebbene, per legge, possa fare ricorso al finanziamento tramite *crowdfunding* qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca per finalità di tipo commerciale o professionale.

Attraverso campagne di *crowdfunding* le imprese possono raccogliere capitale proprio o capitale di debito sia presso investitori al dettaglio sia presso investitori professionali (tra cui fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo, incubatori di *start-up* innovative, e le persone fisiche che si ritiene posseggano l'esperienza, le conoscenze e le competenze, necessarie per effettuare autonomamente e consapevolmente le decisioni in materia di investimenti) per finanziare un progetto imprenditoriale.

È possibile distinguere due modelli di *crowdfunding*:

- '*equity crowdfunding*' → in cambio di fondi si cedono vere e proprie quote di partecipazione/capitale in una società. In tal caso, il ritorno per gli investitori è rappresentato dai dividendi pagati ai soci o dalle eventuali plusvalenze dopo la cessione dei titoli (se il progetto imprenditoriale avrà successo, il valore delle quote acquistate dall'investitore crescerà nel tempo). Le quote di capitale infatti garantiscono diritti patrimoniali (es. oltre partecipazione all'erogazione dei dividendi, il diritto d'opzione in caso di aumento di capitale) e in alcuni casi diritti amministrativi (es. il diritto di partecipare alle assemblee societarie e di votare). Inoltre, è previsto il diritto di co-vendita in base al quale se, alla conclusione dell'offerta, i soci di maggioranza trasferiscono la propria partecipazione a soggetti terzi, i soci di minoranza che hanno supportato l'azienda tramite la campagna di *equity crowdfunding* hanno il diritto di vendere le proprie quote di partecipazione al soggetto che acquista il 'pacchetto di controllo' alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo.
- '*lending crowdfunding*' → in cambio di fondi si ottiene un prestito attraverso la vendita di un titolo obbligazionario (*debt crowdfunding*) o contraendo un debito regolato da un contratto di finanziamento. In questi casi il ritorno per l'investitore è rappresentato dagli interessi sulle somme prestate e dal rimborso del capitale a scadenza.

Principali norme sul crowdfunding e il ruolo dei portali online

Dal 2013 in Italia esiste una regolamentazione specifica dapprima solo per l'*equity crowdfunding* e in seguito (dal 2019) anche per il *debt crowdfunding*. Invece, per il *lending crowdfunding* basato su contratti di finanziamento hanno finora trovato applicazione le norme del Codice civile relative ai mutui e le disposizioni della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio da parte di soggetti non bancari. Questo assetto verrà modificato quando troverà piena applicazione il nuovo Regolamento europeo (ossia entro la fine del 2023) che contiene regole applicabili a tutte le tipologie di *crowdfunding*.

Attualmente la CONSOB esercita la propria attività di vigilanza e regolamentazione sui gestori di portali di *equity* e/o *debt crowdfunding*. I gestori di questi portali devono essere autorizzati e iscritti in un apposito Registro tenuto dalla CONSOB che rilascia l'autorizzazione dietro valutazione dei requisiti di onorabilità e professionalità e della struttura organizzativa e tecnologica dei portali.

Come funziona una campagna di crowdfunding

Elementi fondamentali da definire prima dell'avvio di una campagna di *crowdfunding* sono: il progetto da finanziare, gli obiettivi di raccolta (capitale minimo e massimo), la tipologia di strumento finanziario attraverso cui raccogliere fondi (azioni o quote proprietarie, titoli di debito o prestiti), le tempistiche del processo e la tipologia di investitori che ci si propone di coinvolgere. Si tratta di elementi necessari anche al fine di individuare il portale *online* più adatto ad accogliere la campagna. Tali portali possono infatti essere specializzati in settori di attività o strumenti specifici. I gestori dei portali *online* selezionano i progetti a cui dare visibilità anche sulla base di questi elementi, per poi presentarli alla platea di potenziali investitori.

Nella presentazione del progetto, dapprima al portale e poi agli investitori, è essenziale rappresentare con chiarezza sia le prospettive della propria attività imprenditoriale (quali ad esempio lo sviluppo atteso del settore di attività) sia quelle del progetto specifico che si intende finanziare con i fondi raccolti nella campagna di *crowdfunding*.

Nel caso in cui non si raggiunga il capitale minimo, la campagna non andrà a buon fine e le cifre raccolte saranno restituite agli investitori. Nel caso in cui, invece, si riesca a raggiungere almeno l'obiettivo minimo di raccolta, gli investitori diventeranno soci (nel caso dell'*equity crowdfunding*) o creditori (nel caso del *lending crowdfunding*) dell'imprenditore che ha promosso la campagna.

6 La descrizione del *crowdfunding* (scheda informativa per gli investitori)

Il crowdfunding: cos'è e come funziona

Il *crowdfunding* è una forma di investimento presente in Italia ormai da diversi anni e aperta sia a investitori al dettaglio sia a investitori professionali (tra cui fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo, incubatori di *start-up* innovative, e le persone fisiche che si ritiene posseggano l'esperienza, le conoscenze e le competenze, necessarie per effettuare autonomamente e consapevolmente le decisioni in materia di investimenti).

Attraverso il *crowdfunding* gli investitori possono investire somme di denaro, anche di modesta entità (es. anche solo 100/200 €), per finanziare un progetto imprenditoriale. Si tratta di uno strumento di raccolta di fondi particolarmente utile per piccole e medie imprese e *start-up*, sebbene, per legge, possa fare ricorso al finanziamento tramite *crowdfunding* qualsiasi persona fisica o giuridica che agisca per finalità di tipo commerciale o professionale.

È possibile distinguere due modelli di *crowdfunding*:

- **'equity crowdfunding'** → tramite l'investimento si acquistano vere e proprie quote di partecipazione/capitale in una società. In tal caso, il ritorno per l'investimento è rappresentato dai dividendi pagati ai soci o dalle eventuali plusvalenze dopo la cessione dei titoli (se il progetto imprenditoriale avrà successo, il valore delle quote acquistate dall'investitore crescerà nel tempo). Le quote di capitale infatti garantiscono diritti patrimoniali (es. oltre alla partecipazione all'erogazione dei dividendi, il diritto d'opzione in caso di aumento di capitale) e in alcuni casi diritti amministrativi (es. il diritto di partecipare alle assemblee societarie e di votare). Inoltre, è previsto il diritto di co-vendita in base al quale se, alla conclusione dell'offerta, i soci di maggioranza trasferiscono la propria partecipazione a soggetti terzi, i soci di minoranza che hanno supportato l'azienda tramite la campagna di *equity crowdfunding* hanno il diritto di vendere le proprie quote di partecipazione al soggetto che acquista il 'pacchetto di controllo' alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo.
- **'lending crowdfunding'** → tramite l'investimento *online* si concede un prestito a una società attraverso l'acquisto di un titolo obbligazionario (*debt crowdfunding*) o tramite un prestito regolato da un contratto di finanziamento. In questi casi il ritorno per il finanziamento è rappresentato dagli interessi sulle somme prestate e dal rimborso del capitale a scadenza.

Principali norme sul crowdfunding e il ruolo dei portali online

Dal 2013 in Italia esiste una regolamentazione specifica dapprima solo per l'*equity crowdfunding* e in seguito (dal 2019) anche per il *debt crowdfunding*. Invece, per il *lending crowdfunding*, basato sull'erogazione di prestiti, hanno finora trovato applicazione le norme del Codice civile relative ai mutui e le disposizioni della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio da parte di soggetti non bancari. Questo assetto verrà modificato quando troverà piena applicazione il nuovo Regolamento europeo (ossia entro la fine del 2023) che contiene regole applicabili a tutte le tipologie di *crowdfunding*.

Attualmente la CONSOB esercita la propria attività di vigilanza e regolamentazione sui gestori di portali di *equity* e/o *debt crowdfunding*. I gestori di questi portali devono essere autorizzati e iscritti in un

apposito Registro tenuto dalla CONSOB che rilascia l'autorizzazione dietro valutazione dei requisiti di onorabilità e professionalità e della struttura organizzativa e tecnologica dei portali.

I portali *online* hanno il compito di dare visibilità ai progetti oggetto della raccolta di capitali, presentandoli alla platea di potenziali investitori e forniscono a questi ultimi le informazioni sull'investimento attraverso apposite schede (redatte secondo un modello standard).

Tali informazioni riguardano tutti gli elementi necessari per consentire all'investitore di formarsi un giudizio fondato circa l'investimento. Tra le informazioni principali rientrano quelle relative al progetto imprenditoriale, alle imprese e/o ai titolari del progetto, alle caratteristiche principali della campagna (es. obiettivo minimo di raccolta), ai fattori di rischio (relativi ad esempio allo specifico progetto, al settore, al titolare del progetto...)

Alla persona fisica che investe in *equity crowdfunding* è riconosciuta, ai fini IRPEF, una detrazione del 30% (o del 50% ad alcune condizioni) del valore investito in *start-up* e PMI innovative (attenzione, non tutte le imprese che raccolgono fondi tramite *crowdfunding* sono innovative) per i 3 anni successivi all'investimento. Nel caso in cui prima dei tre anni si vendano le quote, sarà necessario restituire al fisco le detrazioni ottenute fino a quel momento.

I rischi per l'investitore

L'investimento in *crowdfunding* ha elevate potenzialità di rendimento poiché i portali che promuovono la raccolta puntano su aziende che hanno un grande potenziale di crescita. Tuttavia, accanto ai benefici, l'investimento in *crowdfunding* implica alcuni rischi tra cui:

- il rischio di perdita parziale o totale del capitale investito.
- il rischio di 'illiquidità', ossia di fare un investimento che poi risulta difficile da liquidare/smobilizzare. Infatti, non esiste un vero e proprio 'mercato secondario' organizzato (come per es. la Borsa), dove è possibile vendere i titoli acquistati sulla piattaforma *online* di *crowdfunding*. Resta ferma la possibilità di effettuare la compravendita fra privati, nel rispetto delle norme stabilite per i singoli casi, sostenendo i relativi costi. A tal fine alcuni portali mettono a disposizione degli investitori anche una bacheca elettronica su cui l'investitore può immettere un annuncio di vendita delle proprie quote, al valore che preferisce. In tal modo chi è interessato a comprare può contattare il potenziale venditore e i due possono realizzare autonomamente la transazione con una trattativa privata.
- il cosiddetto rischio di 'diluizione' che può verificarsi (nel caso di *equity crowdfunding*) se la società in cui si è investito effettua ulteriori aumenti di capitale e se l'investitore non esercita il 'diritto di opzione' (cioè il diritto dei soci già esistenti di sottoscrivere le nuove azioni o quote emesse dalla società). Quindi con l'entrata di nuovi soci la propria partecipazione nella società potrebbe 'pesare' (percentualmente) un po' meno, in termini di voti, dividendi attesi e valore.

Tuttavia, alcuni portali hanno istituito appositi fondi di garanzia a tutela degli investitori.

7 Le evidenze dalle interviste e dai *focus group*

Le interviste alle imprese

Tav. A8 – Estratti dalle interviste alle imprese per ambito

Livello di digitalizzazione

Imprese che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*:

«Siamo dotati di un sistema di intelligenza artificiale, machine learning, reti neurali che consentono di scoprire più materiali e svilupparli meglio, meno esperimenti per validarli, accelerando i tempi delle innovazioni e risparmiando energie ... Siamo all'avanguardia, e già avanti in questo progetto ...per es. lavoriamo con una società esterna per elaborare algoritmi e per un progetto in particolare che riguarda il linguaggio naturale ...tutto lo stabilimento è industria 4.0 ed è tutto automatizzato»

«[l'attività di formazione di tipo informatico rivolta al personale] è una voce importante nel bilancio, noi lavoriamo con intelligenza artificiale e machine learning che sono argomenti solo sfiorati nelle università, quindi ogni volta che arriva una risorsa nei primi sei mesi gli dobbiamo insegnare il mestiere»

Scelta delle fonti di finanziamento

Tutte le tipologie intervistate, con riferimento all'indebitamento:

«Siamo in crescita e quindi in questa fase non mi piace caricare l'azienda di debito, ma abbiamo una parte di debito bancario»

«Le aziende come la mia in fase di crescita vincono o perdono per il circolante, perché alla fine si fallisce per cassa. Noi, per esempio, lavoriamo per commesse... il circolante è determinante; quindi, va bene anche l'anticipo fatture»

«Noi al massimo ci facciamo prestare i soldi dalla banca con operazioni che durano due mesi per l'anticipo delle fatture... ma visto che siamo un'azienda sana non vogliamo avere debiti»

Imprese che non hanno mai fatto ricorso al *crowdfunding*, con riferimento alla quotazione in borsa:

«no per noi è impossibile pensare che qualcuno entri nella società ... e metta mano alle nostre decisioni»

«a noi è impedito pensare a una quotazione, la proprietà ha imposto questo vincolo che le quote devono rimanere in famiglia»

«ci avevano consigliato la quotazione e ci ha chiamato anche un fondo però non credo serva... a noi basta fare quello che facciamo bene»

Imprese che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*, con riferimento a fonti di finanziamento alternative al credito bancario:

«stiamo crescendo, ma preferisco fare le cose bene, la mia prima responsabilità sono le persone che lavorano con me... i venture capitalist li ho considerati come possibilità, ma non mi piacciono, quando entrano se non è al primo round, al secondo l'azienda non è più tua»

«metto continuamente capitali nell'azienda, copriamo le perdite... ma il mio progetto imprenditoriale è di costruzione di valore... mi interessa costruire valore... se l'azienda è stata valutata un anno fa dal milione e due al milione e otto e quest'anno l'abbiamo portata in aumento a 1 milione e due io sono già rientrato da tutti i soldi e il tempo che gli ho dedicato... quello che mi interessa è portare il valore a 10 milioni e continuo a mettere soldi fino a che non riesco a fare il salto di qualità»

Imprese che hanno fatto ricorso al *crowdfunding*, con riferimento a programmi di formazione/scouting focalizzati sulla quotazione e, più in generale, sull'apertura ai mercati dei capitali:

«per carità c'è sempre bisogno di formazione, ma se volessi quotarmi in borsa saprei come muovermi... non mi manca la formazione, ma i capitali ...»

«noi in questo percorso di valutazione della quotazione ci avvaliamo di un advisor e io ho già fatto questo percorso in una mia precedente esperienza professionale»

- segue -

I drivers della scelta del *crowdfunding* (imprese che hanno condotto una o più campagne)

«abbiamo considerato le 3 'top' e abbiamo scelto il portale più affine per campagne lanciate alla nostra realtà che era un'iniziativa industriale non così tipica e questo portale aveva più aziende hard di altre, aveva un gruppo bancario alle spalle e mi piaceva l'idea della collaborazione stretta con un gruppo bancario»

«mi piaceva l'idea di proporre la mia azienda a un pubblico che non ti conosce vs il friends & family dove le persone investono perché sanno chi sei tu, scommettono su di te più che sull'azienda. ...mettersi alla prova con chi non ti conosce per vedere se il progetto risulta interessante e valido anche all'esterno... con chi ti conosce è una prova che vale di meno ...quindi era una fonte in più per aumentare la raccolta ma anche cimentarsi su qualcosa che avesse anche il valore di reality check, dare un valore indipendente su quello che stai facendo»

«conoscevo il crowdfunding anche se non l'avevo mai fatto ed ero curioso di capire, anche per deformazione professionale, se fosse un canale aggiuntivo utile per le imprese italiane...»

«è chiaro che se fai una campagna di crowdfunding la pubblicizzi e diventa anche una campagna di marketing. Ma dire che si viene in contatto con persone utili per l'azienda, ci speri, ma non avviene, al massimo comunque è un effetto collaterale»

Opinioni sul *crowdfunding* (imprese che non vi hanno mai fatto ricorso)

«ho una idea molto parziale, ho sempre pensato che fosse adatto alle start-up. ne ho sempre sentito parlare per gli artisti... ci vedo i giovani. ...noi non siamo giovani da aiutare con una nuova idea. Il nostro business è vecchio e siamo una azienda chimica e molto lontani dalla sostenibilità che viene comunicata anche se poi siamo molto sostenibili. Il crowdfunding è per una azienda apprezzata dall'opinione pubblica e che sia ben voluta...»

«Non credo moltissimo al crowdfunding. ... è la ruota di scorta rispetto alla scelta di banche europee dove ho già dei contatti, mentre qui parto da zero devo farmi una idea su tutto... È come se venisse una super cuoca etiopie a Roma e ti chiedi se andare a mangiare perché non ne sai nulla, però sai come è il cinese perché ce ne sono tanti e ci sei stato tante volte... tutti dicono che è l'innovazione ma bisogna intanto capire, provarlo e vedere se è affidabile. È tutto anche un investimento di tempo e di relazioni da costruire perché io in banca so già a chi rivolgermi, qui devo capire di chi posso fidarmi»

«...sono interessato perché vorrei acquistare un altro albergo e potrei farmi aiutare... farei un lending e per farlo mi sono fatto spiegare bene dai legali dello studio XXX perché non sapevo dove altro andare a cercare»

«È una cosa nuova da imparare però piano piano direi»

Tav. A9 – Le finalità dell'investimento in *crowdfunding*. Estratti dalle interviste agli investitori istituzionali

Strategia commerciale

Banca 1

«noi trattiamo il crowdfunding come se fosse un prodotto di credito e investiamo sulle aziende che ci interessano, non su quelle su cui vogliamo ridurre la nostra quota di esposizione»

«La banca come fornitore di denaro non è più sufficiente anche perché le fusioni riducono il numero di attori. Quindi è un ulteriore canale/opzioni per le imprese che hanno bisogno di credito»

«sono cmq strumenti che rendono rispetto a una normale operazione di finanziamento, differenziamo il rischio perché non partecipiamo da soli ed entriamo in contatto con imprese interessanti per la banca e con cui non entreremmo in contatto se non operassimo in questo settore/non offrissimo questo strumento»

«ci stiamo costruendo una reputation nel nostro piccolo e le piccole imprese si rivolgono a noi perché sanno che seguiamo bene questo tipo di operazioni»

Banca 2

«Ha contato soprattutto la volontà di supportare il progetto... trasmettere l'idea che la banca ci credeva così tanto da investirci. Poi sicuramente è stata fatta una valutazione delle implicazioni economiche, ma non sarebbe stato un problema se non fossero stati brillanti»

«se il progetto e l'azienda sono in linea con i nostri valori apponiamo il nostro logo sul portale a supporto della validità/credibilità ESG della campagna e lo evidenzia per comunicare che il progetto è stato selezionato dalla banca in termini valoriali»

«ora stiamo evolvendo ulteriormente l'approccio, non più solo ricevere proposte dai portali, ma un ruolo più proattivo proponendo noi stessi ai nostri clienti di aprire campagne di crowdfunding sui portali con cui collaboriamo ... il crowdfunding viene offerto come servizio, come uno degli strumenti offerti»

Strategia finanziaria

Sgr e società finanziarie

«Ci siamo spinti sul crowdfunding perché questo ci ha permesso di entrare in operazioni con tagli più piccoli rispetto ai nostri standard e ciò consente procedure e delibere più snelle, istruttorie meno impegnative rispetto a quelle che fanno i fondi che fanno operazioni pluriennali e stanno a lungo termine nel capitale finanziatomentre sul long term/operazione strutturate non agiamo con il crowdfunding»

«tutte le operazioni con una garanzia statale FCG o SACE di cui abbiamo beneficiato in modo pesante... il capitale a rischio pesava il 25% di tutto il portafoglio Tutti noi e le banche ci siamo riempiti di operazioni ipergarantite e garanzie e noi già prima del Covid ci eravamo accreditati presso FCG e durante il Covid abbiamo ulteriormente attinto...»

Rendimento

Sgr e società finanziarie

«non è la spinta primaria, anche se alcune campagne hanno dato rendimenti molto interessanti»

«a noi interessava soprattutto sperimentare in questo settore»

Tav. A10 – Giudizi e valutazioni prospettiche. Estratti dalle interviste agli investitori istituzionali

Partecipazione degli investitori istituzionali prevista nel Regolamento CONSOB

«da noi, per esempio, è l'ufficio crediti che va a valutare la capacità di rimborsare dell'impresa e questo potrebbe incoraggiare... Il retail potrebbe dire se c'è una banca che valuta la capacità dell'impresa di rimborsare il debito sono più tranquillo da investire...perché un investitore retail non sa farlo»

«far sì che una parte sia coperta da investitori istituzionali da credibilità al proponente e al gestore. E poi diciamo che è più facile per chi gestisce anche avere qualcuno che può metterci un po' più di soldi. Di solito gli istituzionali danno tagli più alti oltre alla credibilità»

«può essere un limite burocratico. Per esempio: anche se c'è un imprenditore che mette 50.000 € ti serve l'investitore istituzionale, ma può essere faticoso bussare alla porta degli investitori istituzionali. Nella mia esperienza [...] potrebbe essere una leva sufficiente che ci sia un imprenditore che partecipa con capitali importanti e magari sostiene la comunicazione della campagna»

«Il crowdfunding funziona bene tra il retail e chi come Sgr si struttura al suo interno con un pezzettino dedicato. Io ne ho parlato anche con altri fondi e tutti dicono 'sarebbe bello' ma poi non lo fa nessuno. Ancora tra gli istituzionali non ci si fida tanto del crowdfunding perché siamo abituati a vedere in faccia le aziende, a fare istruttorie dedicate. Certi portali danno informative molto strutturate, ma altri non hanno lo spessore tecnico a cui siamo abituati noi»

Ruolo degli investitori sofisticati previsto nel nuovo Regolamento europeo

Investitore professionale

«gli investitori non-retail hanno necessità di un approccio diretto al progetto e non si accontentano delle informazioni prodotte su un portale. Gli emittenti, se vogliono aumentare le chance di raggiungere l'obiettivo, avranno sempre la necessità di affiancare un processo di fundraising 'privato' a una campagna di equity crowdfunding»

«Dal nostro punto di vista poco cambia. Ogni progetto lo valutiamo a prescindere che sia riservato a professional o retail e abbiamo scelto progetti che potevano essere proposti a chiunque. Le piattaforme continueranno a prevedere progetti per tutti.»

«Nella nostra esperienza ho visto che lo strumento è stato collocato in modo più semplice quando hanno partecipato sia retail sia istituzionali. Forse avere solo investitori istituzionali è una debolezza, mentre avere anche operatori istituzionali nelle operazioni è un fattore incoraggiante per la partecipazione del retail»

«anche dal punto di vista economico non ha molto senso perché lanciare una campagna su un portale ha un costo, quindi sarebbe più logico cercarsi da sé gli investitori istituzionali. Può essere un modo per avvicinare nuovi investitori istituzionali, ma gli istituzionali sanno della campagna già prima che venga lanciata dal portale...»

Finanziamento diretto alle persone fisiche 'titolari di progetti'

«siamo chiamati a mettere i soldi in una cosa che non esiste?»

«il rischio è ridotto per l'investitore professionale, aumenta per quegli investitori retail con una preparazione finanziaria non ottimale e che quindi hanno più difficoltà a valutare l'investimento, perché magari si innamorano di un progetto e rischiano di lanciarsi in una cosa che non conoscono bene. Per noi adesso che lavoriamo esclusivamente su progetti immobiliari cambia poco. Un domani sceglieremo conoscendo bene su cosa investiamo»

«se ho il brevetto e non il prototipo è un modo di raccogliere capitali per la messa a punto del prototipo»

«30 anni fa per fare impresa andavo alla banca sotto casa di cui conoscevo il direttore. Oggi la banca sotto casa non me li darà mai. Oggi io ho più possibilità di andare in varie realtà come la mia, oppure posso rimettere la mia iniziativa alla valutazione del mercato con le campagne di crowdfunding»

«certo se un bancario come me aprisse un bar quasi sicuramente fallirebbe, ma se volesse aprire un'attività imprenditoriale in un settore in cui ho già lavorato allora lo valutiamo con interesse e serietà: la banca valuta molto, oltre alle garanzie, anche l'esperienza dell'imprenditore nel settore»

«come banca lo vedo con le start-up a vocazione sociale o benefit che hanno un occhio più sull'impatto generato che sul risultato economico. In quelle possiamo crederci, e quindi potendo avvicinarci a queste realtà potrebbe essere un'opportunità positiva, ma non smetteremo di fare comunque domande sul potenziale economico dell'impresa»

«mettere capitale in una start-up con solo 10.000 euro di capitale sociale o in una Srl che ha solo un bel business plan non è che cambi un granché»

«Se c'è dietro un progetto serio non ci vedo niente di male, i soldi rimangono in un conto vincolato... Bisogna stabilire quali sono i target, perché se per fare un progetto ci vuole 1 milione e raccolgo solo 200.000 euro chi ci ha messo i 200.000 euro ha diritto alla restituzione»

- segue -

Apertura cross-border

«opportunità interessante, consente anche di fare arbitraggio dei tassi per le aziende italiane che per esempio possono raccogliere da investitori olandesi che hanno magari tassi bassi»

«Aumenta la concorrenza ma posso raggiungere più campagne. Domani posso farla anche con il portale italiano UK. Dovremo noi studiare di più per capire chi è il soggetto. Ma per noi è una cosa positiva perché è una possibilità in più. Come investitore non mi sembra un problema»

«Può essere interessante per le imprese ci potrebbero essere investitori specializzati che valuteranno il rendimento dell'impresa oltre che la capacità di rimborso e si allarga quindi al platea di investitori...»

«forse è un'opportunità, non tanto per l'investitore retail italiano, quanto per le start-up per raccogliere capitale anche presso investitori stranieri, ma saranno comunque investitori professionali o società che investono capitali in tecnologia»

«Decisamente interessante, perché ci sarà un livello molto alto perché siamo all'interno della CE ed è importante e coerente che ci sia questa apertura. A livello di mercato può sicuramente a farlo crescere. Poi la selezione la fa il mercato che farà sparire chi raccoglie in maniera non opportuna»

«interessante, ma complicato, bisogna che i portali si attrezzino, anche la traduzione del materiale tecnico in inglese non è banale e gli investitori sono abituati all'ordine, alla rappresentazione; ci vuole know-how, bisogna presentarsi bene! Che dall'estero i retail vengano a investire in start-up italiane la vedo in salita: è un processo lungo, lento, ma si svilupperà» (investitore professionale)

«una realtà piccola come noi non andrebbe mai a sottoscrivere un'operazione emessa da una piattaforma tedesca. Noi vogliamo essere la banca del territorio che è la nostra forza e stiamo sul mercato per la vicinanza alle imprese che è sempre meno scontata nel sistema bancario»

«non so se investirei. Devi conoscere le persone, già capire un'attività rischiosa piccolina richiede tempo, investire all'estero devi capire com'è, la fiscalità estera... Se non è ordinato e chiaro non lo prenderei in considerazione neanche io»

«i portali più forti arriveranno ad acquisire quote anche in Italia, quindi l'Italia resisterà con le piattaforme più grandi, con i cosiddetti squali delle campagne già chiuse prima ancora di essere aperte, ma le piccole piattaforme dovranno affrontare il mercato non solo italiano, ma anche europeo»

«si dice che non si investe mai a più di 100 km da casa... a meno che non ci sia la start-up digital tedesca che offre un servizio anche a me o un rendimento molto importante. Non so... non mi immagino un investitore italiano al secondo terzo investimento che investe già all'estero, ma tra qualche anno potrebbe prendere piede»

«le nostre funzioni di controllo sono molto intimorite dall'equity crowdfunding, fanno domande su qualsiasi aspetto perché non lo conoscono, hanno timori legati alla compliance che magari non sussistono, quindi forse ci saranno resistenze. Riceveremo bonifici, anche da clienti stranieri: per esempio, se arriva un bonifico da un cliente tedesco che ha anche un conto in svizzera, potrebbero esserci problemi di antiriciclaggio?»

I focus group sugli investitori retail

Tav. A11 – Estratti di focus group con gli investitori che hanno già aderito a campagne di *crowdfunding*

L'approccio agli investimenti

«io seguo le analisi di Altroconsumo Investì e mi muovo sulla base delle loro indicazioni...me lo leggo tutte le sere»

«sono un investitore da tanto e cassetista, con il crowdfunding sono diventato più aggressivo»

«ho il portafoglio diviso in quattro parti: somme in depositi Illimity al 4% per 5 anni, crowdfunding per piccole percentuali, azioni – che sono speculative –, e poi ho una parte che io destino tipicamente e metodicamente al mio fondo pensione»

La conoscenza del *crowdfunding* e i *drivers* dell'interesse

Associazioni di idee: «prestasoldi», «è una sorta replica di un'opa a livello embrionale», «azzardo per l'equity», «speriamo bene», «parlando con altre persone se parlo di crowdfunding mi dicono cos'è», «alcune piattaforme deludenti per un misto di scarsa professionalità e superficialità», «equity e lending, acquisto di quote di società non quotate, srl in stadi differenti della loro vita»

«secondo me in Italia ci sono delle belle idee e delle belle teste»

«il crowdfunding offre la detrazione fiscale del 30-40% e ti permette di dialogare direttamente con i founder o imprenditori»

«investire un po' più in economia reale, più concreto, diretto»

«ci sono state delle pecche enormi nelle piattaforme. Non tutti, ma ci sono stati soggetti che hanno spinto per portare sulle piattaforme soggetti che non avrebbero dovuto cercare pubblico risparmio»

«non è possibile avere queste oscillazioni qualitative in un soggetto che dovrebbe avere uno standard medio garantito»

«ero impreparato a selezionare le piattaforme, sono atterrato su una che forse è oltre il limite del banditismo, raccontano favole inventate!»

«la detrazione fiscale [...] non è un guadagno, ma una mitigazione della perdita: il fatto che si possa detrarre il 30 o 40% non mette in automatico il mio investimento in positivo; invece, molto furbamente, lo spacciano come rendimento certo. I portali non sono mai intervenuti per fermare questo tipo di comunicazione»

«hanno voluto importare in Italia il fenomeno delle start-up, ma in Italia non abbiamo questa cultura», «mi sono avvicinato perché pensavo di avere un rapporto diretto; invece, spesso sono farneticazioni [...] c'è tantissima improvvisazione – parlo degli start-upper», «ragazzi giovani che non hanno realizzato perché era un business più grande di loro», «c'è una mancanza di formazione di aspiranti imprenditori e founder che è imbarazzante»

«in assemblea non conti niente»

«mi sono ritrovato in questo investimento agli albori dove tutti potevano avere diritto di voto con cip minimi, caos totale, è durata 3 anni, gli abbiamo pagato lo stipendio per qualche anno»

«nel lending, ho trovato più attenzione, professionalità, screening, rispetto a equity che è stato una specie di far west»

«poca selezione, poca accuratezza delle informazioni, no controlli, sono soggetti autorizzati, ma la CONSOB non ne risponde, fanno quello che vogliono non rispondono, il patentino è leggero, non seguono il post investimento, il furbo si infila, trova lo strumento per arrivare sulla piattaforma raccoglie i soldi e sparisce, può succedere e succede»

Le lezioni apprese e i correttivi auspicati

«mi sono affidato a un portale molto serio: il gruppo Telegram risponde in tempo reale sempre con precisione, professionalità; li vedo su Linked In: persone qualificate», «preferisco scegliere e diversificare per mitigare le perdite: per il lending ho diversi portali», «cerco di rimanere su Milano perché la conosco; valuto se sparano prezzi plausibili o meno; la città è grande ma non grandissima riesci a risalire ai promotori, aziende», «alcuni consentono di partecipare alle assemblee anche se non hai il diritto di voto: è molto interessante per seguire l'andamento della società e non investire i soldi e aspettare 5 anni per vedere come è andata».

«se rispetto i requisiti mi dai il patentino, se sono un cialtrone me lo toglì, ma non hanno nessun interesse a farlo...», «non c'è controllo neanche nel pre-vendita [...]: se fanno una raccolta fraudolenta chi li sanziona? Avete mai visto la revoca del patentino?», «si potrebbero adottare dei mezzi di comparazione basati su tracking di investimento proposti e avere una comparazione», «forse meglio una raccolta di un'azienda non ancora costituita, almeno sai con chi hai a che fare, sai veramente che è una scommessa e non una narrazione di fantasia; in questo caso sai che c'è un'idea, le valutazioni saranno diverse e non sono i portali a fare le valutazioni», «basta guardare a quello che fanno in Inghilterra: Seedrs fa mercato secondario da sempre».

PARTE TERZA

Scelte d'investimento nell'ambito
dell'*equity crowdfunding*:
un'analisi empirica mediante esperimenti di scelta

1 Introduzione

Il lavoro presenta i risultati di una ricerca volta a indagare il processo decisionale che induce a investire in nuovi *business* attraverso l'utilizzo di piattaforme di *equity crowdfunding* (ECF) e il tipo di informazioni rilevanti nelle scelte effettuate da investitori retail. La letteratura pone in evidenza come i potenziali investitori costruiscono e aggiornano il proprio set informativo attraverso la ricezione di segnali da sorgenti d'informazione differenti, a stadi diversi e consecutivi, mediante una sequenza di fonti di informazioni che possono essere valorizzate quando si prendono decisioni di investimento, denominata cascata informativa. Meno noto invece è se gli investitori, nel valorizzare queste informazioni, seguano una gerarchia, ovvero una sequenza sistematica che rivela la presenza di priorità percepite in termini di qualità/bontà della fonte informativa e dei segnali emessi dagli imprenditori. Grazie a un esperimento di scelta (cosiddetto *Discrete Choice Experiment* o DCE) somministrato a un campione di 1.018 famiglie italiane, la ricerca mira a verificare: a) se questa gerarchia esista effettivamente; b) se questo ordinamento risponda, o meno, a una logica di origine dei segnali, connessa all'idea che gli investitori retail considerano più rilevanti segnali originati dagli imprenditori stessi; c) quali siano i profili psicologici di chi manifesta una preferenza verso l'investimento in ECF.

Le evidenze empiriche raccolte tramite il DCE provano che la cascata informativa in effetti esiste. Tuttavia, l'ordine di importanza assegnato alle diverse fonti informative non coincide con l'ordine presunto con cui le informazioni si diffondono e non privilegia le cosiddette sorgenti primarie (riconducibili direttamente all'emittente). L'importo del capitale effettivamente versato dagli altri investitori rappresenta, infatti, il segnale informativo che più fortemente stimola la volontà di investire: il coinvolgimento effettivo, provato, di altri investitori supera ampiamente l'importanza del coinvolgimento effettivo dell'imprenditore (*equity retention*). In ordine di rilevanza, al coinvolgimento finanziario di altri investitori, segue poi la presenza attiva sui *social* da parte dell'impresa, a dimostrazione che la potenzialità informativa dei canali privati, e paradossalmente meno professionali all'interno di questi, riscuote maggior influenza sull'investimento rispetto alle altre fonti, con il paradosso che l'ultimo livello di importanza è conseguito dalla valutazione effettuata dagli analisti professionisti (*pre-money*). Dall'esperimento emerge anche il ruolo delle conoscenze finanziarie e digitali: negli individui con livelli più elevati di alfabetizzazione finanziaria cresce l'importanza percepita dei segnali informativi associati alla presenza di investitori professionali. Tale evidenza si rafforza ulteriormente negli individui che mostrano alti livelli di competenze digitali.

2 La cascata informativa nell'*equity crowdfunding*

2.1 La cascata informativa in letteratura

L'*investment crowdfunding* e, in particolare l'*equity crowdfunding* (ECF) rappresentano uno scenario ideale per studiare il fenomeno dello scambio di informazioni

tra attori che, per definizione, ne posseggono livelli quali-quantitativi molto diversi. Si è di fronte a un modello di agenzia (Jensen e Meckling, 1976), dove gli agenti (tipicamente *start-upper*, ma non solo) sono meglio informati sulla qualità e rischiosità del proprio progetto imprenditoriale, mentre i principali (gli investitori) si trovano a dover decidere di allocare proprie risorse finanziarie senza possedere le informazioni e le capacità per valutare le prospettive future dell'investimento e del progetto.

È noto come il finanziamento di nuovi *business* sia caratterizzato da asimmetrie informative maggiori tra i datori e prenditori di fondi, a causa di una serie di ragioni strutturali, come l'assenza di track record passati, prospettive altamente incerte sullo sviluppo di settori innovativi o redditività di prodotti/servizi inconsueti difficilmente prevedibile. Per queste ragioni, è ragionevole attendersi che gli *start-upper* siano disponibili a dare al mercato la maggior parte delle informazioni possibili, per attrarre gli investitori e dare segnali sul valore (futuro) del loro *business* (Spence, 2002). In tal senso, la natura tecnologica dell'ECF, che lo rende a pieno titolo uno degli strumenti di Fintech, elimina gran parte delle frizioni 'strutturali' associate alla circolazione delle informazioni. Le campagne di raccolta fondi, infatti, dopo un vaglio scrupoloso da parte dei gestori delle piattaforme, sono ammesse ad accedere ad ambienti web che fungono da vere e proprie 'vetrine' digitali. Tramite questi portali, gli *start-upper* sono autorizzati quindi a fornire le informazioni che reputano necessarie affinché un pubblico di utenti, vasto ed eterogeneo, possa decidere se finanziare, o meno, l'iniziativa.

Tuttavia, dal lato degli investitori, gli investimenti in ECF, molto spesso di importi modesti e facili da realizzare perché avvengono in modo agevole via web, potrebbero essere considerati come investimenti '*entry level*'. In altri termini è plausibile che il pubblico degli investitori in ECF, non sofisticato, segua logiche decisionali differenti rispetto a investitori professionali e sofisticati per formare le proprie convinzioni sulle prospettive d'investimento, selezionando i progetti che reputa da preferire. Potrebbero quindi subentrare fattori di scelta alternativi basati sull'informazione, non necessariamente primaria, disponibile e direttamente osservabile sul web, spesso limitata, e fondata su convinzioni del tutto personali.

A questo punto, il fenomeno dell'ECF può essere riportato naturalmente al quadro concettuale della teoria dei segnali (Spence, 1973; Ahlers, et al. 2015; Drover, Wood, Corbett, 2018; Colombo, Meoli, Vismara, 2019), dove si osserva materialmente il flusso delle informazioni che vengono spedite e ricevute in quanto dovrebbero essere rivelatori della qualità degli investimenti.

Ai fini del presente lavoro, si assume che i segnali emessi nell'ambito di operazioni di ECF, grazie alla digitalizzazione delle informazioni, alla velocità di trasmissione e all'amplificazione offerta dai portali web, siano classificati in tre stadi:

1. Segnali di primo stadio, ovvero segnali che vengono prodotti direttamente dall'emittente -quindi l'imprenditore stesso- che possono riguardare il prodotto, il *business*, il team coinvolto, il *network* di relazioni sociali attivate, ecc.;
2. Segnali di stadio intermedio, ovvero segnali prodotti da soggetti terzi che interagiscono però strettamente con l'imprenditore che può influire direttamente sul loro comportamento e sulle loro valutazioni;

3. Segnali di secondo stadio, ovvero segnali che vengono generati dagli investitori che hanno già espresso un loro giudizio sulla bontà dell'investimento e che lasciano digitalmente traccia della loro decisione, in varia forma. Simili tracce possono essere osservate e interpretate da altri investitori che possono per questo decidere di investire nella campagna di ECF.

Osservando la ricezione dei segnali, è noto che gli investitori, specie se retail e sprovvisti di esperienze/conoscenze specialistiche, siano soggetti a una serie di distorsioni cognitive (Kahneman e Tversky, 1974, Baltussen, 2009) e razionalità limitata (Camerer, 1998), nonché inclini a valutazioni fallaci (Ahlers et al., 2015; Hornuf e Schwienbacher, 2014). Per questo, essi sono portati ad alleviare la complessità delle loro decisioni tramite l'utilizzo di scorciatoie di pensiero (euristiche) al fine di raggiungere soluzioni soddisfacenti (Simon, 1955). La decisione di investire, o meno, proprio per la portata modesta dell'investimento finanziario in ECF, rende plausibile che sia puramente individuale e difficilmente assistita da consulenti esterni. Gli investitori retail - in questo ambito decisori solitari - mancando di capacità ed esperienza sufficienti per valutare la prospettiva degli investimenti, incappano in elevati costi di monitoraggio (Ahlers et al., 2015; Cumming et al., 2019); essi quindi mettono in atto metodi pratici, anche riconducibili a procedimenti euristici, per migliorare il proprio processo di scelta in condizioni di asimmetria informativa e razionalità limitata, cercando di acquisire più informazioni possibili, sia come segnali di primo stadio, sia seguendo il comportamento di operatori che presumono in possesso di set informativi più ampi (effetto di *herding*), e/o che sono visibili come emittenti di segnali di secondo stadio.

In particolare, l'effetto di *herding* (Scharfstein e Stein, 1990) descrive la tendenza di singoli individui di imitare il comportamento di un gruppo, ottenendo un vantaggio economico dall'aggregazione di singole informazioni apprese da altri (Grossman e Stiglitz, 1976), allineando le proprie scelte e convinzioni con quelle di operatori ritenuti più informati, o comunque con quelle di un gruppo di appartenenza (Bikhchandani et al., 2001).

La cascata informativa (Welch, 1992), invece, si riferisce alla valorizzazione di una sequenza di fonti di informazioni e deriva dall'applicazione ai temi finanziari di un concetto derivato da discipline psicologiche e definito anche come *social learning* (Bandura, 1977), che descrive situazioni in cui gli individui apprendono dall'osservazione di altri. La cascata informativa rappresenta un fenomeno simile, ma differente, all'effetto di *herding* (Boğaçhan e Shachar, 2004), poiché basato sulla sequenzialità dei momenti decisionali degli individui (Bikhchandani et al., 1992). Secondo questa lettura del processo decisionale individuale in condizioni di incertezza, gli individui ritengono più ragionevole prendere decisioni sulla base di segnali pubblici, ignorando l'informazione privata eventualmente disponibile (Alevy et al., 2007).

La riferibilità di una cascata informativa al contesto dell'ECF (Vismara, 2018) è connessa al fatto che, dato un momento iniziale, in cui nella piattaforma di ECF sono disseminati solo segnali di primo stadio (provenienti dall'imprenditore), successivamente viene divulgata una serie ulteriore di informazioni (segnali di secondo stadio) che descrivono la reazione del pubblico degli investitori, tra cui possono comparire anche investitori professionali. Accanto a questi soggetti, nell'ECF una fonte

informativa non convenzionale è poi la 'saggezza delle folle' (*wisdom-of-crowds*, Surowiecki, 2005) che costituisce uno straordinario segnale di secondo stadio, poggiandosi sull'idea che una massa di individui inesperti è in grado di compiere scelte più corrette rispetto ad esperti singoli, alleviando le asimmetrie informative (Polzin et al., 2017). In sostanza, gli investitori potenziali sono in grado di desumere la qualità di un progetto osservando le proposte di acquisto effettuate dalla folla di investitori precedenti (Hirshleifer e Teoh, 2003). La cascata informativa che ne deriva è così in grado, secondo un effetto a valanga (*snowball effect*), di condizionare le scelte di investitori più tardivi (*late investors*, Vismara, 2018).

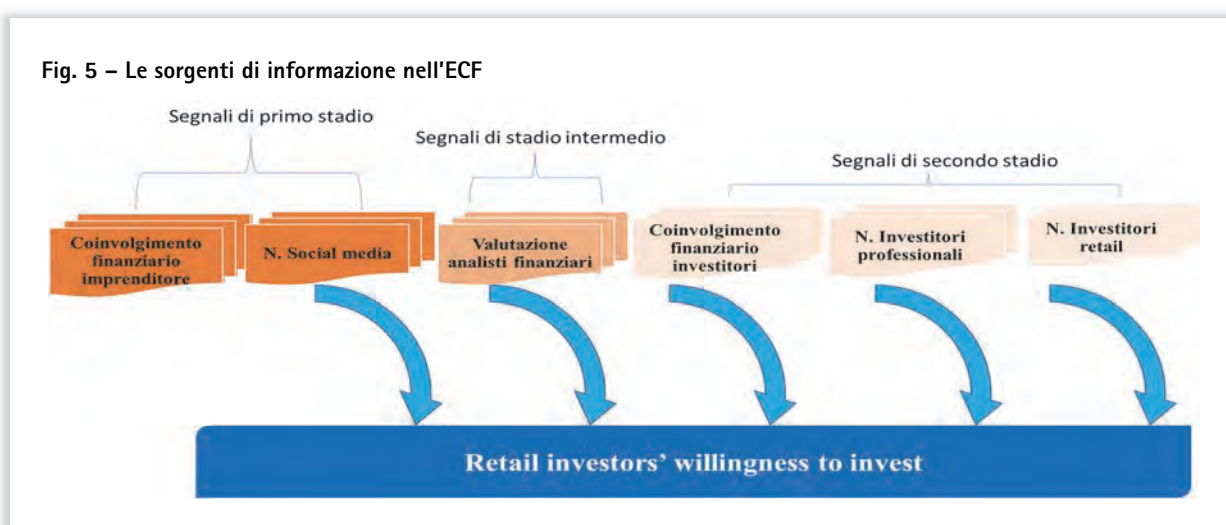
2.2 Le sorgenti di informazione nell'*equity crowdfunding*

È noto come gli studi della cascata informativa in finanza si siano limitati a una esplorazione in contesti sperimentali, con ridotte applicazioni empiriche e risultati per ora inconcludenti (Doherty, 2018). Questo studio si inserisce nelle teorie delle cascate informative, e indaga mediante un esperimento di scelta quali siano i fattori che influenzano le scelte d'investimento (Willingness To Invest- WTI) di investitori retail nel contesto dell'ECF, tentando di superare i limiti delle ricerche condotte finora. Pur rimanendo in un alveo empirico di tipo sperimentale, il modo in cui l'esperimento di scelta è stato costruito replica fedelmente la natura delle informazioni effettivamente disponibili nelle pagine web delle piattaforme di ECF. Ne segue che le preferenze espresse nella *survey* sono riferibili a un contesto semi-sperimentale, definendo la tipologia e le alternative di scelta strettamente in modo aderente alla realtà finanziaria domestica. I sottoscrittori potenziali in ECF aggiornano il proprio set informativo attraverso la ricezione di segnali da sorgenti d'informazione differenti, a stadi diversi e teoricamente consecutivi, in modo molto simile a quanto avrebbero potuto conoscere nella realtà. In ultima analisi, lo studio pone le basi per un riscontro empirico della sussistenza della cascata informativa proposta in letteratura.

Dall'osservazione delle informazioni rese disponibili sui siti web delle campagne di raccolta, sono state individuate, quindi, sei sorgenti di informazione che si prestano alla propagazione d'informazione sotto forma di una cascata, in linea con un comportamento di osservazione/imitazione (Fig. 5).

Tra i segnali di primo stadio, possiamo individuare il coinvolgimento finanziario dell'imprenditore, espressa nell'informazione sulla quota di capitale da lui trattenuata, ovvero l'*equity retention*; tale informazione viene sempre divulgata nelle piattaforme di ECF e sintetizza la misura implicita della qualità del *business* percepita dall'agente che possiede le informazioni maggiori, essendo autore delle azioni aziendali. Ulteriore segnale di primo stadio è poi la vastità della rete di relazioni sociali che l'imprenditore predispone. Segue poi l'informazione della valutazione aziendale elaborata da analisti finanziari che offrono le loro professionalità di analisi e valutazione, come soggetti esterni, ma in completamento con le *skill* dell'imprenditore e lavorando con la sua collaborazione. Queste due tipologie di segnali vengono emessi sin dal momento iniziale di attivazione della campagna di *crowdfunding*.

La seconda famiglia di segnali si manifesta, per definizione, in una fase successiva, quando i primi investitori esprimono le loro valutazioni attraverso la decisione di sottoscrivere quote. Nelle piattaforme di ECF l'informazione della quota di sottoscrizioni confermate (rispetto alle adesioni richieste), variabile nel corso della campagna, come anche l'informazione del numero degli investitori che hanno sottoscritto, vengono disseminate dinamicamente in tempo reale sul web. È naturale quindi che esse vengano percepite quali segnali (indiretti) di qualità dell'investimento, che si presentano in un momento successivo. Per questo tali segnali vengono definiti di secondo stadio e possono influenzare le preferenze immaginando che si possono attivare dei meccanismi di *herding* da parte degli investitori che devono ancora sottoscrivere, rispetto ai primi sottoscrittori.



Sorgenti-segnali di primo stadio

Prima sorgente della cascata informativa: il coinvolgimento finanziario dell'imprenditore

La prima sorgente origina dagli imprenditori stessi, che hanno informazioni sulla rischiosità e sulla qualità reale del loro progetto; essi possono segnalare dedizione e fiducia nella propria idea imprenditoriale con un rilascio contenuto di quote societarie agli investitori dopo la raccolta (Vismara, 2016). Il mercato predilige imprenditori che investano un'elevata quota di capitale proprio nella *start-up* e che quindi si accollino in prima persona la sopportazione del rischio d'impresa (Löher et al., 2018). La quota trattenuta, o *equity retention*, segnala quindi l'impegno, o *skin-in-the-game* (Frid et al., 2015), degli imprenditori e la qualità dell'idea imprenditoriale, in linea con le teorie di *corporate finance* (Leland e Pyle, 1977). L'*equity retention* viene solitamente presentata agli investitori dalle piattaforme di ECF al suo complementare, ovvero come percentuale di quota societaria distribuibile agli investitori, ed è un segnale direttamente osservabile dal sito *web* della campagna di raccolta. Si tratta di un'informazione che gli investitori possono elaborare per valutare la rischiosità effettiva del progetto di cui

si chiede il finanziamento e che funge da segnale di buona qualità del progetto. In particolare, recenti studi effettuati sulle piattaforme di ECF di Seedrs e Crowdcube dimostrano che un'elevata *equity retention* è in grado di influenzare positivamente il risultato della campagna di raccolta (Vismara, 2016; Rossi et al., 2021), effetto che risulta robusto nelle piattaforme di ECF che prevedono l'avvio dell'operazione da parte degli imprenditori (*entrepreneur-led*), e che va invece scemando in quelle che sono guidate dagli investitori, come i *business angels* alla ricerca di sindacati di investimento (*investor-led*, Rossi et al., 2021). In questo lavoro abbiamo semplificato l'esperimento focalizzandoci sulle prime, ovvero assumendo un esperimento che ha luogo nell'ambito di piattaforme *entrepreneur-led*.

Seconda sorgente della cascata informativa: la presenza attiva sui social

La seconda sorgente di informazioni è rappresentata dalla rete relazionale digitale che la *start-up* dimostra di possedere sui canali *social*. È noto come (Dubini e Aldrich, 1991) la qualità del *network* e delle connessioni interpersonali del team imprenditoriale e della *start-up* risultino fondamentali per il suo finanziamento (Shane e Cable, 2002), fungendo da *endorsement* del progetto imprenditoriale. Il ruolo che i *social media* hanno nell'ottenimento di risorse finanziarie dunque risulta centrale anche, e soprattutto, nel contesto del *crowdfunding* (Belleflamme et al., 2013; Mollick, 2014), dove una folla di investitori decide di finanziare un progetto tramite piattaforme *online*¹⁸ ed è in grado di aggiornare in tempo reale il proprio *set* informativo consultando varie fonti, tra cui, appunto, i *social media*. Tra le piattaforme di *social media* più comunemente note, LinkedIn si distingue per essere vocata specificatamente al *business* e per la propria *mission* volta alla connessione di professionisti da tutto il mondo con il fine di accrescerne la produttività e il successo (si veda about.linkedin.com). Studi più recenti, si sono quindi focalizzati sull'utilizzo di LinkedIn da parte di imprenditori, ritenendo che le loro connessioni digitali (*digital social network*) siano in grado di influenzare il successo d'impresa (Song e Vinig, 2012; Banerji e Reimer, 2019). Il numero di *follower* quindi si trasforma per i potenziali investitori in un segnale di fiducia concesso dal *network* all'imprenditore e diviene un indicatore di buona qualità del progetto imprenditoriale (Giudici et al., 2013; Nitani et al., 2019), oltre che un meccanismo per dare conferma a informazioni altrimenti ritenute poco credibili (Nitani et al., 2019).

Sorgenti-segnali intermedi

Terza sorgente della cascata informativa: la valutazione degli analisti finanziari

La terza sorgente d'informazione è legata alle valutazioni degli esperti di settore, quali analisti e consulenti, che hanno il compito di fornire e rendere pubblica la loro valutazione *della start-up* prima che essa raccolga le risorse di finanziamento, e questa valutazione viene definita *pre-money*. Il giudizio si sintetizza in un indicatore, la valutazione *pre-money* appunto, che aggrega non solo informazioni *hard*, quali quelle contabili ed economico-finanziarie, ma anche *soft*, quali le informazioni

18 Si ricorda che l'*equity crowdfunding* è una forma di FinTech.

sull'imprenditore e sul *management*. Gli investitori *retail* possono osservare questo valore e aggiornare le proprie convinzioni sulle prospettive d'investimento. In generale, gli individui sono più attratti da valutazioni *pre-money* più elevate, che considerano segnali di una buona affidabilità creditizia dei progetti forniti da operatori più esperti e meglio informati (Wasiuzzaman and Suhili, 2021, Löher et al., 2018).

Sorgenti-segnali di secondo stadio

Le tracce che rappresentano segnali di secondo stadio sono legate al comportamento degli altri investitori: in particolare, si considerano segnali di secondo stadio sia l'ammontare sottoscritto da altri investitori sia la presenza e la numerosità di investitori diversi, di natura professionale o non professionale.

Quarta sorgente della cascata informativa: il coinvolgimento finanziario degli investitori (quota di investimenti confermati)

La prima fonte di informazione di questo tipo, disseminata dalle piattaforme di ECF, è rappresentata dal coinvolgimento finanziario sostanziale dimostrato da chi ha già sottoscritto. In questa ricerca verrà considerata quindi la percentuale di capitale effettivamente sottoscritto, misurato come quota di investimenti confermati sul totale delle offerte (*bid*) prenotate. Nelle piattaforme *web* di ECF questo valore segnala in tempo reale l'avanzamento effettivo della raccolta della campagna e l'informazione connessa potrebbe influenzare l'investitore *retail*, che potrebbe preferire investire in progetti che abbiano dimostrato di poter raccogliere *effettivamente* capitali e avvicinarsi alla conclusione con successo (Scharfstein e Stein, 1990). Viceversa, un elevato numero di quote prenotate, ma non effettivamente sottoscritte (e pagate) potrebbe sottintendere comportamenti di azzardo morale e pratiche illecite di manipolazione del mercato (Meoli e Vismara, 2021).

Quinta sorgente della cascata informativa: la presenza di investitori professionali (numerosità)

La presenza di investitori istituzionali, o intermediari finanziari, nel finanziamento della campagna di ECF rivela che operatori più sofisticati, con competenze finanziarie ed esperienza più elevate di investitori *retail*, valutano positivamente il progetto e lo supportano, spesso con volumi d'investimento consistenti. Il segnale ha un effetto positivo sui singoli investitori *retail*, i quali recepiscono la cascata d'informazione ed emulano il comportamento (fanno *herding*) di operatori ritenuti più informati, in linea con lo studio di Löher et al., 2018.

Sesta sorgente della cascata informativa: la presenza di investitori retail (numerosità)

Una ulteriore fonte informativa è rappresentata, poi, dal comportamento della folla di investitori *retail* che sono stati coinvolti nella campagna di ECF. Potenziali investitori, infatti, potrebbero percepire la decisione di investimento della folla come un segnale efficace di qualità del progetto imprenditoriale (Mollick e Nanda, 2015). La folla, facendo leva su conoscenze e preferenze individuali, sarebbe in grado di giungere

a una valutazione collettiva più accurata (Mollick e Nanda, 2015), nota come 'saggezza della folla', dato che la comunità di investitori nel suo insieme potrebbe essere in grado di selezionare più efficacemente i progetti. Studi sulla materia hanno mostrato infatti come l'aggregazione di più fonti informative, seppur generate da una folla di investitori meno sofisticati, possa equivalere al giudizio di esperti singoli (Surowiecki, 2005; Mollick e Nanda, 2015). Nel contesto dell'ECF la saggezza della folla si esprime attraverso le decisioni di investimento collettive effettuate dagli investitori, sintetizzata nell'indicatore del numero di investitori attuali già presenti nella campagna (*early investor*), ed è in grado di influenzare la partecipazione di investitori successivi (*late investor*), attraverso cascate informative (Vismara, 2018; Hornuf e Schwiendbacher, 2018; Vulkan et al., 2016). In questo lavoro eventuali comportamenti di manipolazione del mercato, nella realtà possibili (Meoli e Vismara, 2021), sono controllati dall'attributo inerente al grado di coinvolgimento finanziario degli investitori, che è stato deliberatamente esplicitato attraverso l'informazione delle quote di capitale effettivamente versato.

3 La metodologia

3.1 L'esperimento di scelta discreta (DCE)

Gli esperimenti di scelta discreta (*Discrete Choice Experiment*, DCE) costituiscono un metodo di ricerca quantitativo utile a stimare le preferenze soggettive degli individui e comprendere i fattori che influenzano il loro processo decisionale. Questa metodologia trova applicazione in diversi ambiti di ricerca, tra cui le scienze mediche, la psicologia, l'economia, il *marketing*, i trasporti e le scienze sociali.

In letteratura si distinguono due metodi di rilevazione delle preferenze: diretto e indiretto. Il primo, detto anche delle preferenze rivelate (*revealed preferences*; Samuelson, 1938), presuppone che sia sempre possibile misurare in maniera oggettiva e assoluta il grado di preferenza di un individuo. Si osserva il comportamento effettivo degli individui attraverso scelte reali effettuate in contesti di mercato o ambienti decisionali reali, presupponendo la piena razionalità decisionale.

Tuttavia, secondo la letteratura psicologica più recente, questo non è sempre possibile a causa di fattori casuali o esogeni. Si preferisce dunque seguire un approccio indiretto, detto anche delle preferenze dichiarate (*Stated preferences*; Louviere & Woodworth, 1983; Louviere & Hensher, 1983), che presuppone che gli individui non siano in grado di fornire una misura assoluta del proprio grado di preferenza, ma si possa piuttosto ricavare una misura relativa ponendo a confronto le alternative e ricreando quindi un ordinamento discreto.

Il DCE si basa proprio su quest'ultimo approccio in quanto i partecipanti non sono tenuti a fornire una misura assoluta dell'utilità associata a una scelta, ma piuttosto a esprimere una preferenza tra alternative ipotetiche attraverso una serie di scenari di scelta (Ali e Ronaldson, 2012).

Fondandosi sulla teoria dell'utilità aleatoria (*Random Utility Theory*, Marschak, 1960; Train 2003; McFadden, 1974), il DCE assume che inducendo gli

individui a compiere delle scelte binarie tra alternative, è possibile individuare le loro preferenze espresse. Essi, infatti, di fronte a un dilemma di scelta tra alternative che differiscono tra loro per determinate caratteristiche, sono portati ad effettuare un compromesso e scegliere l'opzione che offra l'utilità maggiore, basata su una combinazione lineare ponderata degli attributi (Train 2003; McFadden, 1974).

La teoria dell'utilità aleatoria afferma che i soggetti prendono decisioni in modo stocastico, secondo una modellazione probabilistica, dove le scelte possono essere influenzate anche da fattori casuali o non completamente controllabili. La funzione di utilità di un individuo diviene quindi soggettiva e influenzata da una variabilità casuale (stocastica), riflettendo l'incertezza e la diversità nel comportamento umano. Si discosta quindi dalla teoria dell'utilità classica, la quale invece assume che le preferenze siano deterministiche e completamente osservabili.

In termini analitici, la funzione di utilità di un individuo (u_{ij}) risulta essere la combinazione lineare di una componente deterministica (sistematica, V_{ij}) e una componente aleatoria (ε_{ij}). In particolare, la prima (V_{ij}) rappresenta l'utilità intrinseca dell'individuo per l'alternativa j e comprende sia variabili specifiche dell'alternativa j (i livelli degli attributi, X_j) che il vettore di coefficienti stimati (β_j).

$$(1) u_{ij} = V_{ij} + \varepsilon_{ij} = V_{ij}(\beta_j, X_j) + \varepsilon_{ij}$$

La progettazione dell'esperimento

La progettazione del DCE inizia con l'identificazione delle variabili di interesse e la definizione delle alternative di scelta, coerentemente con la domanda di ricerca e le relative ipotesi. Si procede così a specificare gli attributi caratterizzanti le diverse alternative e i livelli di tali attributi, ovvero le variabili di interesse. Gli attributi rappresentano le caratteristiche distintive delle alternative disponibili, mentre i livelli rappresentano i diversi valori che ciascun attributo può assumere nel corso dell'esperimento.

Obiettivo di questo studio è quello di individuare le preferenze di investimento in *equity crowdfunding* di investitori *retail* nel mercato italiano rispetto a una serie di attributi riconducibili alle diverse tipologie di segnale riportate nel capitolo precedente. Pertanto, i partecipanti al DCE sono stati sottoposti a una scelta tra alternative di investimento ipotetiche che rappresentassero verosimilmente campagne di raccolta sul mercato ECF italiano. La progettazione del DCE, in particolare, prevede la scelta tra due alternative d'investimento e una terza opzione (*no-choice*) che rappresenta lo *status quo* e consente ai partecipanti di non scegliere nessuna delle precedenti alternative, alleviando così il loro carico cognitivo (Louviere et al., 2000). In questo studio le alternative sono presentate ai partecipanti senza etichette (*unlabelled*) per evitare di indurre potenziali *bias* e influenzare così le loro scelte.

La scelta degli attributi e dei livelli

La selezione degli attributi delle alternative è stata effettuata secondo letteratura e consultando le campagne di raccolta presentate dalle piattaforme di ECF italiane, in modo tale da essere rappresentativi delle differenti sorgenti d'informazione

che un potenziale investitore retail può consultare. Gli attributi considerati sono i seguenti:

- percentuale (%) di quota societaria distribuibile ai futuri soci (investitori/azionisti) in caso di completamento della campagna di raccolta (*equity offered*, che si ricorda è il complementare ad 1 dell'*equity retention*);
- presenza di un *link* di collegamento a un profilo *social* attivo della *start-up* su Facebook o Instagram o Twitter o LinkedIn (numero di link, e loro combinazioni, tra: nessuna, due, o quattro link);
- valore *pre-money* (in euro) della *start-up* stimato da analisti e consulenti prima di avviare la campagna di *equity crowdfunding*;
- percentuale (%) di investimento confermata (pagata) da parte degli investitori;
- numero di investitori professionali presenti (*Business angel*, *Venture capital*, Intermediari finanziari, ...);
- numero di investitori *retail* presenti.

Allo stesso modo, la definizione dei livelli di ciascun attributo si è basata sull'evidenza empirica delle campagne di raccolta in modo da rappresentare scelte d'investimento plausibili e coerenti con il mercato italiano (Coast et al., 2007). A questo scopo, è stata condotta una raccolta dati con tecniche di *web scraping* sulle principali piattaforme italiane, selezionando quelle che presentassero valori oltre il cinquantesimo percentile per numero di campagne pubblicate e per ammontare di capitale raccolto. Delle dieci piattaforme individuate, sono state escluse quelle operanti esclusivamente nel settore immobiliare (ossia, Concrete Investing, Walliance). Sono quindi state analizzate otto piattaforme: 200Crowd, Backtowork24, CrowdFundMe, Doorway, MamaCrowd, Opstart, StarsUp, WeAreStarting. Una serie di algoritmi di *web scraping* e *data mining* hanno poi estratto le informazioni di riferimento sugli attributi per ciascuna campagna. Per ciascun attributo (ad eccezione dei *social media*, di natura qualitativa) si sono identificati tre livelli (minimo, mediano e massimo) ricavati dalle statistiche delle piattaforme consultate, escludendo gli *outlier*. Ciascun attributo è stato quindi definito con una codifica ad effetti (*effect coded*), ovvero come variabile categorica con tre livelli (quattro per i *social media*).

Il numero di attributi e di livelli di ciascun attributo non è casuale e deriva da un *trade-off* tra l'informazione ottenibile dall'esperimento e il carico cognitivo richiesto ai partecipanti (Mangham et al., 2009; Johnson et al., 2013). Questi, infatti, influenzano il numero di scelte (*choice set*, *cs* nella formula (2)) a cui i partecipanti sono sottoposti secondo la formula:

$$(2) \quad cs = l - k + 1,$$

dove *l* è il numero di livelli e *k* il numero di attributi. Pertanto, con diciannove livelli totali e sei attributi, il numero di scenari di scelta atteso è di quattordici.

La Tab. 5 offre una sintesi degli attributi e relativi livelli considerati nel DCE, specificandone la sorgente informativa.

Tab. 5 – *Design* del DCE: attributi e livelli

	Sorgente d'informazione	Attributo	Livelli
Segnali di primo stadio	Imprenditore	Percentuale di quota societaria distribuibile	2% 9% 85%
	<i>Social media</i>	Presenza di collegamenti a profili <i>social</i> attivi della <i>startup</i>	Nessuno (Facebook+Instagram) (Twitter+LinkedIn) (Facebook+Instagram+ Twitter + LinkedIn)
Segnali intermedi	Analisti/consulenti	Valutazione <i>pre-money</i>	1,000€ 10,000€ 2,000,000€
Segnali di secondo stadio	Coinvolgimento finanziario degli investitori	Percentuale di investimenti confermata (pagata)	0%
			88%
	Investitori professionali	Presenza di investitori professionali	0 1 5
	Saggezza della folla di investitori	Presenza di investitori <i>retail</i>	16 122 355

Fonte: elaborazioni degli autori.

Il design sperimentale

Metodologicamente, una volta definiti gli attributi e i livelli di un esperimento di scelta, occorre generare gli scenari di scelta (*choice set*). Ciascun *choice set* è composto da due alternative di scelta e una opzione '*no-choice*', ottenute combinando tra loro i livelli degli attributi. Da questo processo si ottiene il *design* sperimentale di un DCE che si concretizza in una matrice di valori ove nelle colonne sono situati i livelli degli attributi e nelle righe le alternative di scelta (Huber & Zwerina, 1996). In altre parole, gruppi di tre righe rappresentano uno scenario di scelta (due alternative ipotetiche e una opzione '*no-choice*') e gruppi di *m*-colonne rappresentano un attributo (ove *m* è il numero di livelli per attributo).

A questo punto occorre distinguere due tipi di *design* sperimentale, ovvero di combinazioni, effettuando un compromesso tra potenza statistica e impegno richiesto ai partecipanti: *full factorial* o *fractional factorial*. Il primo tipo di *design*, infatti, presenta una potenza statistica maggiore in quanto prende in considerazione tutte le possibili combinazioni di attributi e livelli. In questo modo l'impegno richiesto ai partecipanti cresce esponenzialmente all'aumentare del numero dei livelli selezionati in quanto il numero di profili delle alternative generate è pari a l^k , dove *l* rappresenta il numero totale di livelli e *k* il numero totale di attributi. Il secondo tipo, invece, consente di selezionare un'opportuna frazione del *design* completo in modo da ridurre il carico cognitivo richiesto ai partecipanti mantenendo allo stesso tempo un'adeguata efficienza statistica. La selezione dei profili delle alternative, infatti, non viene effettuata

dal ricercatore, ma da un algoritmo che raccoglie in maniera strutturata un subset del *design* completo minimizzando la correlazione tra i livelli degli attributi (*design* ortogonale) o minimizzando gli errori standard delle stime (*design* efficiente; Huber & Zwerina, 1996).

Esistono due principali tipi di algoritmo di generazione di *design* ottimali: Modfed (*Modified Fedorov algorithm*) e CEA (*coordinate exchange algorithm*). Il primo è considerato più efficiente con un basso numero di *choice set*, ma richiede tempi di elaborazione più elevati. Il secondo invece è molto più rapido ed è considerato efficiente quanto il primo con un numero elevato di *choice set*.

In questo studio si è optato per la generazione di un *design* sperimentale di tipo efficiente (*D-efficient*) ottenuto utilizzando uno specifico programma sviluppato in linguaggio R: *idefix* (Traets et al., 2020). Il programma, basandosi sugli input forniti seguendo la progettazione del DCE e basandosi sull'algoritmo CEA (Pérez-Troncoso, 2020), ha generato una matrice di *design* contenente quattordici *choice set* (secondo l'equazione 2; Fig. 6).

Fig. 6 – Matrice di design sperimentale

	alt3.cte	Var11	Var12	Var21	Var22	Var31	Var32	Var41	Var42	Var51	Var52	Var61	Var62	Var63
set1.alt1	0	-1	-1	0	1	-1	-1	0	1	-1	-1	1	0	0
set1.alt2	0	-1	-1	1	0	1	0	1	0	-1	-1	0	0	1
no.choice	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set2.alt1	0	0	1	0	1	0	1	1	0	1	0	0	1	0
set2.alt2	0	1	0	0	1	1	0	-1	-1	0	1	1	0	0
no.choice.1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set3.alt1	0	1	0	0	1	-1	-1	0	1	1	0	0	0	1
set3.alt2	0	0	1	1	0	-1	-1	1	0	0	1	1	0	0
no.choice.2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set4.alt1	0	1	0	1	0	0	1	-1	-1	-1	-1	0	1	0
set4.alt2	0	0	1	0	1	1	0	-1	-1	1	0	0	0	1
no.choice.3	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set5.alt1	0	1	0	-1	-1	-1	-1	1	0	-1	-1	0	0	1
set5.alt2	0	0	1	-1	-1	0	1	0	1	-1	-1	1	0	0
no.choice.4	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set6.alt1	0	-1	-1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1
set6.alt2	0	-1	-1	0	1	1	0	1	0	0	1	0	1	0
no.choice.5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set7.alt1	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	0	-1	-1	-1
set7.alt2	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0
no.choice.6	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set8.alt1	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	1	-1	-1	-1
set8.alt2	0	1	0	1	0	1	0	0	1	1	0	0	1	0
no.choice.7	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set9.alt1	0	0	1	1	0	-1	-1	-1	-1	0	1	0	0	1
set9.alt2	0	-1	-1	0	1	0	1	-1	-1	1	0	1	0	0
no.choice.8	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
set10.alt1	0	1	0	-1	-1	1	0	1	0	1	0	1	0	0
set10.alt2	0	0	1	-1	-1	1	0	0	1	0	1	0	1	0
no.choice.9	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fonte: elaborazioni degli autori.

Gli scenari di scelta

La matrice di design sperimentale ottenuta deve essere poi interpretata e decodificata per poter associare i valori dei livelli di ciascun attributo alle alternative di scelta e ottenere i *choice set*. Anche questa fase è stata sviluppata in linguaggio R con un'apposita funzione del pacchetto *idexif*. Le alternative ottenute dalla generazione dei *choice set*, quindi, presentano combinazioni ottimali di attributi e livelli che rappresentano soluzioni di investimento puramente ipotetiche e potrebbero non presentare necessariamente un significato economico. Infatti, la chiave dell'interpretazione di un DCE non risiede nell'effettiva scelta di una specifica alternativa, quanto piuttosto di come la scelta si orienta a seconda della presenza di determinati livelli degli attributi. Per questo motivo le alternative, non presentando parametri specifici (*alternative-specific*), sono 'unlabelled' e denominate piuttosto come 'alternativa A' o 'alternativa B'.

Sebbene nel corso dei *choice set* possa accadere che taluni livelli si ripetano più frequentemente di altri, solitamente un design sperimentale efficiente possiede la proprietà di equilibrio tra attributi e livelli (Szinay et al., 2021). Tuttavia, il tentativo di ricercare un perfetto bilanciamento tra attributi e livelli e di vincolarlo potrebbe far incappare in design sub-ottimali. Pertanto, si è deciso di non imporre questo ulteriore vincolo al fine di non forzare l'ottimizzazione proposta dall'algorithm generativo.

Assunzioni di base e contesto d'investimento

Per poter orientare meglio le scelte dei partecipanti, sono stati forniti alcuni riferimenti economici in modo da delineare un contesto d'investimento preciso (Tab. 6). In particolare, le alternative d'investimento differivano tra loro per gli attributi considerati, ma condividevano alcune caratteristiche di scenario. Si trattava di *start-up* innovative richiedenti capitale finanziario a mezzo di *equity crowdfunding*, partendo da un capitale sociale di 10.000€, con sede in Italia e operanti nel settore digitale e tecnologico (*high-tech*).

Tab. 6 – Contesto d'investimento

Tipo di <i>business</i> :	Startup innovativa
Sede:	Italia
Settore di <i>business</i> :	Digitale e High-tech
Capitale sociale:	10.000 €

Fonte: elaborazioni degli autori.

La survey

Dopo aver decodificato i *choice set*, si procede con la predisposizione dell'esperimento di scelta da presentare ai partecipanti sotto forma di *survey online*. La

struttura della *survey* comprende quattro sezioni: una sezione introduttiva volta a spiegare l'esperimento di scelta e raccogliere informazioni socio-demografiche sui partecipanti, l'esercizio di scelta contenente gli scenari di scelta tra le alternative d'investimento, un questionario di domande di controllo e robustezza e infine un set di domande su alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy*) e inflazione.

In questa ricerca sono state adottate tre tecniche ulteriori per ridurre il carico di lavoro mentale richiesto ai partecipanti (*cognitive overload*) e minimizzare così la distorsione delle stime. Infatti, un numero eccessivo di scenari di scelta, di attributi e livelli potrebbero portare a una riduzione di concentrazione dei partecipanti e indurli ad effettuare scelte non pienamente rappresentative delle proprie preferenze, ma piuttosto soggette a distorsioni cognitive (*bias*) o effettuate seguendo scorciatoie mentali.

Una prima tecnica consiste nel consentire che due alternative all'interno dello stesso scenario di scelta presentino alcuni attributi con lo stesso livello (*attribute level overlap*) in modo da focalizzare l'attenzione dei partecipanti su determinati attributi, riducendo la complessità del loro compito e migliorando l'efficacia dell'esperimento (Jonker et al., 2018).

La seconda tecnica prevede l'utilizzo di colori per mettere in luce le differenze nei livelli tra le alternative. In particolare, si è adottata una scala di viola e grigio per evidenziare i livelli massimi (viola scuro) e minimi (grigio chiaro) all'interno dello stesso attributo (Jonker et al., 2018). La scelta cromatica è guidata dal fatto che si tratta di colori distinguibili anche da soggetti affetti da daltonismo.

Infine, si sono suddivisi i quattordici *choice set* in due blocchi da sette ciascuno (*blocking*), i quali sono stati sottoposti alternativamente e in maniera casuale ai partecipanti. Ogni partecipante quindi, una volta assegnato casualmente a uno dei due sotto campioni (leg 1 o 2), è stato sottoposto alla *survey* finale dove erano previsti sette scenari di scelta, anziché 14. La ratio di ridurre il numero di *choice set* presentati al singolo individuo è volta a ridurre l'impegno richiesto in modo da indurre scelte più efficaci e ottenere stime delle preferenze più accurate.

3.2 Campionamento e raccolta dati

Test pilota

Prima dell'inizio dell'esperimento completo, è stato condotto un test pilota *online* tramite Google Forms nel periodo di ottobre 2022 allo scopo di valutare la comprensione dei partecipanti dei compiti e dell'interfaccia, nonché per individuare eventuali problemi tecnici o ambiguità nelle domande. Durante il test pilota, i partecipanti hanno completato una versione preliminare dell'esperimento, sprovvista di suddivisione in blocchi e codifica a colori, le quali sono state applicate solo successivamente. Al termine dell'esperimento, è stato somministrato un breve questionario ai partecipanti al fine di raccogliere commenti o suggerimenti sulla chiarezza dei compiti e sulla loro esperienza complessiva durante il test pilota. I dati raccolti in questa fase sono stati sottoposti a un'analisi preliminare al fine di valutare la distribuzione delle risposte e

l'efficacia dei quesiti selezionati. Sono state calcolate statistiche descrittive per le scelte effettuate dai partecipanti e sono state esaminate eventuali discrepanze o anomalie nei dati.

Raccolta dati

Le fasi di campionamento finale e somministrazione dell'esperimento completo tramite *survey* sono state condotte nel periodo di dicembre 2022 - gennaio 2023 dalla società di analisi di mercato GfK Italia, su individui richiamati dalla *survey* originale di giugno e luglio 2022. Il target della popolazione campionata comprende i capi famiglia italiani e rappresenta il panel consumatori e investitori italiani. È importante notare che i soggetti campionati non erano tenuti necessariamente a conoscere l'*equity crowdfunding* o aver avuto precedenti esperienze d'investimento, per non condizionare il campione rendendolo soggetto a *survivorship bias*.

La somministrazione della *survey* e dell'esperimento è stata condotta da GfK, la quale ha messo a disposizione un proprio spazio digitale su cui ospitare la *survey* e invitare i partecipanti a completare l'esperimento a fronte di una ricompensa (*reward*).

La dimensione campionaria finale risulta pari a $N=1,018$, che supera la soglia minima necessaria per stimare un DCE (Johnson e Orme, 1996):

$$n \geq 500c/ta$$

dove n è il numero di partecipanti, t il numero di *choice set*, a il numero di alternative per *choice set* (ad esclusione dell'opzione *status quo*) e c il numero massimo di livelli per singolo attributo.

Il campione

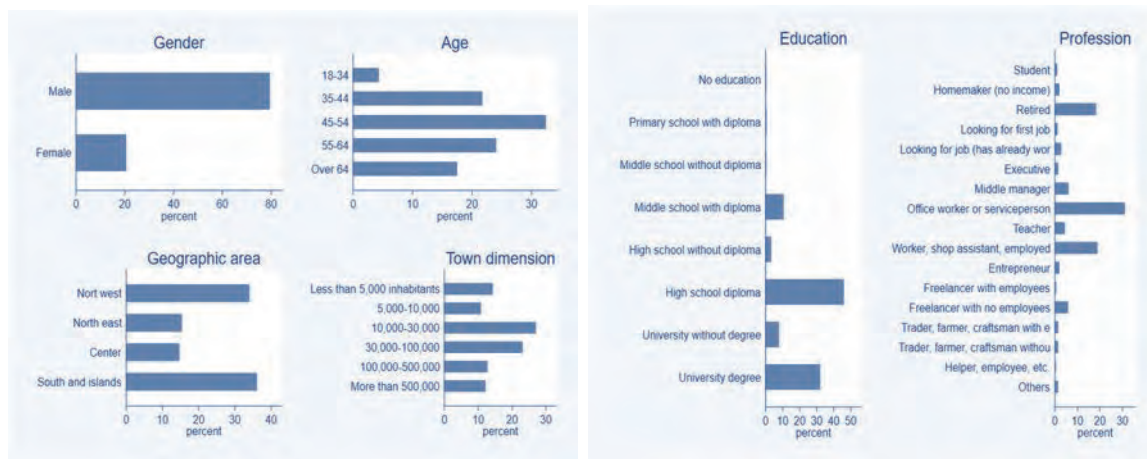
Il campione finale risulta composto da 1,018 individui rappresentativi della popolazione d'interesse, di cui l'80% uomini e il 20% donne. La maggioranza del campione è distribuito nelle fasce d'età centrali, di cui poco più del 20% tra i 35 e i 44 anni, oltre il 30% tra 45 e 54 anni e circa il 25% tra 55 e 64 anni. Gli over 64 sono meno del 20%, mentre i giovani, compresi tra 18 e 34 anni, non superano il 5%. Osservando il campione da una prospettiva geografica, appare concentrato prevalentemente nel nord ovest del Paese (più del 30%) e nel Mezzogiorno e nelle isole (circa il 35%); un restante 30% complessivo è equidistribuito tra nord est e centro Italia. I partecipanti provengono prevalentemente da città di medie dimensioni: poco meno del 30% da città con una popolazione compresa tra 10.000 e 30.000 abitanti, e poco più del 20% comprese tra 30.000 e 100.000 abitanti. Il resto si distribuisce equamente tra città piccole e città più grandi.

Poco meno della metà del campione di partecipanti possiede un diploma di scuola superiore, mentre un 30% circa un titolo di studio universitario. Per quanto riguarda le professioni, la maggior parte dei soggetti intervistati lavora come impiegato, mentre circa il 20% è lavoratore dipendente e poco meno del 20% è attualmente

in pensione. Si osservi la Fig. 7 dove vengono riportate le principali statistiche descrittive del campione.

Per quanto invece concerne le precedenti esperienze di utilizzo di piattaforme di ECF, circa il 95% del campione afferma di non aver mai investito in campagne di raccolta. Mentre la parte restante del campione alla data dell'intervista afferma di investire, mediamente, da circa due/tre anni, confermando l'incremento di utilizzo di strumenti digitali (e FinTech) con i lockdown imposti per la gestione della pandemia da Covid-19 (2020).

Fig. 7 – Statistiche descrittive del campione

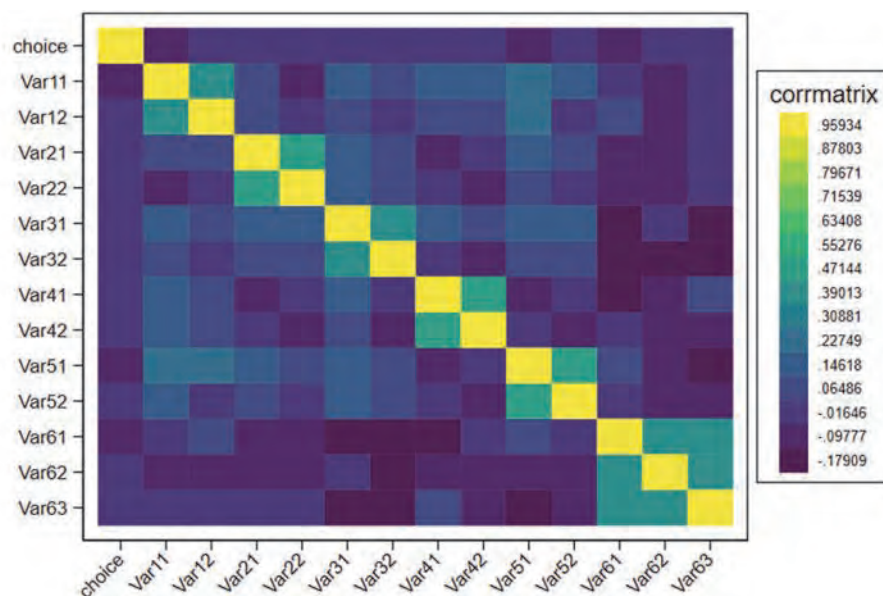


Fonte: elaborazioni degli autori.

3.3 Analisi dei dati

Una volta raccolti i dati, dopo un'opportuna rielaborazione, riorganizzazione, pulizia e trasformazione, si procede all'analisi per ottenere informazioni significative sulle preferenze dei partecipanti e per costruire modelli predittivi del comportamento decisionale. L'analisi si basa su metodi statistici ed econometrici. Due approcci comunemente utilizzati per modellare questo tipo di decisioni sono il Conditional Logit e il Mixed Logit. L'analisi delle correlazioni tra le variabili (livelli di ciascun attributo) suggerisce che non vi siano problemi di multicollinearità e pertanto si può procedere con le stime dei modelli (Fig. 8).

Fig. 8 – Matrice di correlazione tra le variabili (livelli) del DCE



Fonte: elaborazioni degli autori.

Conditional Logit

Il Conditional Logit (McFadden, 1974) è uno dei primi modelli sviluppati per analizzare scelte discrete. È basato sull'assunzione che le preferenze individuali siano costanti tra le diverse alternative e che le uniche variazioni siano dovute alle differenze nelle caratteristiche delle alternative stesse. La probabilità che un individuo scelga l'alternativa j tra J alternative possibili è modellata attraverso l'espressione:

$$(3) \Pr(\text{scelta} = j) = \frac{\exp(V_{ij})}{\sum_{j=1}^J \exp(V_{ij})}$$

dove V_{ij} rappresenta l'utilità stimata per l'alternativa j dall'individuo i , e il denominatore la somma delle utilità stimate per tutte le alternative.

Tuttavia, il *conditional logit* si basa sulla rigida assunzione che l'utilità non vari tra gli individui: indipendenza binaria o indipendenza delle alternative irrilevanti (*independence of irrelevant alternatives, IIA*).

Mixed Logit

Il Mixed Logit (o *random coefficients logit model*, McFadden e Train, 2000) è una generalizzazione del modello precedente in grado di superare l'assunzione di omogeneità delle preferenze tra gli individui (IIA). In altre parole, mentre il *Conditional Logit* assume che i parametri del modello siano costanti tra tutti gli individui, il *Mixed Logit* permette che questi parametri varino tra gli individui in modo stocastico. Questo consente di catturare l'eterogeneità nelle preferenze individuali, qualora presente, rilasciando il vincolo dell'assunzione di IIA.

Questo modello introduce la variabilità aleatoria delle preferenze, ovvero che il vettore dei coefficienti stimati risulti variabile anche per gli individui (β_{ij}):

$$(4) u_{ij} = V_{ij}(\beta_{ij}, X_j) + (\eta_{ij} + \varepsilon_{ij})$$

dove η_{ij} è una componente stocastica a media zero, la cui distribuzione dipende da parametri sottostanti e dai dati osservati, e ε_{ij} è indipendente e identicamente distribuito (iid) (Hensher e Greene, 2003). Pertanto, la probabilità incondizionata (eterogeneità tra le preferenze individuali) di scegliere l'alternativa j da parte dell'individuo i è modellata attraverso una distribuzione di probabilità, solitamente la distribuzione normale, per i coefficienti delle caratteristiche delle alternative:

$$(5) Pr(scelta = j) = \int L_{ij}(\beta) f(\beta) d\beta, \text{ con } L_{ij} = \frac{\exp(V_{ij})}{\sum_{j=1}^J \exp(V_{ij})}$$

4 I risultati della ricerca

4.1 Le sorgenti di informazione dal DCE

La parte centrale della *survey* somministrata, diversificata per le caratteristiche socio-economico-demografiche delineate nel precedente paragrafo 3.2, ha riguardato lo svolgimento dell'esperimento di scelta, i cui contenuti sono compatibili con le informazioni realmente disponibili nelle piattaforme di ECF.

I risultati vengono presentati dapprima come evidenze per l'intero campione e poi secondo sotto-campioni ritenuti rilevanti per l'analisi.

Risultati per l'intero campione

Come è noto e motivato nella sezione metodologica, i dati raccolti sono stati organizzati in modo tale da conoscere le preferenze degli individui, rispetto ad almeno tre livelli in cui è rappresentato ogni attributo. Come si evince dalla Tab. 7, il percorso attraverso cui sono presentati i risultati consiste nell'individuare, per ciascun attributo, un livello preso come riferimento, definito *reference class*. Nel caso delle stime che si vengono a descrivere, la *reference class* coincide, per ogni attributo, con il livello di importo maggiore. Questo avviene anche per l'attributo *social media*, in quanto sebbene appaia in un primo momento di natura categoriale, in realtà esso sottende il fenomeno 'numerosità', prevedendo un numero di *social* pari a 0, 2 o 4.

Tab. 7 – Stime logit sull'intero campione

		Conditional logit coef./ (std. err.)	Mixed Logit coef./ (std. err.)	SD coef./ (std. err.)	
Segnali di primo stadio	2% offered	-0.182*** (0.03)	-0.199*** (0.03)	0.024 (0.14)	
	9% offered	0.063** (0.03)	0.085*** (0.03)	0.009 (0.19)	
	85% offered	<i>(Reference class)</i>			
	Nessun social media	-0.199*** (0.03)	-0.205*** (0.03)	0.050 (0.10)	
	Facebook e/o Instagram	0.026 (0.03)	0.021 (0.04)	0.070 (0.12)	
	Twitter e/o LinkedIn	-0.049* (0.03)	-0.060* (0.03)	-0.039 (0.12)	
	Facebook, Instagram, Twitter e LinkedIn	<i>(Reference class)</i>			
	Segnali di stadio intermedio	1.000 € pre-money	-0.086*** (0.03)	-0.093*** (0.03)	0.019 (0.15)
	10.000 € pre-money	0.050* (0.03)	0.044 (0.03)	0.254 (0.24)	
2.000.000 € pre-money	<i>(Reference class)</i>				
Segnali di secondo stadio	0% confirmed	-0.431*** (0.02)	-0.444*** (0.03)	-0.086 (0.11)	
	88% confirmed	0.176*** (0.03)	0.174*** (0.03)	-0.021 (0.18)	
	100% confirmed	<i>(Reference class)</i>			
	0 professional investors	-0.158*** (0.03)	-0.168*** (0.03)	0.052 (0.11)	
	1 professional investors	-0.014 (0.03)	-0.008 (0.03)	-0.028 (0.11)	
	5 professional investors	<i>(Reference class)</i>			
	16 retail investors	-0.159*** (0.03)	-0.156*** (0.03)	0.038 (0.13)	
	122 retail investors	0.044 (0.03)	0.006 (0.04)	-0.621** (0.28)	
	355 retail investors	<i>(Reference class)</i>			
	N	1018	1018		
Pseudo R-squared	0.04	0.03			
AIC	15053.41	15074.96			
BIC	15157.02	15282.19			

Fonte: elaborazioni degli autori; * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Innanzitutto, è consuetudine nei lavori di ricerca di questo tipo, il confronto di stimatori *conditional* e *mixed logit* che, come si è letto nella sezione metodologica, permettono di comprendere se vi siano elementi di eterogeneità nelle risposte, condizione che è colta dal secondo stimatore (*mixed logit*) e dall'eventuale evidenza di significatività di differenze tra soggetti intervistati (SD, ultima colonna a destra della Tab. 7). Proprio dall'esame di questa colonna si coglie che la SD sia significativa per uno solo dei livelli ('122 *retail investors*') tra tutti quelli presentati in relazione ai sei attributi proposti. Questo depone a favore della deduzione che non esista una eterogeneità rilevante nelle preferenze dichiarate, tra i diversi soggetti intervistati. Peraltro, i risultati delle evidenze con lo stimatore *conditional* e *mixed* sono sostanzialmente equivalenti ad eccezione di un livello ('10.000 € *pre-money*') che apparirebbe non significativo nel *mixed logit*, rispetto a una significatività al 10% di *p-value* nel *conditional logit*.

Tutto questo per motivare che, d'ora in poi, nella ricerca sarà legittimo concentrare l'attenzione solo sui risultati delle stime del *conditional logit*, per praticità e senza nulla togliere all'attendibilità statistica delle stime.

È bene precisare che in altri DCE presenti in letteratura gli attribuiti possono essere stati definiti con livelli alternativi categoriali in senso stretto. Ovvero le categorie '1', '2' o '3' codificano delle categorie concettuali non riferibili a numeri (ad esempio, 'blu' 'rosso' e 'giallo'). Nella nostra ricerca, invece, sono stabiliti dei livelli sempre associati a numeri che, da un lato sono associati a categorie ('1', '2' o '3'), dall'altro, possono essere riportati al loro significato numerico sottostante, e a relazioni di quantità 'maggiore' o 'minore', come nel commento interpretativo che segue.

Data la struttura dei risultati presentati nella Tab. 7, tenendo conto che l'ordinamento dei livelli per ogni attributo è crescente, per la lettura delle stime occorre distinguere tra il livello *reference class* (livello RC), che in queste stime è sempre il livello di importo massimo, e i livelli restanti (livelli *non reference class* - NRC), uno maggiore e uno minore.

Per interpretare i risultati, dapprima si verifica quali livelli NRC siano significativi, osservandone il *p-value*. Di seguito, si osserva il segno del coefficiente relativo a ciascun livello significativo: un segno negativo indica una propensione negativa a investire, come fosse un disincentivo/freno, mentre un segno positivo indica uno stimolo per l'investimento. L'interpretazione della relazione che potenzialmente si potrebbe individuare, diretta o inversa, tra attributo considerato e volontà/propensione a investire (WTI) è sintetizzata nella Tab. 8.

Solo a titolo esemplificativo: se esiste significatività in relazione al livello *maggiore* e con un segno del relativo coefficiente *positivo*, ne segue che gli individui appaiono *stimolati* a investire in ECF se quell'attributo presenta valori *maggiore*; quindi, se ne desume una relazione *diretta* tra attributo e WTI. Similmente, se esiste significatività associata al livello *minore* ma con coefficiente di segno *negativo*, ne segue che gli individui risultano *frenati* a investire in ECF quando quell'attributo presenta valori *minimi*; quindi, *ugualmente*, esiste una relazione *diretta* tra attributo e WTI. La relazione è, invece, *inversa* nelle altre combinazioni

Tab. 8 – Logiche di interpretazione dei risultati DCE sulle WTI e sugli Investimenti

		Livello NRC significativo (p-value <0,10%)	
		Livello NRC maggiore	Livello NRC minore
Segno coefficiente livello NRC	Positivo	Relazione DIRETTA dell'attributo con la WTI Funzione-Investimenti crescente	Relazione INVERSA dell'attributo con la WTI Funzione-Investimenti crescente
	Negativo	Relazione INVERSA dell'attributo con la WTI Funzione-Investimenti decrescente	Relazione DIRETTA dell'attributo con la WTI Funzione-Investimenti decrescente

Fonte: elaborazioni degli autori.

In aggiunta a questa lettura, preme soffermarsi sul concetto che i coefficienti che emergono dalle stime indicano, a una prima lettura, una propensione (WTI), che può essere incentivo (coefficiente positivo) o disincentivo/freno (coefficiente negativo). In realtà, in modo più aderente al significato matematico-statistico, i risultati delle stime (*beta*) sono più precisamente i coefficienti angolari delle rette tangenti alla funzione che mette in relazione l'attributo con l'investimento (I) realizzabile, osservati in corrispondenza del livello considerato. Sarà importante quindi tentare¹⁹ di ricostruire la forma di questa funzione (I) a partire dalla rilevazione della 'pendenza' delle diverse rette tangenti alla funzione, nei punti di ascissa che corrispondono ai livelli dell'attributo proposti agli individui del campione. Riprendendo l'esempio di sopra, quando al livello *minore* le stime associano un coefficiente di segno *negativo*, desumiamo che gli individui sono frenati a investire, ma ciò significa anche che la funzione dell'investimento I in ECF, nel punto in cui quell'attributo presenta valori *minimi*, ha pendenza *negativa*, quindi è *decrescente*. Quando al livello *maggiore* le stime associano un coefficiente di segno *positivo*, la relazione tra attributo e WTI è sempre diretta, ma gli individui sono spinti a investire, e ciò significa che la funzione dell'investimento I in ECF, nel punto in cui quell'attributo presenta valori *maggiori*, ha pendenza *positiva*, quindi è *crescente*.

Queste considerazioni permettono di desumere che ogni qual volta le stime producono dei coefficienti WTI associati ai livelli, minimi e massimi, significativi ma con segno opposto, la funzione che lega l'attributo considerato e l'investimento I desiderato in ECF è non lineare e presenta un punto o di massimo o di minimo²⁰.

19 Si precisa che la funzione proposta è il risultato di una 'presunzione', tenendo conto che, nel caso più fortunato della nostra ricerca, avremo dalle stime, ma solamente per i tre punti in cui può essere documentato il passaggio della funzione, quando tutti e tre i livelli risultano significativi. In alcuni casi, invece, avremo informazioni su un solo punto per cui è significativa una relazione, e quindi avremo documentabile la pendenza della retta tangente solo su quel punto.

20 Si comprenderà meglio questo concetto con l'approfondimento e la rappresentazione grafica offerta per l'attributo *equity offered*.

Alla luce di questa guida interpretativa, osservando i risultati della Tab. 7 le evidenze si possono sintetizzare agevolmente.

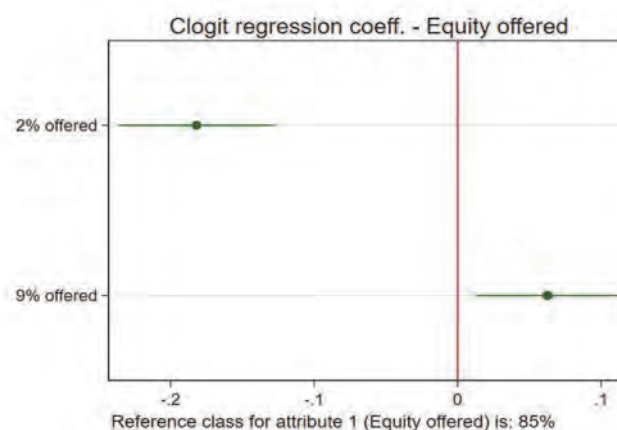
A una prima vista sommaria, appare esistere una relazione diretta della volontà a investire (WTI) rispetto a tutti gli attributi di *numerosità*, perché gli unici livelli che risultano significativi sono i livelli minimi e con coefficiente negativo: gli individui intervistati sono allontanati dall'investimento se la campagna è stata in grado di attrarre un numero basso (il minimo proposto nell'esperimento) di investitori, sia professionali sia retail.

Per gli altri attributi, invece, occorre fornire ulteriori strumenti conoscitivi che si vengono a chiarire di seguito, commentando i risultati sorgente per sorgente, a partire dall'ordine che si è seguito nella presentazione della cascata informativa.

Prima sorgente della cascata informativa: equity offered

Per agevolare la lettura e interpretazione delle stime per ogni sorgente informativa (nella terminologia del DCE, attributo), si presentano grafici, del tipo illustrato dalla Fig. 9, che mostrano come segmenti orizzontali sia il valore del coefficiente per ciascun livello (punto centrale del segmento) sia la significatività (lunghezza del segmento). Quando il segmento orizzontale non tocca la linea verticale tracciata in corrispondenza dello zero, si può ritenere che il coefficiente del livello considerato sia statisticamente significativo. Invece, se gli estremi del segmento sono vasti e posizionati in modo da comprendere lo zero, il coefficiente del livello non può ritenersi significativamente diverso dallo zero; quindi, per quel livello dell'attributo la relazione con la WTI non appare sussistere.

Fig. 9 – Preferenze espresse rispetto all'attributo equity offered

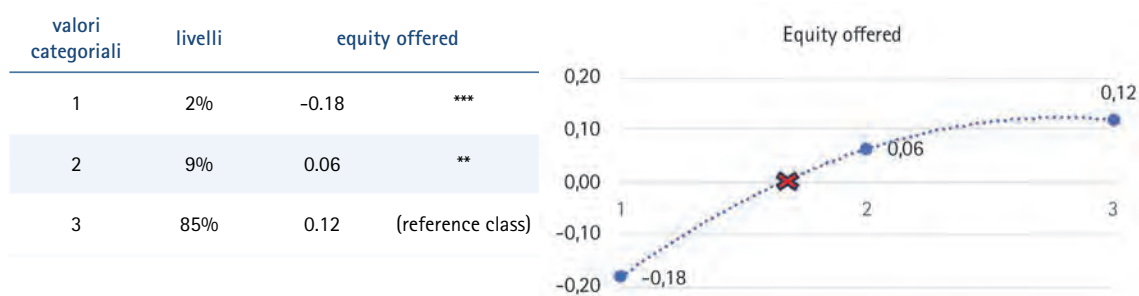


Fonte: elaborazioni degli autori.

La Fig. 9 quindi rappresenta graficamente i risultati per il primo attributo, ovvero la percentuale di capitale offerto. Come già accennato, nella ricerca si è impostato l'attributo in questa forma, come di norma avviene nelle piattaforme reali di ECF, sebbene normalmente la letteratura scientifica di riferimento proponga la relazione con un concetto opposto, ovvero la *equity retention*, suo complementare a 1 (100%).

Dalle stime, è interessante notare come la relazione della propensione a investire (WTI) ed *equity offered* sia *diretta*. Infatti, ai valori più bassi (2%) del livello di capitale offerto, rispetto al livello RC (85%), corrisponde un disincentivo a investire (coefficiente $\beta_1 = -0,18$). Invece, a valori più alti di capitale offerto (9%), sempre minori della RC, ma superiori al primo livello proposto, corrisponde un aumento della volontà a investire (coefficiente $\beta_2 = +0,06$). Ovviamente, pur non comparando nelle stime, come si evince dalla Fig. 10 il parametro del livello più alto dell'attributo, ovvero livello 85%, consegue un coefficiente $\beta_3 = 0,12$ ²¹, quindi ancora maggiore rispetto a β_2 associato al livello 9%.

Fig. 10 – La relazione tra WTI e attributo equity offered- livelli categoriali



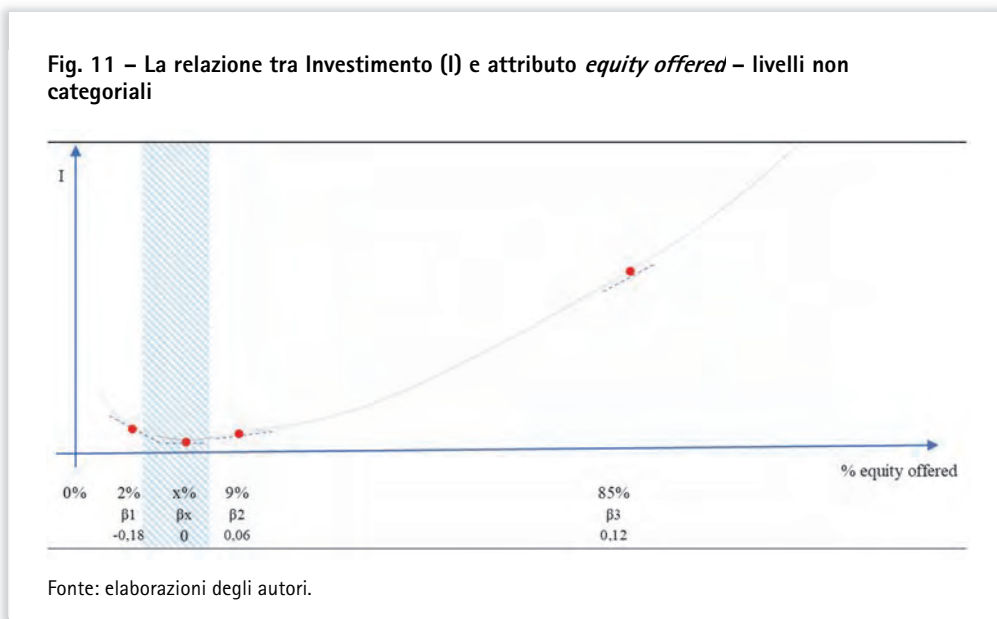
Fonte: elaborazioni degli autori.

La Fig. 10 rappresenta graficamente la relazione tra propensione a investire e capitale offerto, che si conferma essere diretta, qui rappresentata con un possibile andamento non lineare²². Considerando che il livello 9% è stato scelto in quanto è il valore mediano presente nelle campagne reali, dal grafico si evince che, in base alle osservazioni nel nostro campione, in corrispondenza dell'intercetta della funzione WTI con l'ascissa (croce in rosso, visibile nella Fig. 10), esiste una percentuale di capitale offerto che da *disincentivo* (valori negativi del parametro di propensione) diviene *incentivo* (valori positivi del parametro di propensione) a investire.

21 Il conteggio del coefficiente del livello di RC è agevole e il criterio di calcolo viene esplicitato solo per questo attributo, visto che gli stessi conteggi sono stati svolti per gli attributi restanti. Quindi, noti i coefficienti β dei primi due livelli ($\beta_1 = -0,18$; $\beta_2 = 0,06$) il coefficiente del livello della *reference class* è $\beta_3 = -(\beta_1 + \beta_2)$, ovvero $\beta_3 = -(-0,18 + 0,06) = 0,12$.

22 Si ribadisce che si tratta di una 'presunzione', avendo solo tre punti in cui è possibile rappresentare la funzione WTI e attributo *equity offered*.

Limitando in questo lavoro l'analisi al solo attributo di *equity offered*²³, si possono mettere in relazione i livelli dell'attributo considerato con l'investimento (I) desiderato in ECF, passando dalla funzione WTI alla funzione I. Per ragioni interpretative è poi utile passare dai valori categoriali al numero sotteso da tali categorie. In effetti, la Fig. 11 mostra come, passando da livelli espressi in forma categoriale (1, 2, 3) a livelli parametrati alle percentuali di capitale offerto in senso quantitativo (2% 9% e 85%), la non linearità della relazione I con *equity offered* appaia decisamente evidente, con la presenza del punto di minimo in corrispondenza del livello x, compreso tra il 2% e il 9%, come anticipato sopra.



Orbene, per interpretare questi risultati è indispensabile ricordare che i livelli di ogni attributo sono stati individuati come i valori *minimo*, *mediano* e *massimo* ricavati dalle evidenze delle otto piattaforme domestiche consultate, escludendo gli *outlier*. Per una quota di capitale offerto che va dal livello minimo (2%) a un livello x%, inferiore al valore mediano 9%, gli investimenti desiderabili in ECF hanno un andamento inverso rispetto all'*equity offered* (area tratteggiata della Fig. 11). Leggendo questo risultato come suo complementare a 1, ovvero in termini di *equity retention*, le nostre evidenze mostrano che maggiore è il capitale trattenuto dall'imprenditore (nel nostro caso, tra il 98% e un 100%-x%), maggiore è l'investimento desiderabile dal pubblico degli investitori. Questo appare perfettamente in linea con le evidenze presenti in letteratura (Vismara, 2016; Rossi et al., 2021) e aderente a un modello decisionale di *herding* svolto dagli investitori retail che sono sensibili allo *skin-in the game* (Frid et al., 2015) dello *start-upper*.

23 Ragionamenti simili possono essere sviluppati anche rispetto agli altri attributi, che presentato significativi entrambi i livelli proposti, rispetto alla RC.

Merita però segnalare che questo atteggiamento degli investitori, dalle nostre evidenze non si può riferire per ogni livello di *retention*. Percentuali di *equity retention*, inferiori a $x\%$, e sicuramente inferiori al 91% (leggi, *equity offered* superiori al $x\%$ e in ogni caso superiori al 9%, area a puntini della Fig. 11) tramutano la natura dell'incentivo a investire: gli investitori sembrano trascurare l'effetto *skin-in the game* a favore di un effetto di liquidità attesa dall'investimento, che ne stimola l'attrazione di capitali.

Tab. 9 – Interpretazione relazione non lineare con *equity offered/equity retention*

Domini delle funzioni	Rappresentazione come <i>equity offered</i>	Rappresentazione come <i>equity retention</i>	Relazione con <i>equity offered</i>	Relazione con <i>equity retention</i>
Area tratteggiata Fig. 11	Tra 2% e $x\%$	Tra 98% e $(100 - x\%)$	Negativa	Positiva (effetto skin-in-the game)
Area a puntini Fig. 11	Maggiore di $x\%$ (es. 9% e 85%)	Minore di $(100 - x\%)$ (es. 91% e 15%)	Positiva (effetto liquidità dell'investimento)	Negativa

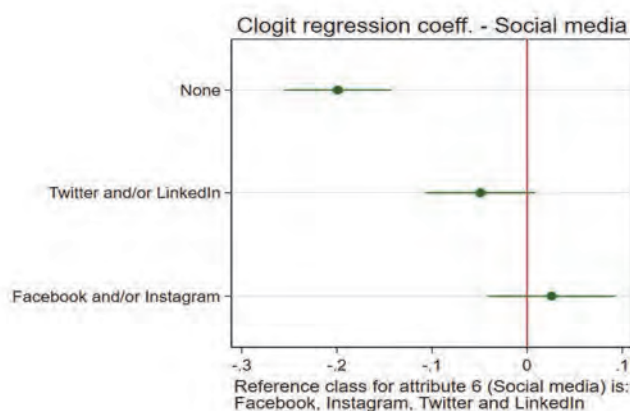
Fonte: elaborazioni degli autori.

Come si è accennato, per le prossime sorgenti ci si limiterà a commentare i risultati principalmente avendo riferimento le relazioni con la funzione WTI, pur tenendo a mente il significato matematico dei coefficienti che risultano significativi, con le relazioni, decrescenti o crescenti, rispetto alla diversa funzione I.

Seconda sorgente della cascata informativa: la presenza attiva sui social

La seconda sorgente di informazioni, appartenente alla famiglia dei segnali di primo stadio perché organizzata e divulgata dallo *start-upper*, è rappresentata dalla rete relazionale digitale che la *start-up* dimostra di possedere sui canali *social*.

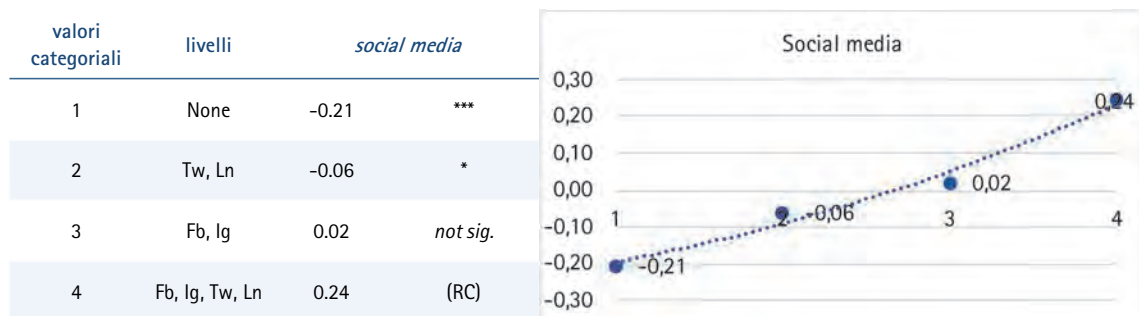
Fig. 12 – Preferenze espresse rispetto all'attributo *social media*



Fonte: elaborazioni degli autori.

Dalle evidenze della Fig. 12 si coglie come l'unico livello dell'attributo osservato che risulti significativo è l'assenza di *social media*, con segno negativo. Questo, in primo luogo, depone a favore dell'interpretazione dell'attributo, nei suoi livelli in senso numerico (0, 2 e 4). In secondo luogo, si può anche ritenere che, in base alla logica interpretativa semplificata nella Tab. 8, risultando significativo con segno negativo il livello NRC minore, ovvero che l'assenza di *social media* avviati dall'imprenditore frena la volontà a investire; anche con il supporto grafico della Fig. 13 appare ragionevole assumere che la relazione tra numero dei *social media* e WTI sia diretta: l'assenza di *social network* sicuramente disincentiva la volontà a investire.

Fig. 13 – La relazione tra WTI e attributo *social media*



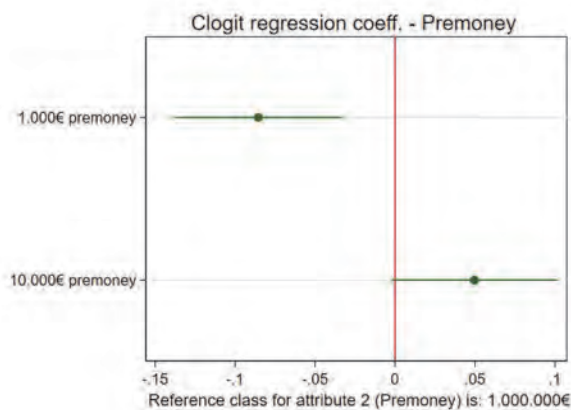
Fonte: elaborazioni degli autori.

In sintesi, risulta implicitamente confermato quanto era da attendersi come da letteratura scientifica, ovvero che migliore è la qualità del *network* e delle connessioni interpersonali di un imprenditore, anche nella forma di relazioni digitali/*social media*, migliore è l'*endorsement* del progetto imprenditoriale (Dubini e Aldrich, 1991, Shane e Cable, 2002), implicando una maggiore WTI da parte degli investitori e il conseguimento di risorse, in linea con le evidenze mostrate in letteratura nel contesto del *crowdfunding* (Belleflamme et al., 2013; Mollick, 2014). Non appaiono differenze rimarcabili osservando il campione nel suo complesso, mentre la valenza diversa che potrebbe essere associata a tipi di *social* diversi (ad esempio LinkedIn, come in Song e Vinig, 2012; Banerji e Reimer, 2019) verrà esplorata nelle analisi per sotto-campione, prevista nella sessione successiva, visto che i livelli 2 e 3 presentano lo stesso numero di *social media*, ovvero due, ma di natura differente (Twitter e LinkedIn da un lato e Facebook e Instagram, dall'altro lato).

Terza sorgente della cascata informativa: gli analisti finanziari

La terza sorgente d'informazione è legata alle valutazioni degli esperti di settore, quali analisti e consulenti, e si pone come segnale di stadio intermedio perché alla sua misurazione e divulgazione concorre sia l'imprenditore/*start-upper*, sia soggetti esterni, professionalmente coinvolti nella valutazione del *business*.

Fig. 14 – Preferenze espresse rispetto all'attributo *pre-money*

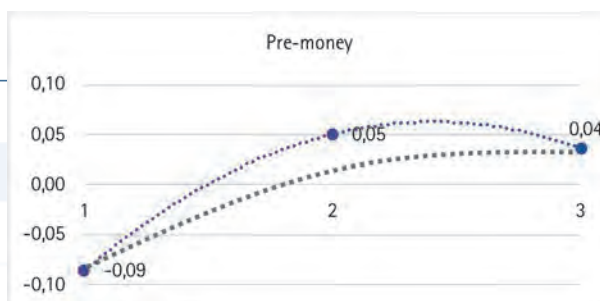


Fonte: elaborazioni degli autori.

Dalle evidenze della Fig. 14 appare in modo chiaro che il livello NRC significativo, tra quelli proposti, è il minore ('1.000 euro di *pre-money*') con segno negativo, indicando che, quando il valore del *business* espresso dagli analisti è molto basso (qui, di 10 volte inferiore al capitale sociale di partenza pari a 10.000 euro), questo rappresenta un freno a investire. Si può quindi desumere che, in base alla logica della Tab. 8, ed alle evidenze ulteriori mostrate dalle Fig. 15, la relazione tra WTP e *pre-money* risulti diretta. Marginalmente, qui occorre segnalare che il livello intermedio di '10.000 euro di *pre-money*' non risulti significativo; quindi, nel grafico di destra della Fig. 15 la funzione WTI che collega il livello 1 con il livello 3 non necessariamente deve passare sul punto di ordinata 0,05, essendo plausibili anche percorsi alternativi, qui non evidenti (nella Fig. 15 sono stati disegnati diversi percorsi tratteggiati, a significare che, data l'ascissa pari a 2, il passaggio per l'ordinata 0,05 potrebbe non verificarsi).

Fig. 15 – La relazione tra WTI e attributo *pre-money*

valori categoriali	livelli	<i>pre-money</i>	
1	1.000 €	-0.09	***
2	10.000 €	0.05	not sig.
3	2.000.000 €	0.04	(RC)



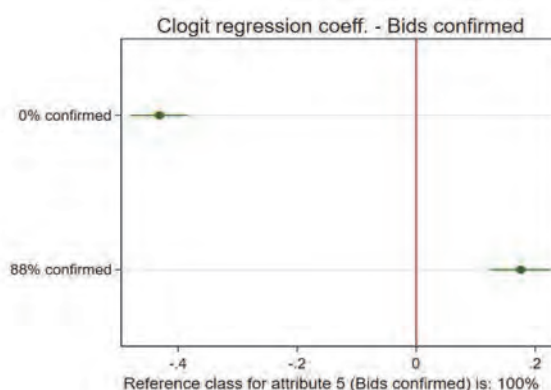
Fonte: elaborazioni degli autori.

La relazione diretta, comunque provata nel suo complesso dall'evidenza della disaffezione per i livelli *pre-money* bassi, appare in linea con le aspettative che permettevano di attendersi che gli individui sono più attratti da valutazioni *pre-money* più elevate, che reputano segnali di qualità dei progetti buona, asseverata da soggetti esperti e informati in virtù della loro collaborazione con l'imprenditore (Wasiuzzaman and Suhili, 2021, Löher et al., 2018).

Quarta sorgente della cascata informativa: il coinvolgimento finanziario degli investitori

Si aprono ora le evidenze per i segnali di secondo stadio, ovvero emessi dagli investitori che hanno già manifestato al mercato le loro preferenze di investimento, e con questo possono condizionare chi ancora non ha sottoscritto. Un primo segnale di questa natura è il dato relativo al coinvolgimento finanziario sostanziale dimostrato da chi ha già sottoscritto, misurato come rapporto tra il volume delle offerte già confermate e pagate rispetto alle offerte solo prenotate, dato reso visibile nelle piattaforme web di ECF in tempo reale come avanzamento della raccolta della campagna.

Fig. 16 – Preferenze espresse rispetto all'attributo di coinvolgimento finanziario degli investitori



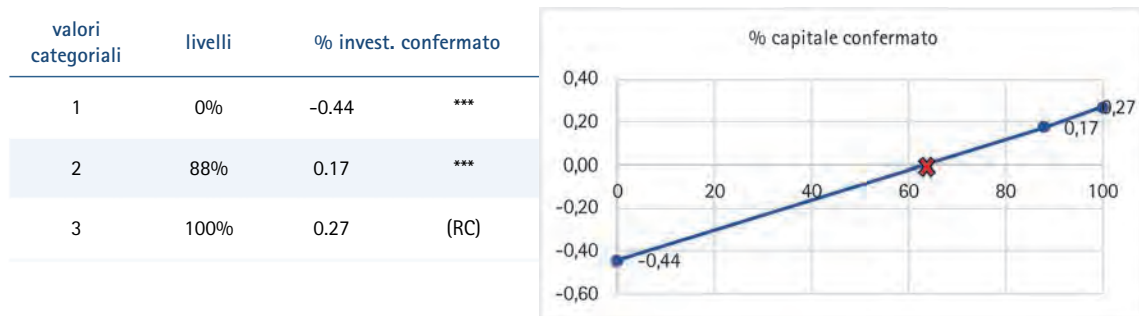
Fonte: elaborazioni degli autori.

Innanzitutto, l'assenza di capitale confermato ('0% confirmed') frena la volontà a investire (segno negativo del coefficiente relativo). A una quota di capitale confermato dell'88%, maggiore rispetto all'altro livello NRC dello 0%, corrisponde invece un coefficiente, significativo ma con segno positivo. Richiamando la guida interpretativa della Fig. 17, la relazione tra coinvolgimento finanziario degli investitori e WTI appare quindi *diretta*. L'evidenza empirica è rappresentata meglio graficamente nella Fig. 16.1 dove si comprendono anche le proporzioni dei coefficienti conseguiti

quando i livelli sono inseriti non in modo categoriale (1, 2, e 3), ma quantitativo effettivo (0%, 88%, e 100%), operazione qui resa ammissibile anche per il fatto che tutti i livelli conseguono la significatività massima, sotto l'1% del *p-value*. Il grafico conferma chiaramente che la relazione tra coinvolgimento finanziario degli imprenditori e WTI è *diretta*. Tutto considerato, rispetto a questo attributo, si può ritenere che l'informazione connessa a questo attributo influenzi l'investitore in ECF, che preferisce investire in progetti che abbiano dimostrato di poter raccogliere capitali *effettivamente versati*, in linea con Scharfstein e Stein, 1990.

Non deve trarre in inganno, invece, il fatto che dal grafico, che in ascissa riporta i livelli espressi in numeri e non in categorie, l'andamento della funzione WTI rispetto alla *pre-money* appaia circa di natura lineare. In realtà, si è consapevoli che la manifestazione di coefficienti significativi, prima negativi (-0,44) poi positivi (0,17), come nel caso dell'*equity offered*, sottende in realtà una funzione non lineare, e più precisamente con un punto di minimo (croce rossa x) che qui appare riferibile a un coinvolgimento finanziario di poco più del 60%.

Fig. 17 – La relazione tra WTI e attributo coinvolgimento finanziario

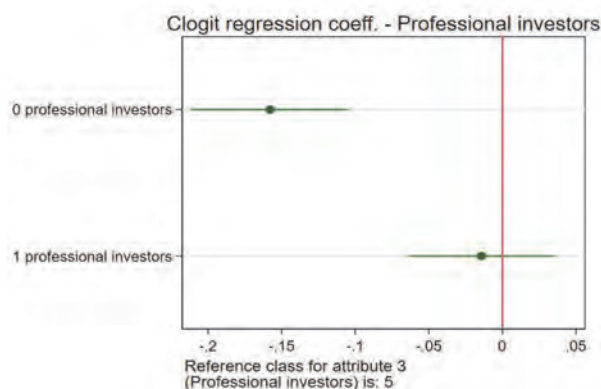


Fonte: elaborazioni degli autori.

Quinta sorgente della cascata informativa: la presenza di investitori professionali (numerosità)

Oltre al coinvolgimento finanziario, due fonti ulteriori indicano che la traccia lasciata dagli investitori sia osservata e seguita dagli altri, come segnale di secondo livello e chiaramente di *herding*. Qui si intende che semplicemente la presenza o l'assenza di investitori diversi, la loro numerosità, e/o la loro natura professionale o non professionale, di per sé influenza la volontà a investire.

Fig. 18 – Preferenze espresse rispetto all'attributo di presenza degli investitori istituzionali



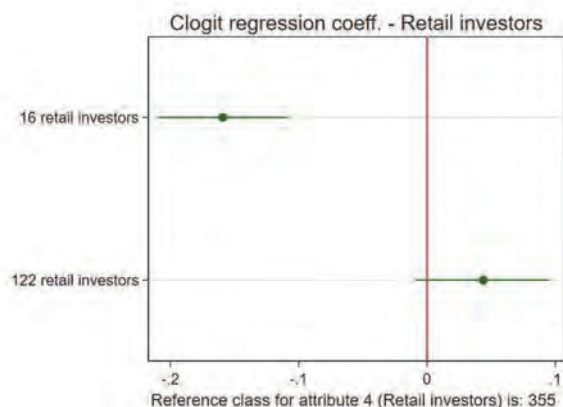
Fonte: elaborazioni degli autori.

La Fig. 18 sintetizza le evidenze empiriche dell'influenza sulla WTP della presenza di investitori istituzionali, o intermediari finanziari, nel finanziamento della campagna di ECF. In linea con lo studio di Löher et al., 2018, la nostra ricerca conferma la relazione significativa del livello NRC di importo minimo (assenza di investitori istituzionali) e rivela che, l'assenza di investitori professionali frena la volontà a investire. Questo risultato, espresso diversamente, indica che la WTI possa risentire positivamente della presenza di almeno un operatore con competenze finanziarie ed esperienza.

Sesta sorgente della cascata informativa: la presenza di investitori retail (numerosità)

L'ultima fonte informativa è rappresentata, poi, dal comportamento della folla di investitori *retail* che sono stati coinvolti nella campagna di ECF. Potenziali investitori, infatti, potrebbero percepire la decisione di investimento della folla come un segnale efficace di qualità del progetto imprenditoriale (Mollick e Nanda, 2015).

Fig. 19 – Preferenze espresse rispetto all'attributo di presenza degli investitori *retail*



Fonte: elaborazioni degli autori.

Le considerazioni per gli investitori retail sono le medesime di quelle sviluppate per gli investitori professionali, nel senso che la WTI potrebbe risentire positivamente dell'aumento degli investitori, anche retail, attratti dalla campagna di ECF considerata.

Risultati per sotto-campioni

Il primo tratto demografico che permette di esplorare una differenza di preferenze è quello del *genere*, osservando preliminarmente che la *survey* è stata sottoposta a 809 uomini e 209 donne. Si tratta infatti di un'indagine volta a campionare i responsabili delle scelte finanziarie nelle famiglie italiane, che inevitabilmente si ripercuote su uno sbilanciamento del campione per genere. Per rimarcare i risultati più significativi, si concentra l'attenzione su quegli attributi che appaiono diversi, o non significativi, secondo un raggruppamento di *genere*, rispetto ai risultati appena commentati e riferiti all'*intero* campione.

Quindi, commentando solo le evidenze più salienti (si veda la Tab. 10), si nota come, quanto alla preferenza verso una quota societaria distribuibile agli investitori, le donne si distinguano per indifferenza rispetto al livello maggiore 9%, rendendo più incerta la sussistenza della relazione non lineare emersa per l'intero campione. Per la preferenza verso l'utilizzo di *social media* da parte della *start-up*, apparirebbe che la disaffezione (anche se debole, vista la significatività del p-value sotto il 10%) verso i *social media* più professionali, come Twitter e LinkedIn, emersa nel campione intero, sia attribuibile significativamente agli uomini.

Tab. 10 – Risultati distinti per genere

	Uomo coef./ (std. err.)	Donna coef./ (std. err.)
2% offered	-0.172*** (0.03)	-0.221*** (0.06)
9% offered	0.068** (0.03)	0.039 (0.06)
Nessun social media	-0.203*** (0.03)	-0.182*** (0.06)
Facebook e/o Instagram	0.017 (0.04)	0.058 (0.08)
Twitter e/o LinkedIn	-0.056* (0.03)	-0.023 (0.07)
1.000€ pre-money	-0.098*** (0.03)	-0.035 (0.06)
10.000€ pre-money	0.030 (0.03)	0.127** (0.06)
0% confirmed	-0.432*** (0.03)	-0.429*** (0.05)
88% confirmed	0.176*** (0.03)	0.176*** (0.06)
0 professional investors	-0.150*** (0.03)	-0.187*** (0.06)
1 professional investors	-0.018 (0.03)	0.000 (0.06)
16 retail investors	-0.168*** (0.03)	-0.125** (0.06)
122 retail investors	0.032 (0.03)	0.091 (0.06)
N	809	209
Pseudo R-squared	0.04	0.04
AIC	11959.32	3113.71
BIC	12059.95	3196.74

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Per quanto riguarda, invece, i risultati distinti per fasce di età (si veda la Tab. 11), preliminarmente va notato che la fascia dei più giovani (18-34 anni) include solo 44 individui; quindi, la non significatività della maggior parte degli attributi, ad eccezione della percentuale di capitale confermato che si presenta in linea con l'interno campione, risulta motivabile con la esiguità di questo sottogruppo di soggetti. Invece, la componente dei *senior*, over 64 anni, presenta una numerosità adeguata (178 unità) ed è rimarcabile che proprio in questo sotto-campione si concentrano le risposte di coloro i quali (uomini) non danno rilevanza ai canali più professionali, quali Twitter e/o LinkedIn. Peraltro, per questo sottogruppo di individui è da notare il totale disinteresse (non significatività) dell'attributo *pre-money*, segno della incapacità di cogliere il segnale che giunge da analisti professionisti. Altrettanto singolare che gli over 64 anni sono significativamente frenati all'investire sia dall'assenza di investitori professionali, sia quando la campagna preveda la presenza di un solo investitore professionale.

Tab. 11 – Risultati distinti per età

	Età 18-34 coef./(std. err.)	Età 35-64 coef./(std. err.)	Età Over 64 coef./(std. err.)
2% offered	-0.076 (0.13)	-0.176*** (0.03)	-0.232*** (0.07)
9% offered	-0.053 (0.12)	0.071** (0.03)	0.054 (0.06)
Nessun social media	-0.047 (0.13)	-0.204*** (0.03)	-0.206*** (0.07)
Facebook e/o Instagram	0.111 (0.16)	-0.000 (0.04)	0.116 (0.08)
Twitter e/o LinkedIn	-0.062 (0.14)	-0.008 (0.03)	-0.240*** (0.07)
1.000€ pre-money	-0.003 (0.13)	-0.092*** (0.03)	-0.082 (0.07)
10.000€ pre-money	0.002 (0.13)	0.057* (0.03)	0.036 (0.06)
0% confirmed	-0.332*** (0.12)	-0.444*** (0.03)	-0.392*** (0.06)
88% confirmed	0.132 (0.13)	0.169*** (0.03)	0.207*** (0.06)
0 professional investors	-0.185 (0.13)	-0.150*** (0.03)	-0.190*** (0.07)
1 professional investors	0.101 (0.12)	0.003 (0.03)	-0.122* (0.06)
16 retail investors	0.026 (0.12)	-0.167*** (0.03)	-0.169*** (0.06)
122 retail investors	-0.044 (0.13)	0.054* (0.03)	0.018 (0.06)
N	44	796	178
Pseudo R-squared	0.02	0.04	0.05
AIC	688.89	11774.93	2617.24
BIC	751.66	11875.34	2698.18

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Per quanto riguarda i risultati letti creando dei sottogruppi di soggetti distinti per *area geografica di residenza* (si veda la Tab. 12), innanzitutto va segnalato che la ripartizione per grandi aree, Nord-ovest, Nord-est, Centro e Sud/Isole permette di commentare le risposte di individui in numeri sufficientemente adeguati. Nell'ambito di questo quadro, la definizione di coloro i quali sono frenati dall'investire se l'imprenditore/start-upper ha allestito i canali Twitter e/o LinkedIn diventa ancora più precisa: uomini, over-64 residenti nel Nord-Ovest.

Altrettanto di interesse è il fatto che il segnale *pre-money* risulta totalmente non significativo per i rispondenti residenti nel Sud-Isole.

Tab. 12 – Risultati distinti per area geografica

	NW coef./ (std. err.)	NE coef./ (std. err.)	Center coef./ (std. err.)	South and islands coef./ (std. err.)
<i>2% offered</i>	-0.165*** (0.05)	-0.239*** (0.07)	-0.260*** (0.07)	-0.143*** (0.05)
<i>9% offered</i>	0.114*** (0.04)	0.014 (0.07)	0.088 (0.07)	0.029 (0.04)
<i>Nessun social media</i>	-0.223*** (0.05)	-0.196*** (0.07)	-0.066 (0.07)	-0.241*** (0.05)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.095 (0.06)	-0.032 (0.09)	0.016 (0.09)	-0.004 (0.06)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.085* (0.05)	0.067 (0.07)	-0.046 (0.08)	-0.064 (0.05)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.144*** (0.05)	-0.034 (0.07)	-0.065 (0.07)	-0.065 (0.04)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.014 (0.05)	0.130* (0.07)	0.126* (0.07)	0.025 (0.04)
<i>0% confirmed</i>	-0.441*** (0.04)	-0.538*** (0.07)	-0.483*** (0.07)	-0.362*** (0.04)
<i>88% confirmed</i>	0.246*** (0.05)	0.225*** (0.07)	0.159** (0.07)	0.096** (0.04)
<i>0 professional investors</i>	-0.212*** (0.05)	-0.161** (0.07)	-0.116 (0.07)	-0.122*** (0.05)
<i>1 professional investors</i>	-0.002 (0.04)	-0.024 (0.07)	0.026 (0.07)	-0.039 (0.04)
<i>16 retail investors</i>	-0.200*** (0.04)	-0.188*** (0.07)	-0.056 (0.07)	-0.150*** (0.04)
<i>122 retail investors</i>	0.051 (0.05)	0.130* (0.07)	0.034 (0.07)	-0.002 (0.04)
N	346	156	149	367
<i>Pseudo R-squared</i>	0.05	0.05	0.04	0.04
AIC	5096.01	2306.93	2224.65	5463.57
BIC	5185.59	2386.16	2303.28	5553.91

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

La prossima Tab. 13 presenta i risultati distinguendo le risposte in base alle dimensioni del comune di residenza dei rispondenti. Anche in questo caso, la stratificazione per i sei sottogruppi di intervistati ha permesso di raggiungere delle numerosità adeguate.

Data questa condizione, è da rimarcare il fatto che l'indifferenza rispetto al canale *pre-money* si ravvisi sia per residenti in comuni piccoli (sotto i 10,000 abitanti) sia in comuni grandi (sopra i 500,000 abitanti), come anche per residenti in comuni tra i 30 mila e i 100 mila abitanti. Di ancor maggior interesse è il fatto che i segnali di secondo stadio che si basano più chiaramente su comportamenti di imitazione degli altri investitori (*herding*) sono completamente trascurati dai residenti in comuni micro, con meno di 5,000 residenti.

Tab. 13 – Risultati distinti per dimensione comune residenza

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<5,000	5,000–10,000	10,000–30,000	30,000–100,000	100,000–500,000	>500,000
	coef./ <i>(std. err.)</i>	coef./ <i>(std. err.)</i>	coef./ <i>(std. err.)</i>	coef./ <i>(std. err.)</i>	coef./ <i>(std. err.)</i>	coef./ <i>(std. err.)</i>
<i>2% offered</i>	-0.291*** (0.08)	-0.177** (0.08)	-0.100* (0.05)	-0.136** (0.06)	-0.244*** (0.08)	-0.281*** (0.08)
<i>9% offered</i>	0.035 (0.07)	-0.011 (0.08)	0.051 (0.05)	0.052 (0.05)	0.132* (0.07)	0.118 (0.07)
<i>Nessun social media</i>	-0.210*** (0.08)	-0.210** (0.09)	-0.102* (0.05)	-0.251*** (0.06)	-0.335*** (0.08)	-0.163* (0.08)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.078 (0.09)	0.018 (0.10)	-0.035 (0.07)	0.090 (0.07)	-0.001 (0.10)	0.021 (0.10)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	0.044 (0.08)	-0.078 (0.09)	-0.046 (0.06)	-0.085 (0.06)	-0.057 (0.08)	-0.068 (0.08)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.023 (0.07)	-0.027 (0.08)	-0.108** (0.05)	-0.064 (0.06)	-0.185** (0.08)	-0.094 (0.08)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.108 (0.07)	0.042 (0.08)	0.034 (0.05)	-0.040 (0.06)	0.156** (0.08)	0.083 (0.08)
<i>0% confirmed</i>	-0.521*** (0.07)	-0.228*** (0.07)	-0.408*** (0.05)	-0.432*** (0.05)	-0.445*** (0.07)	-0.543*** (0.07)
<i>88% confirmed</i>	0.187*** (0.07)	0.077 (0.08)	0.209*** (0.05)	0.122** (0.05)	0.238*** (0.07)	0.221*** (0.08)
<i>0 professional investors</i>	-0.081 (0.07)	-0.211** (0.08)	-0.174*** (0.05)	-0.150*** (0.06)	-0.158** (0.08)	-0.184** (0.08)
<i>1 professional investors</i>	-0.098 (0.07)	-0.101 (0.08)	0.059 (0.05)	-0.006 (0.05)	-0.065 (0.07)	0.027 (0.07)
<i>16 retail investors</i>	-0.082 (0.07)	-0.131* (0.08)	-0.209*** (0.05)	-0.127** (0.05)	-0.197*** (0.07)	-0.159** (0.07)
<i>122 retail investors</i>	-0.033 (0.07)	0.046 (0.08)	0.110** (0.05)	0.001 (0.06)	0.052 (0.08)	0.029 (0.08)
N	145	110	275	235	129	124
Pseudo R-squared	0.06	0.03	0.03	0.04	0.06	0.06
AIC	2125.83	1670.78	4115.74	3482.83	1892.11	1833.45
BIC	2204.11	1745.46	4202.34	3567.39	1968.86	1909.69

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Inoltre, è interessante osservare che, sebbene il campione sia ben ripartito tra individui la cui educazione scolastica si è fermata alle scuole superiori (613 individui) rispetto a coloro i quali hanno conseguito una laurea o titoli superiori, questa distinzione non fa emergere differenze di rilievo, rispetto al totale degli intervistati (si veda la Tab. 14). Non significativo resta il livello relativo a Twitter e/o LinkedIn, come freno dell'investimento, questo anche considerando una disaggregazione più alta dei livelli educativi conseguiti²⁴.

Tab. 14 – Risultati distinti per educazione

	(1) <i>School degree</i> coef./ (std. err.)	(2) <i>University degree</i> coef./ (std. err.)
<i>2% offered</i>	-0.178*** (0.04)	-0.190*** (0.04)
<i>9% offered</i>	0.044 (0.03)	0.093** (0.04)
<i>Nessun social media</i>	-0.218*** (0.04)	-0.172*** (0.05)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.009 (0.04)	0.052 (0.05)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.040 (0.04)	-0.060 (0.05)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.078** (0.03)	-0.099** (0.04)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.035 (0.03)	0.073* (0.04)
<i>0% confirmed</i>	-0.399*** (0.03)	-0.481*** (0.04)
<i>88% confirmed</i>	0.143*** (0.03)	0.225*** (0.04)
<i>0 professional investors</i>	-0.160*** (0.04)	-0.156*** (0.04)
<i>1 professional investors</i>	-0.014 (0.03)	-0.013 (0.04)
<i>16 retail investors</i>	-0.156*** (0.03)	-0.164*** (0.04)
<i>122 retail investors</i>	0.065* (0.03)	0.012 (0.04)
N	613	405
Pseudo R-squared	0.04	0.05
AIC	9094.22	5977.80
BIC	9191.24	6069.43

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

24 Dato disponibile su richiesta.

Tab. 15a – Risultati distinti per professione – versione analitica

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	<i>Student</i>	<i>Homemaker (no income)</i>	<i>Retired</i>	<i>Looking for first job</i>	<i>Looking for job (has already worked)</i>	<i>Executive</i>	<i>Middle manager</i>	<i>Office worker or serviceperson</i>	<i>Teacher</i>
	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)	coef./ (std. err.)
<i>2% offered</i>	-0.338 (0.29)	-0.098 (0.19)	-0.287*** (0.07)	-0.527* (0.27)	0.098 (0.16)	-0.078 (0.24)	-0.029 (0.11)	-0.159*** (0.05)	-0.258* (0.15)
<i>9% offered</i>	0.242 (0.27)	0.183 (0.19)	0.084 (0.06)	0.243 (0.24)	0.095 (0.16)	-0.030 (0.21)	-0.088 (0.11)	0.086* (0.05)	0.167 (0.13)
<i>Nessun social media</i>	-0.138 (0.30)	-0.067 (0.21)	-0.359*** (0.07)	-0.174 (0.27)	-0.355** (0.18)	0.020 (0.24)	-0.041 (0.12)	-0.231*** (0.05)	-0.003 (0.14)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	-0.024 (0.34)	-0.103 (0.25)	0.108 (0.08)	-0.137 (0.32)	-0.279 (0.23)	0.131 (0.29)	-0.279* (0.16)	0.068 (0.06)	0.061 (0.17)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	0.252 (0.29)	-0.286 (0.21)	-0.168** (0.07)	-0.194 (0.28)	-0.020 (0.18)	0.097 (0.26)	0.174 (0.12)	0.002 (0.05)	-0.082 (0.15)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.228 (0.29)	0.110 (0.19)	-0.126** (0.06)	-0.123 (0.26)	-0.162 (0.16)	-0.120 (0.23)	-0.352*** (0.12)	-0.056 (0.05)	-0.005 (0.14)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.256 (0.27)	-0.176 (0.20)	0.018 (0.06)	0.167 (0.24)	0.081 (0.17)	0.084 (0.23)	0.087 (0.11)	0.037 (0.05)	0.191 (0.14)
<i>0% confirmed</i>	-0.072 (0.27)	-0.465** (0.19)	-0.304*** (0.06)	-0.117 (0.23)	-0.432*** (0.15)	-0.124 (0.20)	-0.634*** (0.11)	-0.383*** (0.04)	-0.762*** (0.13)
<i>88% confirmed</i>	-0.204 (0.28)	0.238 (0.19)	0.128** (0.06)	-0.343 (0.26)	0.241 (0.16)	0.179 (0.21)	0.258** (0.11)	0.150*** (0.05)	0.354*** (0.13)
<i>0 professional investors</i>	0.185 (0.27)	-0.145 (0.20)	-0.260*** (0.07)	-0.088 (0.25)	-0.229 (0.17)	0.140 (0.23)	-0.320*** (0.12)	-0.157*** (0.05)	-0.104 (0.14)
<i>1 professional investors</i>	-0.174 (0.27)	-0.063 (0.19)	-0.059 (0.06)	-0.119 (0.24)	-0.079 (0.16)	0.033 (0.21)	0.063 (0.10)	0.030 (0.05)	-0.008 (0.13)
<i>16 retail investors</i>	0.288 (0.24)	-0.158 (0.18)	-0.194*** (0.06)	0.132 (0.23)	-0.294* (0.16)	0.449** (0.21)	-0.265** (0.11)	-0.195*** (0.05)	-0.204 (0.13)
<i>122 retail investors</i>	-0.204 (0.29)	0.109 (0.19)	0.014 (0.06)	-0.299 (0.27)	-0.099 (0.17)	-0.382 (0.24)	0.165 (0.11)	0.093** (0.05)	0.169 (0.13)
N	10	20	186	12	28	15	61	317	45
Pseudo R-squared	0.06	0.04	0.05	0.06	0.07	0.05	0.09	0.04	0.09
AIC	169.98	319.94	2725.31	196.52	426.18	245.96	890.50	4737.78	660.77
BIC	213.49	372.46	2806.82	242.41	483.07	294.74	957.52	4826.23	723.84

- segue -

	(1) <i>Worker, shop assistant...</i> coef./ (std. err.)	(2) <i>Entrepreneur</i> coef./ (std. err.)	(3) <i>Freelancer with employees</i> coef./ (std. err.)	(4) <i>Freelancer with no employees</i> coef./ (std. err.)	(5) <i>Trader, farmer with employees</i> coef./ (std. err.)	(6) <i>Trader, farmer without employees</i> coef./ (std. err.)	(7) <i>others</i> coef./ (std. err.)
<i>2% offered</i>	-0.190*** (0.06)	-0.332 (0.22)	0.162 (0.38)	-0.136 (0.11)	-0.198 (0.23)	-0.253 (0.24)	-0.435 (0.29)
<i>9% offered</i>	0.060 (0.06)	0.142 (0.19)	0.006 (0.39)	-0.136 (0.11)	-0.046 (0.23)	0.040 (0.22)	-0.025 (0.24)
<i>Nessun social media</i>	-0.318*** (0.07)	0.008 (0.22)	0.055 (0.40)	0.099 (0.12)	0.647*** (0.23)	-0.182 (0.25)	0.425 (0.28)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.129 (0.08)	-0.003 (0.26)	-0.377 (0.56)	-0.259* (0.15)	-0.155 (0.30)	0.301 (0.28)	-0.461 (0.35)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.022 (0.07)	-0.143 (0.23)	-0.527 (0.48)	-0.089 (0.13)	-0.194 (0.27)	-0.358 (0.27)	0.102 (0.29)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.002 (0.06)	-0.055 (0.20)	-0.461 (0.42)	-0.058 (0.11)	-0.562*** (0.24)	-0.148 (0.24)	0.128 (0.25)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.103* (0.06)	-0.276 (0.21)	-0.092 (0.41)	-0.067 (0.11)	0.404* (0.23)	-0.148 (0.23)	0.030 (0.25)
<i>0% confirmed</i>	-0.150** (0.06)	0.069 (0.21)	-0.339 (0.43)	-0.166 (0.12)	0.023 (0.23)	-0.140 (0.23)	0.439* (0.26)
<i>88% confirmed</i>	-0.043 (0.06)	0.069 (0.19)	0.114 (0.38)	-0.066 (0.11)	0.299 (0.22)	-0.015 (0.22)	-0.197 (0.24)
<i>0 professional investors</i>	-0.162*** (0.06)	-0.168 (0.20)	-0.318 (0.39)	-0.114 (0.11)	0.117 (0.21)	0.052 (0.22)	-0.064 (0.25)
<i>1 professional investors</i>	0.040 (0.06)	0.050 (0.20)	-0.073 (0.39)	0.016 (0.11)	-0.145 (0.23)	-0.133 (0.24)	-0.064 (0.26)
<i>16 retail investors</i>	-0.530*** (0.06)	-0.577*** (0.19)	-0.402 (0.38)	-0.521*** (0.11)	-0.449** (0.23)	-0.443** (0.22)	-0.912*** (0.26)
<i>122 retail investors</i>	0.223*** (0.06)	0.202 (0.19)	-0.025 (0.40)	0.153 (0.11)	0.258 (0.23)	0.197 (0.23)	0.559** (0.23)
<i>N</i>	192	21	5	59	15	14	14
<i>Pseudo R-squared</i>	0.05	0.08	0.10	0.05	0.13	0.05	0.12
<i>AIC</i>	2817.25	326.25	94.81	885.16	232.16	227.89	216.91
<i>BIC</i>	2899.18	379.41	129.32	951.75	280.94	275.78	264.80

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Per quanto riguarda la ripartizione del campione per professioni, si presentano dapprima i risultati disaggregati in modo analitico (Tab. 15a) per le varie tipologie di lavori svolti dagli intervistati. Dato il livello di dettaglio delle professioni, le numerosità spesso sono esigue; merita svolgere delle riflessioni solo nei confronti dei pensionati (186), impiegati in lavoro di ufficio (317) o in negozi (192). In particolare, per tutte le tre tipologie professionali appaiono confermate le principali reazioni ai segnali, già commentati per l'intero campione, con due annotazioni. Innanzitutto, il freno all'investimento, rappresentato dall'inclusione dei *social* digitali più professionali, è significativo nel sottogruppo dei pensionati. In secondo luogo, gli impiegati rappresentano la categoria professionale che apparirebbe non sensibile ai segnali emessi dai valori *pre-money*, elaborati dagli analisti finanziari.

Quando si raggruppano le professioni per tipologie più sintetiche (Tab. 15b) in modo tale da raggiungere dei gruppi più numerosi, tali da permettere delle considerazioni sul piano statistico, tre dei quattro raggruppamenti proposti confermano la maggior parte delle relazioni già commentate per l'intero campione. Invece, per la categoria degli imprenditori e manager, verosimilmente più vicini professionalmente alla professione dei promotori delle campagne di ECF, è molto curioso notare che nessuno degli attributi proposti, che potrebbero essere segnali rivelatori della qualità del progetto, appare significativo ad eccezione del dato della percentuale del capitale effettivamente versato (il primo segnale di secondo stadio).

Tab. 15b – Risultati distinti per professione – versione sintetica

	(1) <i>Not working</i> coef./[std. err.]	(2) <i>Entrepreneurs /Managers</i> coef./[std. err.]	(3) <i>Middle ma- nag./teachers</i> coef./[std. err.]	(4) <i>Employees /farmers</i> coef./[std. err.]
<i>2% offered</i>	-0.248*** (0.05)	-0.141 (0.09)	-0.110 (0.09)	-0.194*** (0.06)
<i>9% offered</i>	0.104** (0.05)	-0.053 (0.08)	0.026 (0.08)	0.058 (0.06)
<i>Nessun social media</i>	-0.288*** (0.06)	0.064 (0.09)	-0.040 (0.09)	-0.241*** (0.06)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.015 (0.07)	-0.143 (0.11)	-0.132 (0.11)	0.119 (0.07)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.131** (0.06)	-0.080 (0.10)	0.084 (0.09)	-0.057 (0.06)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.106** (0.05)	-0.099 (0.09)	-0.209** (0.09)	-0.045 (0.06)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.028 (0.05)	-0.082 (0.09)	0.141* (0.09)	0.108* (0.06)
<i>0% confirmed</i>	-0.333*** (0.05)	-0.465*** (0.08)	-0.679*** (0.08)	-0.521*** (0.05)
<i>88% confirmed</i>	0.139*** (0.05)	0.152* (0.08)	0.282*** (0.08)	0.228*** (0.06)
<i>0 professional investors</i>	-0.191*** (0.05)	-0.083 (0.09)	-0.228*** (0.09)	-0.132** (0.06)
<i>1 professional investors</i>	-0.066 (0.05)	-0.013 (0.08)	0.018 (0.08)	-0.028 (0.05)
<i>16 retail investors</i>	-0.159*** (0.05)	-0.053 (0.08)	-0.248*** (0.08)	-0.139** (0.06)
<i>122 retail investors</i>	-0.020 (0.05)	-0.027 (0.09)	0.181** (0.08)	0.020 (0.06)
<i>N</i>	270	100	106	221
<i>Pseudo R-squared</i>	0.04	0.04	0.08	0.05
<i>AIC</i>	3990.77	1505.31	1541.07	3256.28
<i>BIC</i>	4077.13	1578.75	1615.27	3340.04

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

Si considerano ora dei raggruppamenti in base agli *score* conseguiti sulle domande sull'inflazione, *proxy* del livello di alfabetizzazione finanziaria (*financial literacy* e *numeracy*; Tab. 16). Si presentano i risultati delle preferenze espresse dai soggetti raggruppati per livelli bassi ed alti di alfabetizzazione finanziaria, ovvero rispettivamente per *score* conseguiti da 0 a 5, e da 6 a 11 nelle domande su conoscenza dell'inflazione e calcolo finanziario.

Tab. 16 – Risultati distinti per conoscenza dell'inflazione (punteggio ottenuto) – alfabetizzazione finanziaria

	(1) <i>Literacy score: 0-5</i>	(2) <i>Literacy score: 6-11</i>
	<u>coef./ (std. err.)</u>	<u>coef./ (std. err.)</u>
<i>2% offered</i>	-0.153*** (0.05)	-0.200*** (0.03)
<i>9% offered</i>	-0.004 (0.04)	0.100*** (0.03)
<i>None</i>	-0.117** (0.05)	-0.254*** (0.04)
<i>Facebook and/or Instagram</i>	-0.041 (0.06)	0.071* (0.04)
<i>Twitter and/or LinkedIn</i>	-0.086* (0.05)	-0.028 (0.04)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.081* (0.04)	-0.088*** (0.03)
<i>10.000€ pre-money</i>	-0.021 (0.04)	0.091*** (0.03)
<i>0% confirmed</i>	-0.218*** (0.04)	-0.559*** (0.03)
<i>88% confirmed</i>	0.066 (0.04)	0.245*** (0.03)
<i>0 professional investors</i>	-0.047 (0.05)	-0.224*** (0.03)
<i>1 professional investors</i>	-0.001 (0.04)	-0.021 (0.03)
<i>16 retail investors</i>	-0.120*** (0.04)	-0.185*** (0.03)
<i>122 retail investors</i>	-0.026 (0.04)	0.089*** (0.03)
<i>N</i>	358	660
<i>Pseudo R-squared</i>	0.02	0.06
<i>AIC</i>	5427.58	9579.03
<i>BIC</i>	5517.61	9677.01

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01.

I risultati denotano alcune differenze tra i due gruppi. In particolare, i soggetti con minor grado di alfabetizzazione finanziaria tendono a preferire investimenti in progetti con più elevate quote di capitale offerto agli investitori, appaiono frenati dall'investire in *start-up* che utilizzino canali sociali ritenuti più professionali e orientati al *business* (come Twitter e LinkedIn), sembrano ritenere non determinante la presenza di investitori professionali nel guidare le proprie scelte d'investimento.

Successivamente, si considerano i raggruppamenti in base agli *score* conseguiti sulle domande sulle conoscenze finanziarie, *proxy* dell'educazione finanziaria (Tab. 17): le cosiddette '*Big Five*' secondo lo schema d'indagine proposto da Lusardi e Mitchell (2014) con l'aggiunta di una domanda sulle conoscenze finanziarie intermedie sulle nozioni di rischio, con uno score complessivo che varia da 0 a 8.

Tab. 17 – Risultati distinti per *financial knowledge*

	(1)	(2)
	<i>Financial knowledge: 0-4</i>	<i>Financial knowledge: 5-8</i>
	<u>coef./std. err.</u>	<u>coef./std. err.</u>
<i>2% offered</i>	-0.111*** (0.04)	-0.266*** (0.04)
<i>9% offered</i>	-0.004 (0.04)	0.141*** (0.04)
<i>Nessun social media</i>	-0.148*** (0.04)	-0.271*** (0.04)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	0.004 (0.05)	0.061 (0.05)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.076* (0.04)	-0.017 (0.04)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.074** (0.04)	-0.101*** (0.04)
<i>10.000€ pre-money</i>	0.015 (0.04)	0.097** (0.04)
<i>0% confirmed</i>	-0.291*** (0.03)	-0.593*** (0.04)
<i>88% confirmed</i>	0.074** (0.04)	0.297*** (0.04)
<i>0 professional investors</i>	-0.085** (0.04)	-0.241*** (0.04)
<i>1 professional investors</i>	-0.014 (0.04)	-0.014 (0.04)
<i>16 retail investors</i>	-0.081** (0.04)	-0.249*** (0.04)
<i>122 retail investors</i>	0.038 (0.04)	0.054 (0.04)
N	513	505
Pseudo R-squared	0.02	0.07
AIC	7748.83	7249.67
BIC	7843.54	7344.17

Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

I risultati evidenziati dai due gruppi di soggetti per livelli di educazione finanziaria appaiono in linea e coerenti con quelli presentati poc'anzi distinti per livelli di

alfabetizzazione finanziaria, nonostante la correlazione tra le due variabili sia inferiore allo 0,5, e pertanto siano scongiurabili problematiche relative alla multicollinearità.

In ultimo, come ulteriore approfondimento del ruolo dell'educazione finanziaria nell'influenzare le preferenze, si considerano i raggruppamenti sulla base degli score ottenuti per *financial literacy* e per *financial knowledge*. Si tenga conto che le categorie possibili dall'intersezione di queste categorie di soggetti sono quattro, come evidenziato dalla rappresentazione che segue (Tab. 18):

Tab. 18 – Raggruppamenti per *financial literacy* e *knowledge*

		Financial knowledge	
		Bassa	Alta
Financial literacy	Bassa	A	B (media)
	Alta	B (media)	C

Fonte: elaborazioni degli autori.

Tuttavia, l'analisi si è concentrato su tre gruppi di soggetti, con basso livello (gruppo A), livello intermedio (gruppo B) ed alto livello (gruppo C) di *financial literacy* e *knowledge* (Tab. 19).

Includendo quindi due dimensioni di indagine, ovvero un indicatore di alfabetizzazione finanziaria e uno di conoscenze finanziarie, i risultati che emergono confermano quanto visto precedentemente nei singoli livelli di analisi, con effetto di robustezza sulla loro interpretazione.

Risulta quindi valida ed ancor più significativa l'avversione dei soggetti meno inseriti in tematiche di ambito finanziario (gruppo A) verso i *social media* di Twitter e LinkedIn e verso gli attributi riguardanti sia la presenza di investitori istituzionali sia la folla di investitori retail, i quali appaiono non determinanti nelle loro scelte d'investimento. Invece, in modo diverso rispetto al gruppo A, i soggetti provvisti sia di *literacy* sia di educazione finanziaria (gruppo C), sono allontanati dall'investimento se nella campagna lo *start-upper* non ha costruito una rete di relazioni *social*, non sono presenti investitori professionali o anche altri investitori retail.

Invece, i soggetti a più elevata *literacy* e *knowledge* (gruppo C) sono i soggetti cui si può attribuire una volontà per cui, ai valori più bassi (2%) del livello di capitale offerto, rispetto al livello di RC (85%), corrisponde un disincentivo a investire (coefficiente $\beta_1 = -0,283$). Invece, a valori più alti di capitale offerto (9%), sempre minori della RC, ma superiori al primo livello proposto, corrisponde un aumento della volontà a investire (coefficiente $\beta_2 = +0,161$). Questo permette di desumere che, per questi soggetti, percentuali di *equity retention*, inferiori all'ipotetico x% definito nella Fig. 11 e Tab. 9, tramutano la natura dell'incentivo a investire: gli investitori sembrano trascurare l'effetto *skin-in the game* a favore di un effetto di liquidità attesa dall'investimento, che ne stimola l'attrazione di capitali.

Tab. 19 – Risultati distinti per *financial literacy* e *financial knowledge*

	(1) <i>Group A: Low literacy and knowledge</i> coef./ <i>(std. err.)</i>	(2) <i>Group B: medium literacy and knowledge</i> coef./ <i>(std. err.)</i>	(3) <i>Group C: High literacy and knowledge</i> coef./ <i>(std. err.)</i>
<i>2% offered</i>	-0.150*** (0.05)	-0.093* (0.05)	-0.283*** (0.04)
<i>9% offered</i>	-0.001 (0.05)	0.010 (0.05)	0.161*** (0.04)
<i>Nessun social media</i>	-0.120** (0.05)	-0.181*** (0.05)	-0.292*** (0.05)
<i>Facebook e/o Instagram</i>	-0.031 (0.06)	0.024 (0.06)	0.084 (0.06)
<i>Twitter e/o LinkedIn</i>	-0.122** (0.06)	-0.007 (0.05)	-0.032 (0.05)
<i>1.000€ pre-money</i>	-0.112** (0.05)	-0.019 (0.05)	-0.124*** (0.04)
<i>10.000€ pre-money</i>	-0.008 (0.05)	0.021 (0.05)	0.126*** (0.04)
<i>0% confirmed</i>	-0.183*** (0.05)	-0.404*** (0.04)	-0.640*** (0.04)
<i>88% confirmed</i>	0.036 (0.05)	0.138*** (0.05)	0.320*** (0.04)
<i>0 professional investors</i>	-0.044 (0.05)	-0.110** (0.05)	-0.282*** (0.04)
<i>1 professional investors</i>	-0.007 (0.05)	-0.020 (0.05)	-0.016 (0.04)
<i>16 retail investors</i>	-0.079 (0.05)	-0.129*** (0.05)	-0.245*** (0.04)
<i>122 retail investors</i>	-0.050 (0.05)	0.119** (0.05)	0.057 (0.04)
N	277	317	424
Pseudo R-squared	0.02	0.03	0.09
AIC	4204.39	4764.75	6014.32
BIC	4291.08	4853.19	6106.54

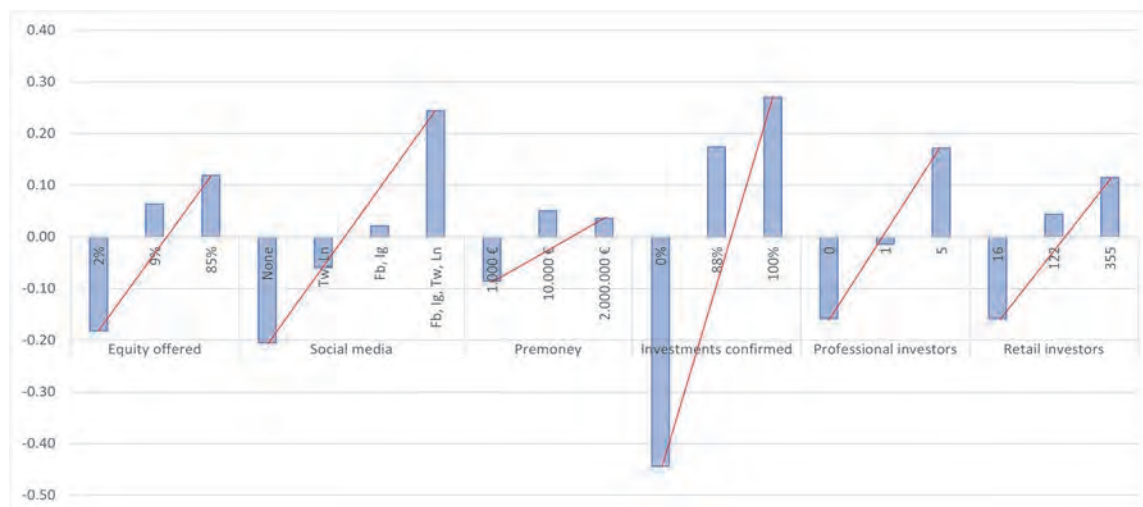
Fonte: elaborazioni degli autori. * p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.010.

L'ordinamento delle fonti informative

Dall'analisi dei risultati dell'esperimento di scelta, si può inoltre ricavare l'ordinamento delle fonti informative (segnali) che maggiormente influenzano e guidano le preferenze d'investimento. In questo studio si è deciso di implementare due metodi di ricostituzione della gerarchia dei segnali in modo da conferire robustezza ai risultati.

Il primo metodo si basa sulla tecnica di calcolo del coefficiente della *reference class* (RC) per ciascun attributo come somma negativa dei coefficienti stimati degli altri livelli dello stesso attributo (Daly et al., 2016; Hauber et al., 2016; Pérez-Troncoso, 2020). Questo procedimento è reso possibile in quanto il *design* sperimentale del DCE prevede una codifica ad effetti (*effects-coded*) dei livelli di ciascun attributo. Dopodiché si ricava l'impatto di ciascun attributo sulla scelta d'investimento calcolando la differenza tra il maggiore e il minore coefficiente stimato, come in Fig. 20. In altre parole, la differenza così calcolata rappresenta una distanza tra il livello inferiore e il livello superiore alla mediana del medesimo attributo in termini di condizionamento sulle preferenze di scelta degli investitori. Concettualmente, una maggiore distanza (*delta*) implica un maggiore condizionamento nelle scelte dell'individuo quando è tenuto a confrontare progetti d'investimento che presentino il livello inferiore e il livello superiore del medesimo attributo, *ceteris paribus*. Spostandosi infatti virtualmente dal primo all'ultimo livello, si registrerebbe un incremento significativo nella WTI. Viceversa, a una minor distanza (*delta*) corrisponde un minor condizionamento nelle preferenze guidato da quello specifico attributo, *ceteris paribus*. In quest'ultimo caso, è probabile quindi che la WTI sia influenzata maggiormente da altri attributi.

Fig. 20 – Peso dei coefficienti stimati nelle scelte



Fonte: elaborazioni degli autori.

Si nota quindi che l'attributo con la magnitudine più elevata è il *coinvolgimento finanziario degli investitori*, segnale di secondo stadio, il quale presenta una distanza (*delta*) tra i livelli di 0,71. Gli investitori quindi, come si evince anche dai modelli di stima presentati nelle sezioni precedenti, appaiono fortemente frenati dall'investire in campagne in cui le offerte d'investimento non siano state ancora confermate e il capitale non sia stato effettivamente sottoscritto (0%). Viceversa, campagne di raccolta ove il capitale sottoscritto sia interamente confermato riescono a impattare notevolmente sulla WTI degli investitori.

Il secondo attributo per magnitudine è l'attributo *social media*, di primo stadio, che presenta un delta di 0,45. Una *start-up* che abbia un elevato numero di account sui principali *social media* (Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn) è in grado di attrarre le preferenze d'investimento.

Il terzo attributo è rappresentato dalla *presenza e numerosità di investitori professionali*, segnale di secondo stadio, con un delta pari a 0,33. In questo caso, come si nota anche dal grafico a barre, è proprio il livello superiore (5 investitori professionali) a movimentare significativamente la WTI degli investitori.

Il quarto attributo, con un delta leggermente inferiore e pari a 0,30, è la quota di capitale offerta agli investitori (*equity offered*), segnale di primo stadio. Si evidenzia che in presenza di questo attributo, la componente più impattante sulle preferenze di scelta è rappresentata dal disincentivo a investire in campagne caratterizzate dal livello inferiore, ovvero da una bassa percentuale di capitale distribuito e quindi da un'elevata *equity retention*.

Il quinto attributo è rappresentato dalla *saggezza della folla*, segnale di secondo stadio, con un delta pari a 0,27. In altri termini, la presenza e numerosità della folla di investitori retail appare leggermente meno determinante nel condizionare le preferenze espresse rispetto agli attributi precedenti.

In ultimo, in sesta posizione si trova l'attributo *pre-money*, segnale di stadio intermedio, con un *delta* notevolmente inferiore pari a 0,12. Quest'ultimo attributo, quindi, sembra essere il meno determinante nei confronti della WTI degli individui.

Per conferire maggior robustezza alla gerarchia delle fonti informative consultate dagli investitori, si è applicato anche un secondo metodo. Dapprima si sono stimati i modelli in forma aggregata, ovvero considerando ciascun attributo nel suo complesso e ignorando il grado di dettaglio sui singoli livelli (Tab. 20). In questo modello, quindi, la variabile dipendente rimane la scelta tra le alternative mentre le variabili esplicative sono rappresentate dalla forma aggregata degli attributi.

Tab. 20 – Risultati del modello di stima aggregato

	Odds ratio	Std. Error	Z	P>z
<i>Equity offered</i>	1.006	0.001	4.710	0.000
<i>Social media</i>	1.090	0.016	5.890	0.000
<i>Pre-money</i>	1.021	0.015	1.420	0.156
Coinvolgimento finanziario	1.008	0.000	17.720	0.000
Investitori professionali	1.070	0.014	5.320	0.000
Investitori <i>retail</i>	1.001	0.000	3.240	0.001

Fonte: elaborazioni degli autori.

Le stime aggregate confermano quanto già evidenziato dai precedenti modelli, con un'unica differenza riguardante la valutazione *pre-money*. Questo attributo,

infatti, sembra perdere significatività nell'impatto sulla WTI se considerato nel suo aggregato, ricordando comunque che già nella stima per livelli la sua magnitudine appariva debole.

A questo punto, per poter ordinare la forza delle relazioni degli attributi, sono stati presi in considerazione sia un indicatore di impatto sulla variabile dipendente che un indicatore di affidabilità delle stime. Il primo è rappresentato dall'*Odds Ratio* che riflette la probabilità che un'alternativa sia preferita (*Odds Ratio* superiore a 1) all'aumentare dei livelli dell'attributo. Pertanto, un *Odds Ratio* più elevato indica un maggiore impatto sulla WTI. Il secondo è rappresentato dalla Statistica Z, che misura di quanto il coefficiente stimato sia significativamente diverso da zero. Una statistica z elevata riflette quindi che l'attributo è statisticamente significativo. Per poter valutare congiuntamente entrambi i criteri si è infine operata una combinazione lineare assegnando coefficienti di peso (costanti) e generando uno score complessivo come segue:

$$Score_x = \alpha \cdot OddsRatio_x + \beta \cdot Zvalue_x$$

Dapprima i pesi α e β sono stati considerati equivalenti ($\alpha, \beta = 0,5$), ma si noti che, a ulteriore robustezza, il risultato finale dell'ordinamento dei segnali non varia con opportune modifiche di α e β tali per cui siano rispettivamente pari a 0,1 e 0,9, e viceversa.

Gli score risultanti sono presentati in Tab. 21 insieme all'ordinamento finale della gerarchia delle fonti informative consultate prioritariamente dagli investitori *retail*.

Tab. 21 – Score e ordinamento della gerarchia delle fonti

	Stadio del segnale	Score	Gerarchia
Coinvolgimento finanziario	Secondo	9.364	1
<i>Social media</i>	Primo	3.490	2
Investitori professionali	Secondo	3.195	3
<i>Equity offered</i>	Primo	2.858	4
Investitori <i>retail</i>	Secondo	2.120	5
<i>Pre-money</i>	Intermedio	1.220	6

Fonte: elaborazioni degli autori.

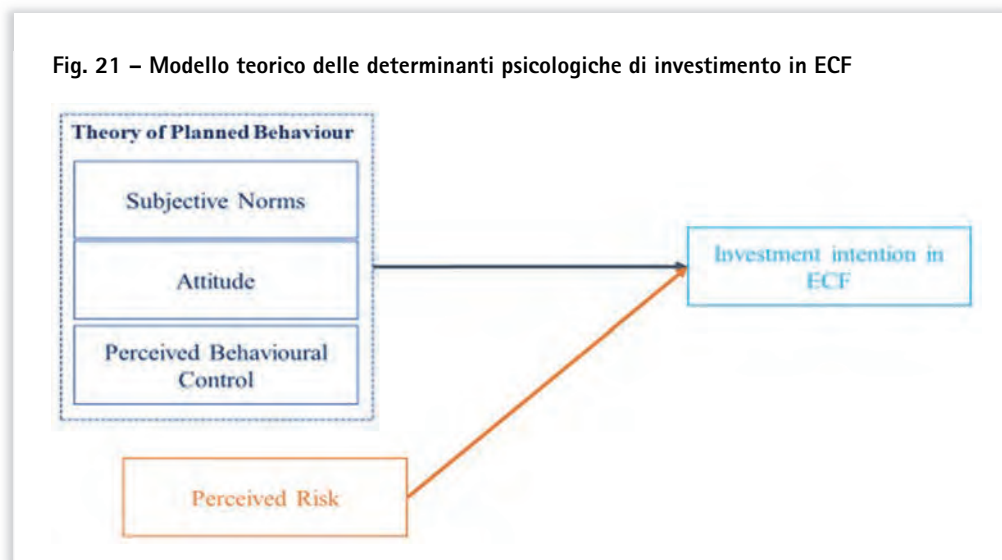
La gerarchia delle fonti informative risultante appare quindi robusta e confermata da entrambi i metodi di analisi. Da questo ordinamento si evince che gli investitori *retail* assumono le proprie decisioni di investimento in ECF seguendo soprattutto segnali riguardanti il coinvolgimento finanziario di altri investitori. La saggezza della folla, nella dimensione del *financial commitment* degli investitori, appare quindi un forte stimolo all'investimento. Tuttavia, la numerosità della folla, e in particolar modo della folla di investitori non sofisticati, non sembra essere considerata tra i segnali più determinanti. Allo stesso modo, la valutazione *pre-money* proposta da analisti e consulenti di concerto con gli stessi imprenditori, appare essere il segnale meno rilevante

nel modello considerato. Un'ulteriore importante conclusione che si può evincere da questi risultati è che gli investitori *retail* appaiono osservare e valutare indistintamente flussi informativi di primo o secondo stadio. In altre parole, l'origine temporale e la provenienza dei segnali non appare rilevante, ma ciò che guida maggiormente investitori meno sofisticati a seguire una determinata fonte informativa è la fiducia che essi vi ripongono.

4.2 Le determinanti psicologiche dell'intenzione di investire in ECF

A questo punto risulta interessante scoprire quali siano le determinanti psicologiche dell'intenzione di investire in ECF. Si distingue quindi la volontà di investire (WTI) in una specifica campagna di raccolta di ECF dalla più generica intenzione di investire in ECF. La prima è stata oggetto d'indagine delle sezioni precedenti e misurata in via sperimentale; la seconda invece è misurata dalle domande di controllo conclusive presentate nel questionario e si riferisce ai fattori motivazionali che influenzano un determinato comportamento. In altre parole, maggiore è l'intenzione di eseguire il comportamento (investire in ECF), più è probabile che il comportamento venga eseguito, sulla base dei fattori psicologico-motivazionali che lo influenzano.

Si propone quindi un modello di analisi basato sulla nota teoria del comportamento programmato (*Theory of planned behaviour*; d'ora in avanti TPB; Ajzen, 1991), secondo cui l'intenzione di investire in ECF (*Behavioural intention*, BI) può essere influenzata da tre fattori motivazionali principali: norme soggettive (*Subjective norms*, SN), atteggiamento (*Attitude*, AT) e controllo comportamentale percepito (*Perceived behavioural control*, PBC). A questi, nel modello si è aggiunto il rischio percepito di un investimento in ECF (*Perceived Risk*, PR). Il modello teorico è rappresentato in Fig. 21.



Questi fattori motivazionali, insieme alla variabile dipendente del modello, sono rappresentati da variabili latenti misurate dal grado di accordo/disaccordo dei

partecipanti con specifiche affermazioni del questionario, basandosi su una scala Likert da 1 (totalmente in disaccordo) a 7 (totalmente d'accordo).

In particolare, le norme soggettive (SN) si riferiscono alla convinzione che altri individui, quali familiari, amici, coetanei o altre persone rilevanti, approvino o disapprovino il proprio comportamento. Riflettono quindi la percezione della pressione sociale e sono in grado di influenzare l'intenzione di compiere o meno un determinato comportamento (Han & Kim, 2010). Le SN sono misurate da cinque affermazioni riadattando una scala proposta da Lu et al. (2005). Tuttavia, una delle cinque è stata scartata in quanto le equazioni di misurazione non attestavano una significativa convergenza statistica tra l'affermazione del questionario (variabile osservata) e la rispettiva variabile latente.

L'*attitude* (AT) riflette il grado con cui un individuo valuta favorevolmente o meno un determinato comportamento (Chen & Tung, 2014). In altre parole, una valutazione positiva si riferisce alla convinzione dell'efficacia del comportamento nel produrre esiti positivi. L'AT è misurata da quattro affermazioni riadattate da Wang et al. (2018).

Il controllo comportamentale percepito (PBC) riflette la facilità (o la difficoltà) nel compiere un determinato comportamento basata su esperienze passate e ostacoli attesi (Ajzen, 1988; Paul et al., 2016). Il PBC è misurato da quattro affermazioni riadattate da Chen et al. (2019) e Ajzen (2006), ma una presentava una stima non significativa della rispettiva equazione di misurazione ed è pertanto stata scartata.

Il rischio percepito (PR) riflette la valutazione soggettiva della probabilità che si verifichi un esito negativo a seguito di un determinato comportamento (Gidron, 2013). Risulta noto, infatti, che le percezioni di rischio di soggetti esperti differiscono da quelle di soggetti inesperti a causa di due componenti principali: il timore (*dread risk*) e il rischio dell'ignoto (*unknown risk*). Il primo riflette l'angoscia dovuta alla percezione di una mancanza di controllo su un evento che potrebbe far incappare in conseguenze fatali e potenzialmente catastrofiche. Il secondo riflette una mancanza di familiarità con l'oggetto di rischio che può essere rappresentata da un evento con conseguenze nuove, non osservabili o differite (Slovic, 1987). Il PR è misurato da sei affermazioni riadattate da Poromatikul et al. (2020) e Chen e Chang (2012), ove tre sono state scartate per motivi di convergenza statistica delle equazioni di misurazione.

Infine, l'intenzione comportamentale (BI) riflette la sollecitudine di un individuo a compiere un determinato comportamento ed è ritenuta un antecedente immediato del comportamento stesso. La BI è misurata da quattro affermazioni riadattate da Kang et al. (2016), Venkatesh e Davis (2000) e Yang et al. (2012).

L'analisi del modello è stata effettuata in due *step* (Anderson e Gerbing, 1988), partendo da un'analisi fattoriale confermativa (CFA) e terminando con un modello ad equazioni strutturali completo (SEM). Per quanto riguarda la prima fase, il modello di misurazione delle variabili latenti testimonia che la scala utilizzata, e quindi gli elementi del questionario proposti, risultano idonei per stimare il modello d'interesse. Infatti, una volta eliminate le affermazioni che non presentavano una significativa convergenza statistica, il modello di misurazione dimostra indicatori di *fit* e di test ottimali

e sopra la soglia della sufficienza. In particolare, il test di sfericità di Bartlett attesta che le variabili sono adeguatamente correlate tra loro (Chi quadro = 22026.803, P-value=0,000). Parallelamente, il test Kaiser-Meyer-Olkin sull'adeguatezza del campionamento presenta un valore di 0,941, superiore quindi alla soglia di sufficienza posta a 0,6. La misura di consistenza interna del questionario, misurata con Alpha di Cronbach, presenta un valore pari a 0,925 (soglia minima pari a 0,6), attestando l'affidabilità della scala di misura nel suo insieme. Allo stesso modo, anche le singole variabili latenti presentano valori ottimali dell'Alpha di Cronbach: 0,89 per le quattro affermazioni sulle norme soggettive, 0,88 per le quattro affermazioni sull'attitude, 0,89 per le tre affermazioni sul controllo comportamentale percepito, 0,84 per le sei affermazioni sul rischio percepito e 0,93 per le quattro affermazioni sull'intenzione di investimento in ECF.

Passando alla seconda fase, ovvero al modello strutturale completo (SEM), i risultati delle stime sulle relazioni tra le variabili latenti e la BI sono riepilogati in Tab. 22 con coefficienti normalizzati.

Tab. 22 – Risultati delle stime del modello strutturale completo

	Std. coeff	Std. error	Z	P>z	Intervallo di confidenza al 95%
Norme soggettive	0.076	0.059	1.290	0.197	[-0.040; 0.191]
Attitude	0.515	0.060	8.640	0.000	[0.398; 0.631]
Controllo comportamentale percepito	0.292	0.039	7.440	0.000	[0.215; 0.369]
Rischio percepito	-0.040	0.022	-1.80	0.072	[-0.083; 0.004]

Fonte: elaborazioni degli autori.

In particolare, si nota che le determinanti psicologiche che influenzano positivamente e significativamente l'intenzione di investire in ECF sono l'*attitude* (A) e il controllo comportamentale percepito (PBC). Ovvero la considerazione positiva che i soggetti possiedono sull'investimento in ECF, la consapevolezza delle proprie capacità su questo specifico ambito ed anche l'istruzione posseduta favoriscono l'intenzione di investire. Al contrario, una percezione soggettiva più marcata sulla rischiosità dell'investimento in ECF tende naturalmente a limitare la propensione a investire. Le norme soggettive, invece, presentano una relazione positiva, ma non significativa, suggerendo che le intenzioni di investire in ECF degli individui non sembrano essere condizionate dalle pressioni sociali o dal giudizio di individui appartenenti al proprio *network* relazionale. Un'ulteriore interpretazione di questa relazione è che l'investimento in ECF non viene percepito dagli individui come uno 'status sociale'. Pertanto, le decisioni di investire in campagne di raccolta di ECF appaiono anticipate da motivazioni comportamentali interiori e/o barriere interiori, quali la disposizione mentale (*attitude*) e il controllo comportamentale percepito, piuttosto che da norme sociali e regole comportamentali informali.

Infine, i risultati delle relazioni appena presentate appaiono consolidati dalle statistiche di bontà di adattamento del modello di stima completo. Infatti, il modello strutturale presenta un errore quadratico medio di approssimazione (Root Mean Squared Error of Approximation, RMSEA) pari a 0,051, un indice di adattamento comparativo (comparative fit index, CFI) pari a 0,975 e un indice Tucker-Lewis (Tucker-Lewis index, TLI) pari a 0,970 (Bentler, 1990; Bentler & Bonett, 1980; Steiger, 1990; Steiger & Lind, 1980; Tucker & Lewis, 1973). Inoltre, i controlli sulla varianza media estratta (Average Variance Extracted, AVE) attestano una adeguata validità discriminante e convergente dei costrutti latenti.

5 Conclusioni

È noto come il rilascio di informazioni condizioni significativamente il comportamento degli individui. Ciò diventa tanto più rilevante quando il comportamento in questione consiste nell'assunzione di una decisione rischiosa, e quando tra chi produce e chi riceve l'informazione esiste un'asimmetria elevata, sia in termini di quantità di informazione veicolata, sia in termini di complessità del suo contenuto, specie nel senso del livello di rischio trasferito/accettato. Ne segue che il tema del rilascio di informazioni/segnali che guidano i comportamenti di investimento è da considerare in modo prioritario nel contesto specifico dell'ECF, dove la dimensione digitale rende veloce ed agevole, da un lato, la *disclosure* dell'informazione e, dall'altro lato, l'attuazione della decisione di investimento, nonché dove i decisori/investitori sono prevalentemente investitori retail definiti anche come una 'folla' (dalla traduzione letterale di *crowd*).

Dalle evidenze empiriche svolte con questa ricerca emerge che gli investitori sono influenzati dalle differenti sorgenti di informazione immaginate nell'esperimento di scelta; quindi, la *cascata informativa* in effetti esiste. Tuttavia, si è ottenuta evidenza che i segnali più seguiti si avvicendano nell'ordine di importanza come segue:

1. coinvolgimento finanziario degli investitori, attivato dal comportamento degli investitori stessi (*segnale di secondo stadio*);
2. *social media*, ovvero numero di media attivati dall'imprenditore per ampliare il *network* delle relazioni sociali collegato all'offerta (*segnale di primo stadio*);
3. numero di investitori professionali, che partecipando alla campagna di ECF (*segnale di secondo stadio*);
4. coinvolgimento finanziario dell'imprenditore (*segnale di primo stadio*);
5. numero di investitori retail, che partecipando alla campagna di ECF (*segnali di secondo stadio*);
6. valutazione degli analisti finanziari, espressa dalla *pre-money* effettuata da esperti (*segnale di stadio intermedio*).

Come è stato discusso in letteratura il senso della cascata informativa consiste nell'immaginare che il flusso di informazioni parta da una sorgente e che, poi, tale flusso si riversi su altre sorgenti che, di seguito, ne attivano altre, e così via. In altri termini, l'esistenza della cascata informativa presuppone che vi sia una *sequenza temporale* chiara dei livelli diversi di informazione attivati. A riflettere bene, quindi, il senso della cascata è che certe fonti si attivano, *prima*, e scatenano le altre, *dopo*. Peraltro, la stessa letteratura ammette che la dimostrazione empirica della presenza della cascata informativa, intesa in questo modo, con evidenze della vita reale, sia molto ardua. Al massimo, dalla letteratura si apprende che sono stati creati degli esperimenti di laboratorio in cui la sequenza temporale può essere osservata e misurata. In effetti, anche nel nostro esperimento di scelta non si è potuto verificare *direttamente* la consecutività temporale delle sorgenti informative considerate per investire in ECF. In realtà, in questo *design* sperimentale si è attuata una distinzione delle fonti di primo, intermedio e secondo stadio, perché ognuna di esse si presume che sia stata attivata/creata prima delle altre. In altri termini, la natura stessa di ognuno dei sei attributi proposti (rappresentativi delle differenti sorgenti d'informazione), ci ha permesso di ipotizzare la presenza di una consecutività (*presunta*): gli attributi sono stati presentati in modo contestuale, senza una consecutività temporale esplicita, ma essi stessi, per la loro natura, si identificano con sorgenti presenti, *prima*, ed altre, *dopo*. È necessario precisare che, grazie all'analisi delle risposte raccolte, l'esperimento ha permesso di stimare la forza di ogni attributo nello stimolare la volontà di investire, e l'ordine di priorità descritto sopra è stabilito dall'importanza di ogni attributo, e non dalla sua consecutività. Tuttavia, la concezione del *design* sperimentale avrebbe permesso, con molta astrazione e semplificazione, di verificare la presenza di una consecutività temporale *presunta*, se avessimo trovato come più intense le forze di influenza associate ai segnali di primo stadio²⁵. In realtà, l'ordine di importanza che è emerso nell'esperimento descritto in questo paper dimostra che gli investitori sembrano classificare le loro fonti di informazione secondo una *gerarchia basata sulla (s)fiducia*, smentendo una cascata informativa riconducibile a una origine temporale dei segnali. Infatti, proprio tenendo conto che nell'ECF possano esistere fenomeni di cattiva condotta²⁶ rappresentate da prenotazioni di sottoscrizioni, poi cancellate, in questo esperimento si è disegnato in modo esplicito e chiaro l'attributo dell'importo del capitale effettivamente versato dagli investitori. Questo rappresenta il coinvolgimento effettivo, provato, degli investitori. Si noti che questo sia l'attributo che ha stimolato più fortemente la volontà di investire. Di seguito, compare l'importanza dei *social*, organizzati dall'imprenditore, ma a dimostrazione che la potenzialità dei canali privati, e paradossalmente meno professionali all'interno di questi, riscuote maggior influenza sull'investimento, rispetto alle altre fonti. Il paradosso estremo di questa non elevata fiducia verso analisi

25 A ben vedere si è consapevoli che questa affermazione potrebbe essere smentita, ad esempio, nell'immaginare un effetto 'valanga' dopo i primi segnali attivati. Essi potrebbero essere in sé deboli, ma aver causato un effetto a catena dove la forza delle sorgenti finali potrebbero essere significativamente più forti delle prime.

26 Ad esempio, da uno studio di Meoli e Vismara (2021) possono emergere comportamenti di azzardo morale, quando proposte di investimento fittizie effettuate durante la campagna sono in grado di manipolare la cascata informativa (e quindi la saggezza della folla) inducendo investitori tardivi a seguire il loro comportamento, per poi ritirare la proposta prima della chiusura della campagna. Per ovviare a questo fenomeno, molte piattaforme di ECF mettono in evidenza le adesioni confermate e irrevocabili.

professionali è raggiunto con l'ultimo livello di importanza dell'informazione *pre-money*. In linea con questa interpretazione di priorità basata sulla *(s)fiducia* appare la sequenza successiva delle altre sorgenti: la presenza di investitori professionali, la quota di equity retention dell'imprenditore e la presenza di altri investitori retail.

In ultima istanza, l'intensità dei tratti che rivelano maggiormente *(s)fiducia* rispetto alle fonti informative -più affidabili e professionali nell'ECF- risulta massima negli individui che presentano livelli minori di educazione finanziaria.

Questo rinforza l'idea conclusiva di questo lavoro che ripropone, seppur con prospettive differenti, la necessità di fornire agli individui meno istruiti strumenti e conoscenze adeguati per poter operare scelte finanziarie consapevoli e più efficaci, valorizzando le informazioni più qualificate ed affidabili per ridurre le asimmetrie informative presenti in questo mercato.

Riferimenti bibliografici

- Ahlers G.K.C., Cumming D., Günther C., Schweizer D. (2015), Signaling in Equity Crowdfunding, in *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 39, no. 4, pp. 955-980
- Ajzen, I. (1988), *Attitudes, personality, and behavior*. Dorsey Press
- Ajzen, I. (1991), The theory of planned behavior, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Volume 50, Issue 2, pp. 179-211, ISSN 0749-5978, [https://doi.org/10.1016/0749-5978\(91\)90020-T](https://doi.org/10.1016/0749-5978(91)90020-T)
- Ajzen, I. (2006), Constructing a TpB questionnaire: Conceptual and methodological considerations <http://people.umass.edu/ajzen/tpb.html> (2006)
- Alevy, J.E., Haigh, M.S. and List, J.A. (2007), Information cascades: evidence from a field experiment with financial market professionals, *The Journal of Finance*, Vol. 62 No. 1, pp. 151-180
- Ali, S., & Ronaldson, S.J. (2012). Ordinal preference elicitation methods in health economics and health services research: using discrete choice experiments and ranking methods. *British medical bulletin*, 103 1, 21-44
- Anderson, J. C., & Gerbing, D. W. (1988). Structural equation modeling in practice: A review and recommended two-step approach. *Psychological Bulletin*, 103(3), 411-423. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.103.3.411>
- Baltussen G. (2009), *Behavioral Finance: An Introduction*, Stern School of Business, pp. 1-43
- Bandura A. (1977), *Social Learning Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nj
- Banerji D., Reimer T. (2019), Start-up Founders and Their LinkedIn Connections: Are Well-Connected Entrepreneurs More Successful?, in *Computers in Human Behavior*, vol. 90, pp. 46-52, <https://doi.org/10.1016/j.chb.2018.08.033>
- Belleflamme P., Lambert T., Schwienbacher A. (2013), Individual crowdfunding practices, in *Venture Capital*, vol. 15, no. 4, pp. 313-333
- Bentler, P. M. (1990). Comparative fit indexes in structural models. *Psychological Bulletin*, 107(2), 238-246. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.107.2.238>
- Bentler, P. M., & Bonett, D. G. (1980). Significance tests and goodness of fit in the analysis of covariance structures. *Psychological Bulletin*, 88(3), 588-606. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.88.3.588>
- Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. (1992), A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change As Informational Cascades, in *Journal of Political Economy*, vol. 100, no. 5, pp. 992-1026
- Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. (1998), Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, no. 3, pp. 151-170

- Bikhchandani S., Sharma S. (2001), Herd Behavior In Financial Markets, *Imf Staff Papers*, International Monetary Fund, vol. 47, no. 3, pp. 279-310
- Boğaçhan, Ç., Shachar K. (2004), Distinguishing Informational Cascades from Herd Behavior in the Laboratory, in *American Economic Review*, vol. 94, no. 3, pp. 484-498
- Camerer C. (1998), Bounded rationality in individual decision making, in *Experimental Economics*, vol. 1, no. 2, pp. 163-183
- Chen, H., Zhao, B., Li, X., Xie R., Li, W. (2021) Nicotine Dependence, Perceived Behavioral Control, Descriptive Quitting Norms, and Intentions to Quit Smoking among Chinese Male Regular Smokers, *Substance Use & Misuse*, 56:1, 145-152, DOI: 10.1080/10826084.2020.1846195
- Chen, M.-F., & Tung, P.-J. (2014). Developing an extended Theory of Planned Behavior model to predict consumers' intention to visit green hotels. *International Journal of Hospitality Management*, 36, 221-230. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2013.09.006>
- Chen, Y. and Chang, C. (2012), 'Enhance green purchase intentions: The roles of green perceived value, green perceived risk, and green trust', *Management Decision*, Vol. 50 No. 3, pp. 502-520. <https://doi.org/10.1108/00251741211216250>
- Coast, J. and Horrocks, S.A., (2007) 'Developing attributes and levels for discrete choice experiments using qualitative methods.', *Journal of Health Services Research and Policy*, vol. 12, no. 1, pp. 25-30
- Colombo M.G., Meoli M., Vismara S. (2019), Signaling in Science-Based Ipos: The Combined Effect of Affiliation With Prestigious Universities, Underwriters, and Venture Capitalists, in *Journal of Business Venturing*, 34, pp. 141-177
- CONSOB (2022), 'Report on financial investments of Italian households. Focus investors', ISSN 2465-1974
- Cumming D.J., Meoli M., Vismara S. (2019), Investors' Choice Between Cash and Voting Rights: Evidence from Dual-Class Equity Crowdfunding, *Research Policy*, vol. 48, no. 8, 103740
- Daly, A., Dekker, T., Hess, S. (2016) Dummy coding vs effects coding for categorical variables: Clarifications and extensions, *Journal of Choice Modelling*, Vol. 21, pp. 36-41, ISSN 1755-5345, <https://doi.org/10.1016/j.jocm.2016.09.005>
- Doherty, O. (2018). Informational cascades in financial markets: review and synthesis. *Review of Behavioral Finance*, 10(1), 53-69
- Drover W., Wood M.S., Corbett A.C. (2018), Toward a Cognitive View of Signalling Theory: Individual Attention and Signal Set Interpretation, in *Journal of Management Studies*, vol. 55, pp. 209-231
- Dubini P., Aldrich H. (1991), Personal and Extended Networks Are Central to the Entrepreneurial Process, in *Journal of Business Venturing*, vol. 6, no. 5, pp. 305-313
- Frid C.J. (2015), The Influence of Financial 'Skin in the Game' on New Venture Creation, in *Academy of Entrepreneurship Journal*, vol. 21, no. 2, pp. 1-14
- Gidron, Y. (2013). Perceived Risk. In: Gellman, M.D., Turner, J.R. (eds) *Encyclopedia of Behavioral Medicine*. Springer, New York, NY. https://doi.org/10.1007/978-1-4419-1005-9_1554
- Gidron, Y. (2013). Perceived Risk. In: Gellman, M.D., Turner, J.R. (eds) *Encyclopedia of Behavioral Medicine*. Springer, New York, NY. https://doi.org/10.1007/978-1-4419-1005-9_1554

- Giudici, G., Guerini M., Rossi-Lamastra C. (2013), Why Crowdfunding Projects Can Succeed: The Role of Proponents' Individual and Territorial Social Capital, <http://ssrn.com/abstract=2255944>
- Grossman S., Stiglitz J. (1976), Information and Competitive Price Systems, in *The American Economic Review*, vol. 66, no. 2, pp. 246-253
- Han, H. Kim, Y. (2010) An investigation of green hotel customers' decision formation: Developing an extended model of the theory of planned behavior, *International Journal of Hospitality Management*, Volume 29, Issue 4, pp. 659-668, ISSN 0278-4319, <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2010.01.001>
- Hauber, A.B., González, J.M., Groothuis-Oudshoorn, C.G.M., Prior, T., Marshall, D.A., Cunningham, C., IJzerman, M.J., Bridges, J.F.P. (2016) Statistical Methods for the Analysis of Discrete Choice Experiments: A Report of the ISPOR Conjoint Analysis Good Research Practices Task Force, *Value in Health*, Volume 19, Issue 4, pp. 300-315, ISSN 1098-3015, <https://doi.org/10.1016/j.jval.2016.04.004>
- Hensher, D.A., Greene, W.H., (2003) 'The Mixed Logit model: The state of practice' *Transportation*, vol. 30, pp.133-176 <https://doi.org/10.1023/A:1022558715350>
- Hirshleifer D., Teoh S. (2003), Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis, in *European Financial Management*, vol. 9, no. 1, pp. 25-66
- Hornuf L., Schwienbacher A. (2018), Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding, in *Journal of Corporate Finance*, vol. 50, pp. 556-574
- Hornuf, L. and Schwienbacher, A. (2014) 'Crowdinvesting – Angel Investing for the Masses?', in: *Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels*, Edward Elgar (Ed. C. Mason and H. Landström)
- Huber, J., & Zwerina, K. (1996). The Importance of Utility Balance in Efficient Choice Designs. *Journal of Marketing Research*, 33(3), 307-317. <https://doi.org/10.1177/002224379603300305>
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, no. 4, pp. 305-360, Issn 0304-405X, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnson, F.R., Lancsar, E., Marshall, D., Kilambi, V., Mühlbacher, A., Regier, D.A., Bresnahan, B.W., Kanninen, B., Bridges, J.F.P., (2013) Constructing Experimental Designs for Discrete-Choice Experiments: Report of the ISPOR Conjoint Analysis Experimental Design Good Research Practices Task Force, *Value in Health*, Vol. 16, no. 1, pp. 3-13, ISSN 1098-3015, <https://doi.org/10.1016/j.jval.2012.08.2223>
- Johnson, R.M. and Orme, B.K. (1996), ' How Many Questions Should You Ask in Choice-Based Conjoint Studies?', Sawtooth Software. Research Paper Series, Sawtooth Software, Inc.
- Jonker, MF, Donkers, B, de Bekker-Grob, E, Stolk, EA. (2018) Attribute level overlap (and color coding) can reduce task complexity, improve choice consistency, and decrease the dropout rate in discrete choice experiments. *Health Economics*. 2019; 28: 350-363. <https://doi.org/10.1002/hec.3846>
- Kahneman D., Tversky A. (1974), Judgement Under Uncertainty: Heuristics and Biases, in *Science*, vol. 185, pp. 1124- 1131
- Kang, M., Gao, Y., Wang, T. and Zheng, H. (2016), 'Understanding the determinants of funders' investment intentions on crowdfunding platforms: A trust-based perspective', *Industrial Management & Data Systems*, Vol. 116 No. 8, pp. 1800-1819. <https://doi.org/10.1108/IMDS-07-2015-0312>

- Leland H.E., Pyle D.H. (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, in *The Journal of Finance*, vol. 32, pp. 371-387
- Löher J. (2017), The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: An Analysis of the Preselection Process, in *Venture Capital*, vol. 19, no. 1-2, pp. 51-74
- Löher J., Schneck S., Werner A. (2018), A Research Note on Entrepreneurs' Financial Commitment and Crowdfunding Success, in *Venture Capital*, vol. 20, no. 3, pp. 309-322
- Louviere, J. and Hensher, D. (1983) 'Using discrete choice models with experimental design data to forecast consumer demand for a unique cultural event', *Journal of Consumer Research*, vol. 10
- Louviere, J. J., & Woodworth, G. (1983). Design and analysis of simulated consumer choice or allocation experiments: An approach based on aggregate data. *Journal of Marketing Research*, 20(4), 350-367. <https://doi.org/10.2307/3151440>
- Louviere, J., Hensher, D., Swait, J., & Adamowicz, W. (2000). *Stated Choice Methods: Analysis and Applications*. Cambridge: Cambridge University Press. doi:10.1017/CBO9780511753831
- Lu, J., Yao, J.E., Yu, C.S., (2005) Personal innovativeness, social influences and adoption of wireless Internet services via mobile technology, *The Journal of Strategic Information Systems*, Volume 14, Issue 3, pp. 245-268, ISSN 0963-8687, <https://doi.org/10.1016/j.jsis.2005.07.003>.
- Lusardi, A. e O.S. Mitchell (2014), The economic importance of financial literacy: theory and evidence, *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5-44
- Mangham LJ, Hanson K, McPake B. How to do (or not to do) ... Designing a discrete choice experiment for application in a low-income country. *Health Policy Plan*. 2009 Mar;24(2):151-8. doi: 10.1093/heapol/czn047. Epub 2008 Dec 26. PMID: 19112071
- Marschak, J., (1960), 'Binary choice constraints on random utility indications.' In Arrow, K. (Ed.) 'Mathematical Methods in the Social Sciences.' Stanford Symposium, Stanford University Press (CA), pp. 312-329
- McFadden, D., (1974) 'Conditional Logit analysis of qualitative choice behaviour.' In Zarembka, P. (Ed.) 'Frontiers in Econometrics.' Academic Press (NY), vol. 4, pp. 106-113
- McFadden, D., and Train, K., (2000) 'Mixed MNL Models for Discrete Response', *Journal of Applied Econometrics*, vol. 15, no. 5, pp. 447-470
- Meoli M., Vismara S. (2021), Information Manipulation in Equity Crowdfunding Markets, in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 67, 101866, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101866>
- Mollick E. (2014), The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study, in *Journal of Business Venturing*, Vol. 29, n. 1, pp. 1- 16, <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Mollick E., Nanda R. (2015), Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts, in *Management Science*, vol. 62, no. 6, pp. 1533-1553, <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2207>
- Nitani M., Riding A., He B. (2019), On Equity Crowdfunding: Investor Rationality and Success Factors, in *Venture Capital*, vol. 21, no. 2-3, pp. 243-272

- Paul, J., Modi, A., Patel, J. (2016) Predicting green product consumption using theory of planned behavior and reasoned action, *Journal of Retailing and Consumer Services*, Volume 29, pp. 123-134, ISSN 0969-6989, <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2015.11.006>
- Pérez-Troncoso, D. (2020) 'A step-by-step guide to design, implement, and analyze a discrete choice experiment', *arXiv: Econometrics*
- Polzin F., Toxopeus H., Stam E. (2017), *The Wisdom of the Crowd in Funding: Information Heterogeneity and Social Networks of Crowdfunders*, in *Small Business Economics*, vol. 50, pp. 251-273
- Poromatikul, C., De Maeyer, P., Leelapanyalert, K. and Zaby, S. (2020), 'Drivers of continuance intention with mobile banking apps', *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 38 No. 1, pp. 242-262. <https://doi.org/10.1108/IJBM-08-2018-0224>
- Rossi A., Vanacker T., Vismara S. (2021), *Equity Crowdfunding: New Evidence from Us and Uk Markets*, in *Review of Corporate Finance*, Vol. 1, No. 3-4, pp. 407-453, <http://dx.doi.org/10.1561/114.00000009>
- Samuelson, P., (1938), 'A note on the pure theory of consumer's behaviour', *Econometrica*, vol. 5, no. 17, pp. 61-71
- Scharfstein D.S., Stein J.C. (1990), *Herd Behavior and Investment*, in *American Economic Review*, vol. 80, pp. 465-479
- Schwiebacher A., Larralde B. (2012), *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in D. Cumming (ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, Oxford, pp. 369-391
- Shane S., Cable D. (2002), *Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures*, in *Management Science*, vol. 48, pp. 364-381
- Simon H.A. (1955), *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *Quarterly Journal of Economics*, The Mit Press, vol. 69, no. 1, pp. 99-118
- Slovic, P. (1987). Perception of risk. *Science*, 236(4799), 280-285. [10.1126/science.3563507](https://doi.org/10.1126/science.3563507)
- Song Y., Vinig T. (2012), *Entrepreneur Online Social Networks-Structure, Diversity and Impact On Start-Up Survival*, in *International Journal of Organisational Design and Engineering*, vol. 2, no. 2, pp. 189-203
- Spence M. (1973), *Job Market Signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, pp. 355-374
- Spence M. (2002), *Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets*, in *American Economic Review*, vol. 92, no. 3, pp. 434-459
- Steiger, H.H., (1990) *Structural Model Evaluation and Modification: An Interval Estimation Approach*, *Multivariate Behavioral Research*, 25:2, 173-180, DOI: [10.1207/s15327906mbr2502_4](https://doi.org/10.1207/s15327906mbr2502_4)
- Steiger, J. H. (2016). Notes on the Steiger-Lind (1980) handout. *Structural Equation Modeling*, 23(6), 777-781. <https://doi.org/10.1080/10705511.2016.1217487>
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981), *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *American Economic Review*, vol. 71, no. 3, pp. 393-410
- Surowiecki J. (2005), *The Wisdom of Crowds*, Anchor Books, New York
- Szinay D, Cameron R, Naughton F, Whitty JA, Brown J, Jones A. *Understanding Uptake of Digital Health Products: Methodology Tutorial for a Discrete Choice Experiment Using the Bayesian Efficient Design*.

J Med Internet Res. 2021 Oct 11;23(10): e32365. doi: 10.2196/32365. PMID: 34633290; PMCID: PMC8546533

- Traets, F., Sanchez, D.G., Vandebroek, M., (2020) 'Generating Optimal Designs for Discrete Choice Experiments in R: The idefix Package', *Journal of Statistical Software*, vol. 96, no. 3
- Train, K.E., (2003), 'Discrete Choice Methods with Simulation', Cambridge University Press, doi:10.1017/cbo9780511753930
- Tucker, L. R., & Lewis, C. (1973). A reliability coefficient for maximum likelihood factor analysis. *Psychometrika*, 38(1), 1–10. <https://doi.org/10.1007/BF02291170>
- Venkatesh, V., Davis, F.D., (2000) A Theoretical Extension of the Technology Acceptance Model: Four Longitudinal Field Studies. *Management Science* 46(2):186-204. <https://doi.org/10.1287/mnsc.46.2.186.11926>
- Vismara S. (2018), Information Cascades among Investors in Equity Crowdfunding, in *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 42, no. 3, pp. 467-497, <https://doi.org/10.1111/etap.12261>
- Vismara S. (2016), Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding, in *Small Business Economics*, vol. 46, no. 4, pp. 579-590, <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>
- Vulkan N., Åstebro T., Sierra M.F. (2016), Equity Crowdfunding: A New Phenomena, in *Journal of Business Venturing Insights*, Elsevier, vol. 5(C), pp. 37-49
- Wang, J., Wang, S., Wang, Y., Li, J. and Zhao, D. (2018), 'Extending the theory of planned behavior to understand consumers' intentions to visit green hotels in the Chinese context', *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 30 No. 8, pp. 2810-2825. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-04-2017-0223>
- Wasiuzzaman, S. and Suhili, N.F. (2023), 'Examination of the success drivers of equity crowdfunding campaigns in Malaysia', *Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies*, Vol. 15 No. 2, pp. 425-446. <https://doi.org/10.1108/JEEE-04-2021-0134>
- Welch I. (1992), Sequential Sales, Learning, and Cascades, in *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 695-732
- Yang, S., Lu, Y., Gupta, S., Cao, Y., Zhang, R. (2012) Mobile payment services adoption across time: An empirical study of the effects of behavioral beliefs, social influences, and personal traits, *Computers in Human Behavior*, Volume 28, Issue 1, pp. 129-142, ISSN 0747-5632, <https://doi.org/10.1016/j.chb.2011.08.019>
- Zwerina, K., Huber, J., Kuhfeld, W.F., (1996) 'A general method for constructing efficient choice designs,' working paper, Fuqua School of Business, Duke University. (Updated version [2005] available at http://support.sas.com/techsup/tnote/tnote_stat.html)

Appendice

1 Esperimento sulle preferenze di investimento in *equity crowdfunding*

1.1 Introduzione all'esperimento

'Le chiediamo qualche minuto del suo tempo per completare il presente questionario volto all'identificazione delle preferenze di investimento nel contesto dell'*equity crowdfunding*.

Si dichiara che i dati raccolti con la presente ricerca verranno utilizzati esclusivamente a scopo di ricerca, in forma anonima e aggregata, in ottemperanza agli obblighi derivanti dal D. Lgs. n. 101/2018 di adeguamento della normativa nazionale al nuovo Regolamento europeo sulla Privacy (GDPR UE 2016/679). Le singole informazioni raccolte non potranno dunque in alcun caso permettere l'identificazione dei soggetti.

Confidando sulla sua collaborazione, il gruppo di ricerca ringrazia anticipatamente.'

1.2 Discrete *Choice* Experiment

Descrizione del contesto:

'Il partecipante all'esperimento si ponga nell'ottica di un investitore che sta confrontando diversi progetti di raccolta in *equity crowdfunding* avviati da *start-up* innovative su piattaforme autorizzate. Si valutino e confrontino le informazioni necessarie fornite dalla piattaforma *online* di *equity crowdfunding* per decidere il proprio investimento. Verranno presentati consecutivamente 7 scenari di scelta. In ciascuno scenario si sarà tenuti a scegliere tra due alternative di investimento (A o B), oppure di non investire. Le alternative di investimento (A o B) **condividono** le seguenti caratteristiche nel corso di tutto l'esperimento:

- *Start-up* innovative
- Sede: Italia
- Settore di *business*: Servizi digitali e high-tech
- Capitale sociale: 10,000 €

Le alternative di investimento differiscono invece tra loro per livelli variabili di queste informazioni:

- % di quota societaria distribuibile ai futuri soci (investitori/azionisti) in caso di completamento della campagna di raccolta;
- valore *pre-money* della *start-up* stimato da analisti e consulenti prima di avviare la campagna di *equity crowdfunding*;
- Numero di investitori professionali presenti (*Business Angels*, *Venture Capital*, *Intermediari finanziari*, ...);
- Numero di investitori retail presenti;

- % di investimento **confermata (pagata)** da parte degli investitori;
- Presenza di un link di collegamento a un **profilo social** attivo della *start-up* su Facebook/Instagram/Twitter/LinkedIn.

Per agevolare la lettura, è stato applicato uno sfondo colorato in scala di viola di diversa tonalità in ogni scenario di scelta per evidenziare le differenze tra i livelli delle alternative proposte (azzurro chiaro per valori più bassi, viola chiaro per valori intermedi e viola scuro per valori più elevati).

Si è pregati di scegliere l'investimento (ipotetico) preferito tra ciascuna coppia di alternative in ogni singolo scenario di scelta, oppure di non investire.

Inizio dell'esperimento: scenari di scelta tra alternative di investimento

Scegliere l'alternativa d'investimento in *equity crowdfunding* preferita. Si precisa che ciascuno scenario di scelta è indipendente dagli altri.

Choice set #1: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:		Investimento A	Investimento B
▪ Start-up <i>innovative</i>	Quota societaria distribuibile agli investitori:	85%	85%
▪ Sede: <i>Italia</i>	Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	10.000 €	1.000 €
▪ Settore di business: <i>servizi digitali e high-tech</i>	Numero di investitori <i>professionali</i> presenti:	5	0
▪ Capitale sociale: <i>10.000€</i>	Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	122	16
	% degli investimenti confermata (pagata) :	100%	100%
	Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Nessuno	Twitter e/o LinkedIn

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #2: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:		Investimento A	Investimento B
▪ Start-up <i>innovative</i>	Quota societaria distribuibile agli investitori:	9%	2%
▪ Sede: <i>Italia</i>	Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	10.000 €	10.000 €
▪ Settore di business: <i>servizi digitali e high-tech</i>	Numero di investitori <i>professionali</i> presenti:	1	0
▪ Capitale sociale: <i>10.000€</i>	Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	16	355
	% degli investimenti confermata (pagata) :	0%	88%
	Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Facebook e/o Instagram	Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #3: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

	Investimento A	Investimento B
Quota societaria distribuibile agli investitori:	2%	9%
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	10.000 €	1.000 €
Numero di investitori professionali presenti:	5	5
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	122	16
% degli investimenti confermata (pagata):	0%	88%
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Twitter e/o LinkedIn	Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #4: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

	Investimento A	Investimento B
Quota societaria distribuibile agli investitori:	2%	9%
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	1.000 €	10.000 €
Numero di investitori professionali presenti:	1	0
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	355	355
% degli investimenti confermata (pagata):	100%	0%
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Facebook e/o Instagram	Twitter e/o LinkedIn

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #5: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

	Investimento A	Investimento B
Quota societaria distribuibile agli investitori:	2%	9%
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	2.000.000 €	2.000.000 €
Numero di investitori professionali presenti:	5	1
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	16	122
% degli investimenti confermata (pagata):	100%	100%
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Twitter e/o LinkedIn	Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #6: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:	
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	
Numero di investitori professionali presenti:	
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	
% degli investimenti confermata (pagata):	
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	

Investimento A	Investimento B
85%	85%
1.000 €	10.000 €
1	0
122	16
88%	88%
Twitter e/o LinkedIn	Facebook e/o Instagram

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #7: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:	
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	
Numero di investitori professionali presenti:	
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	
% degli investimenti confermata (pagata):	
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	

Investimento A	Investimento B
9%	2%
1.000 €	1.000 €
0	0
16	122
0%	88%
Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn	Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #8: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:	
Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	
Numero di investitori professionali presenti:	
Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	
% degli investimenti confermata (pagata):	
Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	

Investimento A	Investimento B
2%	2%
10.000 €	1.000 €
1	0
16	122
88%	0%
Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn	Facebook e/o Instagram

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #9: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:

Valutazione *pre-money* della *start-up*:

Numero di investitori professionali presenti:

Numero di investitori *retail* presenti:

% degli investimenti confermata (pagata):

Presenza di un profilo aziendale sui *social media*:

Investimento A
9%
1.000 €
5
355
88%
Twitter e/o LinkedIn

Investimento B
85%
10.000 €
1
355
0%
Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #10: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:

Valutazione *pre-money* della *start-up*:

Numero di investitori professionali presenti:

Numero di investitori *retail* presenti:

% degli investimenti confermata (pagata):

Presenza di un profilo aziendale sui *social media*:

Investimento A
2%
2.000.000 €
0
16
0%
Nessuno

Investimento B
9%
2.000.000 €
0
122
88%
Facebook e/o Instagram

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #11: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:

- Start-up *innovative*
- Sede: *Italia*
- Settore di business: *servizi digitali e high-tech*
- Capitale sociale: *10.000€*

Quota societaria distribuibile agli investitori:

Valutazione *pre-money* della *start-up*:

Numero di investitori professionali presenti:

Numero di investitori *retail* presenti:

% degli investimenti confermata (pagata):

Presenza di un profilo aziendale sui *social media*:

Investimento A
2%
1.000 €
1
122
0%
Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn

Investimento B
9%
10.000 €
1
16
100%
Twitter e/o LinkedIn

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #12: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:		Investimento A	Investimento B
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Start-up <i>innovative</i> ▪ Sede: <i>Italia</i> ▪ Settore di business: <i>servizi digitali e high-tech</i> ▪ Capitale sociale: <i>10.000€</i> 	Quota societaria distribuibile agli investitori:	9%	9%
	Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	10.000 €	2.000.000 €
	Numero di investitori professionali presenti:	0	5
	Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	122	122
	% degli investimenti confermata (pagata):	100%	0%
	Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn	Nessuno

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #13: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:		Investimento A	Investimento B
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Start-up <i>innovative</i> ▪ Sede: <i>Italia</i> ▪ Settore di business: <i>servizi digitali e high-tech</i> ▪ Capitale sociale: <i>10.000€</i> 	Quota societaria distribuibile agli investitori:	9%	85%
	Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	1.000 €	2.000.000 €
	Numero di investitori professionali presenti:	1	1
	Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	355	355
	% degli investimenti confermata (pagata):	0%	88%
	Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Nessuno	Facebook, Instagram, Twitter, LinkedIn

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

Choice Set #14: quale alternativa d'investimento preferisce tra le seguenti due *start-up*?

Contesto di investimento:		Investimento A	Investimento B
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Start-up <i>innovative</i> ▪ Sede: <i>Italia</i> ▪ Settore di business: <i>servizi digitali e high-tech</i> ▪ Capitale sociale: <i>10.000€</i> 	Quota societaria distribuibile agli investitori:	85%	2%
	Valutazione <i>pre-money</i> della <i>start-up</i> :	2.000.000 €	2.000.000 €
	Numero di investitori professionali presenti:	5	1
	Numero di investitori <i>retail</i> presenti:	355	16
	% degli investimenti confermata (pagata):	100%	88%
	Presenza di un profilo aziendale sui <i>social media</i> :	Facebook e/o Instagram	Twitter e/o LinkedIn

Scelgo di investire in:

- Investimento A Investimento B Non investo

1.3 Domande di controllo finali

Si esprima il proprio grado di accordo/disaccordo con ciascuna delle seguenti affermazioni secondo una scala di gradimento da 1 (pienamente contrario) a 7 (pienamente d'accordo), come da immagine.

Affermazione	Pienamente contrario	Molto contrario	Parzialmente Contrario	Indifferente/ incerto	Parzialmente d' accordo	Molto d' accordo	Pienamente d' accordo
..	1	2	3	4	5	6	7

Social influences (Subjective norms: adattate da Lu et al., 2005)

1. SN1: Le persone che hanno un'influenza sul mio comportamento pensano che debba investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding*. (*People who influence my behaviour think that I should invest in equity crowdfunding*)
2. SN2: I miei amici ritengono che debba investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding*. (*My friends think that I should invest in ECF*)
3. SN3: Le persone intorno a me che investono in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* godono di un miglior prestigio rispetto a chi non lo fa. (*People around me who invest in ECF have more prestige than those who do not*)
4. SN4: Le persone che investono in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* godono di un alto profilo. (*People who invest in ECF have a high profile*)
5. SN5: Investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* è considerato uno status symbol tra i miei conoscenti. (*Investing in ECF is considered a status symbol among my friends*)

Attitude (Adattate da Wang et al., 2018)

6. AT1: Investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* può rendermi contento. (*Investing in prospective start-ups via ECF can make me feel happy*)
7. AT2: Investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* è una buona cosa. (*It's good to invest in start-ups through ECF*)
8. AT3: Vorrei fare del mio meglio per investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* (*I would like to do my best to invest in start-ups via ECF*)
9. AT4: Vorrei incoraggiare le persone attorno a me ad investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* (*I would like to encourage people around me to invest in start-ups via ECF*)

Perceived Behavioural Control (adattate da Chen, Yao and Li, 2019; Ajzen, 2006)

10. PBC1: Se voglio acquisire quote di *start-up* tramite *equity crowdfunding*, sono capace di farlo agevolmente da solo. (*If I want to buy ECF shares in a start-up, I can easily do it so*)
11. PBC2: Ho le conoscenze necessarie per acquisire quote di *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* (*I have the knowledge to buy ECF shares in a start-up*)

12. PBC3: Sono convinto di essere in grado di selezionare un progetto di *equity crowdfunding* su cui investire. (*I am confident that I will be able to select an ECF project to invest in*)
13. PBC5: Spetta principalmente a me decidere di investire in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding* oppure no. (*It is mostly up to me whether or not to invest in start-ups via ECF*)

Investment experience (Munnukka et al., 2017; Brilianti & Lutfi, 2020; Hilgert et al., 2003; Abreu and Mendes, 2012;)

14. EXP1: Ha mai investito in *equity crowdfunding*? (dummy)
15. EXP2: Da quanti anni investe in *equity crowdfunding*? (i) Non ho mai investito; (ii) meno di 1 anno; (iii) 1 anno; (iv) 2 anni; (v) tra 3 e 5 anni; (vi) tra 6 e 9 anni; (vii) 10 anni (viii) oltre 10 anni.

Perceived Risk (Poromatikul et al., 2020; Chang et al., 2012; Chen, 2012)

16. PR1: Se investo in *start-up* innovative tramite *equity crowdfunding*, posso subire delle perdite monetarie. (*If I invest in ECF, I may suffer a monetary loss*)
17. PR2: Sono consapevole dei rischi associati all'investimento in *equity crowdfunding* (*I am confidently aware of the risks associated with ECF*)
18. PR3: Ritengo rischioso investire in *equity crowdfunding*. (*I think ECF is risky*)
19. PR4: Vi è un rischio considerevolmente maggiore nell'investire in *equity crowdfunding*, piuttosto che nel mercato azionario. (*There is a considerable risk in investing in ECF, rather than stock market*)
20. PR5: Vi è un rischio considerevolmente maggiore nell'investire in *equity crowdfunding*, piuttosto che nel mercato obbligazionario. (*There is a considerable risk in investing in ECF, rather than bond*)
21. PR6: Nel complesso, considerati congiuntamente tutti gli elementi, investire in *equity crowdfunding* è rischioso. (*on the whole, considering all factors combined, it is very risky if I invest in ECF*)

Behavioural intention (WTI, come da Kang et al., 2016): (adattato da Venkatesh and Davis (2000); Yang et al., 2012)

22. INT1: Ipotizzando di avere risparmi da parte, intendo investire una parte in *equity crowdfunding*.
23. INT2: Assumendo di aver valutato attentamente i progetti delle campagne di raccolta, intendo investire in *equity crowdfunding*.
24. INT3: Una volta individuato un progetto di raccolta convincente, prevedo di investire i miei risparmi in *equity crowdfunding*.
25. INT4: La probabilità che investa in una campagna di raccolta mediante una piattaforma di *equity crowdfunding* è elevata. (adattato da Kim et al., 2012)

Investment Behaviour (Sivaramakrishnan, S., Srivastava, M., Rastogi, 2017): (Teerthaana and Lysander Manohar, 2021)

26. UB1: Quanti investimenti in *equity crowdfunding* ha già fatto in vita sua? *How many ECF investments have you made in your life?* (i) Nessuno; (ii) Uno; (iii) Due; (iv) compreso tra 3 e 5; (v) compreso tra 6 e 9; (vi) compreso tra 10 e 20; (vii) compreso tra 21 e 30; (viii) compreso tra 31 e 40; (ix) compreso tra 41 e 50; (x) più di 50. (*scala riadattata dal livello degli investitori in Mamacrowd*)

1.4 Domande sull'inflazione

Numeracy

1. Il 10% di 1.000 euro è uguale a:
 - a. 100 euro
 - b. 10 euro
 - c. 110 euro

Conoscenze di base

2. L'inflazione è l'aumento del prezzo di beni/servizi?
 - a. Vero
 - b. Falso
3. Cos'è la deflazione?
 - a. la diminuzione dei prezzi di beni e servizi nel tempo
 - b. l'aumento dei prezzi di beni e servizi nel tempo
 - c. un calo del mercato azionario
4. Cos'è la stagflazione?
 - a. contemporanea presenza di alti tassi di inflazione, bassa crescita economica ed elevati tassi di disoccupazione
 - b. contemporanea presenza di alti tassi di inflazione, crescita economica ed elevati tassi di occupazione
 - c. contemporanea presenza di alti tassi di inflazione e elevati tassi di interesse
5. Qual è l'indice che misura l'inflazione?
 - a. CPI (consumer price index o indice dei prezzi al consumo)
 - b. il PIL (prodotto interno lordo)
 - c. il reddito disponibile
 - d. non esistono indici che misurano l'inflazione
6. Immagini di aver risparmiato 200 euro che conserva in un salvadanaio. Supponga che l'inflazione sia 2% all'anno. Tra un anno, con i suoi 200 euro potrà comprare...
 - a. ... meno di quanto potrebbe comprare oggi
 - b. ... più di quanto potrebbe comprare oggi
 - c. ... le stesse cose che potrebbe comprare oggi
7. Se ho 10.000 euro sul conto corrente e l'inflazione è al 10%, dopo un anno il valore reale dei miei soldi sarà pari a:
 - a. 9.000 euro
 - b. 10.000 euro
 - c. 10.100 euro
8. In presenza di inflazione gli strumenti finanziari più esposti a una perdita di valore sono:
 - a. i titoli a tasso fisso
 - b. i titoli a tasso variabile
 - c. il conto corrente
 - d. i titoli indicizzati all'inflazione

Conoscenze più avanzate

9. Se il tasso di interesse reale è cresciuto al 5% e il tasso di interesse nominale al 9 % quale è all'incirca il tasso di inflazione?
- 4%
 - 4%
 - 14%
 - 14%
10. Che cosa sono i titoli a reddito fisso?
- titoli che danno diritto a un flusso prefissato di pagamenti futuri
 - titoli che danno diritto a un flusso variabile di pagamenti futuri
 - titoli che danno diritto a un unico pagamento a scadenza
11. In caso di elevata inflazione è più probabile che...
- ...la banca centrale alzi i tassi di interesse
 - ...la banca centrale abbassi i tassi di interesse
 - ...la banca centrale aumenti l'offerta di moneta

Aspettative

12. Il tasso di inflazione per il 2022 è pari al 7%. Quale tasso di inflazione si aspetta per il 2023?
(risposta aperta; in %)
13. Quale tasso di inflazione si aspetta per il 2024?
(risposta aperta; in %)

1.5 Domande di conoscenze finanziarie

Conoscenze effettive nozioni

1. La seguente informazione: 'In generale, investimenti che offrono rendimenti più elevati tendono ad essere più rischiosi degli investimenti che offrono rendimenti più bassi', secondo Lei, è vera o falsa?
- Vera
 - Falsa
 - Non saprei
 - Preferisco non rispondere
2. Immagini che il tasso di interesse sul suo conto di risparmio sia pari all'1% all'anno e che l'inflazione sia pari al 2% all'anno. Tra un anno, con il denaro depositato sul suo conto di risparmio lei potrà comprare...
- Di più di quanto potrebbe comprare oggi
 - Esattamente quanto potrebbe comprare oggi
 - Meno di quanto potrebbe comprare oggi
 - Non saprei
 - Preferisco non rispondere
3. Supponga di depositare €100 in un conto di risparmio con un tasso di interesse del 2% all'anno e di non prelevare mai né il denaro inizialmente versato né gli interessi maturati. Dopo 5 anni, quanto ci sarà sul conto (senza considerare le imposte)?
- Più di €102
 - Esattamente €102

- c. *Meno di €102*
 - d. *Non saprei*
 - e. *Preferisco non rispondere*
4. In generale, quando un investitore distribuisce il proprio capitale fra differenti strumenti finanziari, il rischio di perdere il denaro investito ...
- a. *...aumenta*
 - b. *...diminuisce*
 - c. *...rimane stabile*
 - d. *Non saprei*
 - e. *Preferisco non rispondere*
5. La seguente affermazione: 'Un mutuo a 15 anni generalmente implica rate mensili più alte ma interessi totali pagati più bassi rispetto a un mutuo a 30 anni', secondo Lei, è vera o falsa?
- a. *Vera*
 - b. *Falsa*
 - c. *Non saprei*
 - d. *Preferisco non rispondere*

Conoscenze effettive intermedie

Per ciascuna delle seguenti definizioni indichi la nozione di rischio corrispondente:

- a. *Rischio di non riuscire a disinvestire rapidamente o senza perdere molto*
- b. *Rischio che l'emittente fallisca*
- c. *Rischio che il valore dell'investimento si riduca a causa dell'andamento del mercato*
- d. *Rischio di credito*
- e. *Rischio di mercato*
- f. *Rischio di liquidità*
- g. *97. Non saprei*
- h. *99. Preferisco non rispondere*

- 13** – luglio 2024 **Il crowdfunding made in Italy**
Un'indagine conoscitiva
V. Caivano, C. Lucarelli, F.J. Mazzocchini, P. Soccorso
- 12** – febbraio 2024 **Dimensionality reduction techniques to support insider trading detection**
Consob - Scuola Normale Superiore di Pisa
- 11** – dicembre 2022 **A machine learning approach to support decision in insider trading detection**
Consob - Scuola Normale Superiore di Pisa
- 10** – luglio 2022 **How Covid mobility restrictions modified the population of investors in Italian stock markets**
Consob - Scuola Normale Superiore di Pisa
- 9** – giugno 2022 **L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management**
N. Linciano, V. Caivano, D. Costa, P. Soccorso, T.N. Poli, G. Trovatore; in collaborazione con Assogestioni
- 8** – aprile 2021 **La portabilità dei dati in ambito finanziario**
A cura di A. Genovese e V. Falce
- 7** – settembre 2020 **Do investors rely on robots?**
Evidence from an experimental study
B. Alemanni, A. Angelovski, D. Di Cagno, A. Galliera, N. Linciano, F. Marazzi, P. Soccorso
- 6** – dicembre 2019 **Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori**
Evidenze da un'analisi qualitative
M. Caratelli, C. Giannotti, N. Linciano, P. Soccorso
- 5** – luglio 2019 **Marketplace lending**
Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?
A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi
- 4** – marzo 2019 **Financial Data Aggregation e Account Information Services**
Questioni regolamentari e profili di business
A. Burchi, S. Mezzacapo, P. Musile Tanzi, V. Troiano

- 3** – gennaio 2019 **La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari**
*Gruppo di lavoro Consob, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi,
Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona*
- 2** – dicembre 2018 **Il FinTech e l'economia dei dati**
Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici
Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori
E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli
- 1** – marzo 2018 **Lo sviluppo del FinTech**
Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale
C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza