



CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN  
**MANAGEMENT & INFORMATION TECHNOLOGY**

**ECONOMIA E DIREZIONE DELLE AZIENDE PUBBLICHE**

*XV Ciclo – Nuova Serie (XXIX Ciclo)*

**TESI DI DOTTORATO IN**

**IL NUOVO ASPETTO DELLA RACCOLTA FONDI: CAMBIAMNETI NEL  
FINANZIAMENTO E NELLA GUIDA DEI BISOGNI SIA  
IMPRENDITORIALI CHE SOCIALI.**

*Coordinatore*

**CHIAR. MO PROF.**

**ANDREA DE LUCIA**

*Tutor*

**CHIAR. MO PROF.**

**ROBERTO PARENTE**

*Dottorando*

MATR. 8887600018

**EZIO MARINATO**

A.A. 2016/2017

## ***Introduzione***

---

### Capitolo 1

1.1 Framework Teorico ed aspetti da investigare

1.2 La review della letteratura

*1.2.1 Social Impact*

*1.2.2 Social Innovation*

*1.2.3 La Social Finance: fare meglio per fare bene.*

*1.2.4 Il meccanismo dell'Impact Investing*

*1.2.5 Il fenomeno del Crowdfunding*

### Capitolo 2

2.1 Criticità della Finanza così come la conosciamo

2.2 Criticità di Istituzioni ed Imprese nell'individuare soluzioni a problem

2.3 Il concetto del "creating shared value" e nuovi orizzonti di Finanza e Capitalismo

### Capitolo 3

3.1 La Metodologia

3.2 Data Collection e Data Analysis

3.3 Un caso di studio significativo: Paulownia Social Project

3.5 Risultati e comparazione con il framework teorico.

### Conclusioni

### Bibliografia

## ***Abstract***

---

### ***Il nuovo aspetto della raccolta fondi: cambiamneti nel finanziamento e nella guida dei bisogni sia imprenditoriali che sociali.***

#### **Stato dell'arte/Review della letteratura**

##### *Social Impact*

L'interesse tra gli studiosi sull'impatto sociale sta crescendo sempre più rapidamente, a causa degli odierni cambiamenti del quadro imprenditoriale e delle attività di business. Prendendo le necessarie differenze, lo studio sui nuovi movimenti emergenti dell'imprenditoria sociale e gli antecedenti teorici di Shaw e Carter (2007) hanno sottolineato come la nuova forma delle imprese sociali tende a caratterizzarsi verso una dimensione *for profit*. Questo punto di vista è concorde con quello espresso da Porter e Kramer (2011) circa l'idea di una reinvenzione del capitalismo verso una struttura caratterizzata da imprese di forma intorno al concetto di creazione di valore condiviso, per sbloccare la prossima ondata di *business innovation* e di crescita. *Tout court*, non c'è più bisogno di un trade-off tra profitti e esigenze sociali. Ciò ha determinato un nuovo modo di intendere e misurare l'impatto delle attività a fini di lucro sulla società.

Il Comitato internazionale sulle linee guida e principi per la valutazione di impatto sociale (ICGP), nel 2003, ha definito l'impatto sociale come "la conseguenza sulle popolazioni umane di tutte le azioni pubbliche o private che alterano i modi in cui le persone vivono, lavorano, giocano, si relazionano l'uno con l'altro, si organizzano per soddisfare le loro esigenze e in generale cooperano come membri della società. Il termine comprende anche l'impatto culturale che coinvolge le modifiche alle norme, valori e credenze che guidano e razionalizzano la cognizione di se stessi e della società". Secondo Sloatveg et al. (2001) e Estévez et al. (2013), l'impatto sociale potrebbe essere decostruito in due concetti principali: i cambiamenti sociali e gli impatti umani. I due concetti sono fortemente correlati attraverso una relazione causale, che colpisce i processi decisionali così come la capacità di catturare e misurare l'impatto sociale stesso, a causa di criteri sociali che possono essere sia positivi che negativi, a seconda delle percezioni mutevoli (Burdge & Vanclay, 1995; Vanclay, 2002).

L'impatto sociale riguarda gli outcome che hanno colpito una comunità specifica in termini di prestazioni sociali che potrebbero essere tradotte nel valore sociale diffuso; ciò riguarda il risultato delle attività delle imprese sociali sui loro stakeholder. In contraddizione con i valori finanziari, quelli sociali sono qualitativi e meno rigorosi, ciò implica che l'impatto sociale potrebbe non essere facile da misurare (Bull, 2007; Nicholls, 2009; Arvidson et al, 2010; Lane e Casile, 2011; Barraket e Yousefpour, 2013). Tuttavia, Bagnoli e Megali (2011) sostengono che esiste una forte relazione tra input e processi organizzativi di imprese ed output e outcome che identifica l'impatto sociale.

## *Impact Investing*

L'attenzione sull'impatto sociale è anche il fattore chiave della tendenza attuale nel settore finanziario, che si concentra sulla promozione di forme di Impact Investing o altri meccanismi di investimento finanziario che potrebbero produrre sia rendimenti finanziari e sociali (Harji & Jackson, 2012; Louche et al. 2012, Höchstäder & Schek, 2015; Nicholls, 2010).

Impact Investing è un fenomeno piuttosto nuovo, la cui definizione è fortemente legata alla possibilità di creare un impatto sociale, nonché un ritorno finanziario sull'investimento (Clarkin & Langioni, 2015) facendo corrispondere scopi filantropici, azioni di governo e gli investimenti *profits oriented* (Freireich & Fulton, 2009). C'è un *trait d'union* tra impatto sociale e Impact Investing, poiché quest'ultimo mira a raggiungere obiettivi in ambo i campi economici e sociali, utilizzando modelli finanziari di investimento con le caratteristiche della social responsibility e focalizzandosi sulla creazione di impatto sociale o ambientale positivo. La letteratura corrente (Freireich & Fulton, 2009; Nicholls, 2010; Harji & Jackson, 2012; Louche et al, 2012; Martin, 2013; Clarkin & Langioni, 2015; Höchstäder & Schek, 2015) si sta muovendo verso la creazione di una definizione unitaria delle differenti manifestazioni conosciute di impact sotto il cappello di finanza sociale, social impact investing, o blended value investing, e tutti gli strumenti di finanziamento creati per ottenere sia rendimenti sociali che finanziari (Bagwell, 2012). Short, Moss & Lumpkin (2009) hanno identificato le opportunità riservate dall'impact investing nella Ricerca per espandere il ruolo delle azioni di finanziamento e per cercare di trovare nuovi modi per finanziare le imprese sociali. In realtà, seguendo l'evoluzione dalla responsabilità sociale dell'impresa verso l'innovazione sociale, la crescita dell'imprenditoria sociale, nel senso di uno sforzo organizzato per individuare soluzioni ai problemi sociali, sta attraversando una fase di maturazione che apre nuove frontiere per la comunità di finanziamento (Clarkin & Cangioni, 2015). Questo è fortemente legato ad un "cambiamento nel capitalismo", descritto da Porter & Kramer (2011) nel loro studio "Creating Shared Value", che mostra un nuovo modo di approcciarsi alle imprese orientate al profitto che dovrebbero anche essere orientate al soddisfacimento di necessità sociali e ambientali. Così, questo nuovo settore emergente ha iniziato a creare una rete e metriche per misurare il suo valore attraverso la misurazione dell'impatto sociale, che di solito è visto come una variabile qualitativa (Jackson, 2013; Clarkin & Cangioni, 2015). La necessità di una misura dell'impact investing attraverso la misurazione dell'impatto sociale, è stato appena soddisfatto dall'Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) e dal Global Impact Investing Rating System (GIIRS), un omologo dei sistemi di rating Standard and Poors o Morningstar, che utilizzano un insieme comune di indicatori per misurare le prestazioni sociali (Jackson, 2013).

La possibilità di dare una misura dell'impatto, la nuova generazione di imprenditori socialmente esperti che stanno lanciando ventures in tutta una serie di regioni e settori, il governo a corto di liquidi (Bugg-Levine & Emerson, 2011) sono le ragioni dietro la creazione di un gran numero di fondi di impact investing (Höchstäder & Schek, 2015).

## *Crowdfunding*

Il Crowdfunding ha recentemente attirato l'attenzione di studiosi e professionisti come strumento finanziario eccezionale. A causa della sua natura evolutiva, dalla sua nascita questo meccanismo finanziario ha sperimentato molti cambiamenti, tutti con un driver comune: la capacità di adattare il modello crowdfunding a molti campi diversi.

Dall'analisi della letteratura corrente, ciò che emerge è la mancanza di attenzione sia sul ruolo dell'impatto sociale del crowdfunding e che di quello della social vocation di un progetto di finanziamento nell'influenzare il risultato di una campagna di crowdfunding.

Da un lato, Landström (2003) sostiene che la carenza di capitale rappresenta la barriera più alta da superare per ogni start-up. Le difficoltà, infatti, aumentano quando il sub-pilastro finanziario, in un sistema regionale specifico, non è efficace. Questo porta alla necessità di ricercare strumenti finanziari alternativi che potrebbero essere considerati come un complemento o un sostituto del meccanismo di investimento tradizionale (Wright et al., 2006).

D'altra parte, la rivoluzione del Crowdsourcing (Howe, 2006) e le piattaforme tecnologiche hanno avviato un processo di disintermediazione che ha cambiato le dinamiche delle economie di integrazione (Piller et al., 2004) tra i principali tipi di utenti e produttori. Il Crowdsourcing sta influenzando i processi di innovazione, attraverso un meccanismo di interazione tra fornitori e “*seekers*” di risorse strategiche. All'inizio le risorse strategiche coinvolte in questa interazione sono state principalmente le risorse basate sulla conoscenza, ma al giorno d'oggi le risorse finanziarie stanno diventando un aspetto rilevante del crowdsourcing, grazie al crowdfunding.

Negli ultimi anni, il crowdfunding sta emergendo come uno strumento di finanziamento e di raccolta fondi diffuso, che permette di trasformare un vasto pubblico di clienti in investitori (Schwienbacher & Larralde 2010; Ordanini et al, 2011; Belleflamme et al, 2014). Questi autori sono d'accordo con l'idea che il crowdfunding si basa su diversi elementi che potrebbero essere macro-classificati in: web, capitale sociale (relazionale)(Bourdieu, 1985), risorse finanziarie ed, in effetti, crowdsourcing (Poetz & Schreier, 2012). La necessità di alimentare una forte e vasta comunità evidenzia la struttura di rete sociale del crowdfunding, ma, come sostiene Mollick (2014), questo veicolo di investimento trova le proprie origini nell'evoluzione della micro-finanza (Morduch, 1999). Il crowdfunding è un veicolo di finanziamento che abbraccia diversi contesti così come quelle sociali, civili e accademici (Giannola e Riotta, 2013; Davies, 2014). Collega letteralmente gli imprenditori con i potenziali finanziatori, o meglio, con le persone che possono fornire capitale finanziario (Wheat et al, 2013; Marlett, 2015).

Secondo studi precedenti, il crowdfunding interviene come fattore motivazionale crowdwork (Greber et al, 2012;.. Miglietta et al, 2013) che permette di superare le barriere legate alla prossimità ed al credit-crunch (Freund, 2012). Questo è possibile grazie alle piattaforme di intermediazione internet-based, che fungono da luogo di mercato dove è

possibile raccogliere e incanalare i capitali privati sbloccati sparsi, per sostenere idee imprenditoriali, diminuendo il peso della prossimità geografica nel processo di innovazione (Agrawal et al. , 2011).

Il Crowdfunding potrebbe essere classificato in due macro-aree: token crowdfunding e investing crowdfunding (Schweinbacher & Larralde, 2010). Il Token crowdfunding comprende le diverse espressioni della donation crowdfunding, che è un modello basato sulla donazione - vale a dire campagna charity di raccolta fondi online. Invece, l'investing crowdfunding può essere ulteriormente suddiviso in investimento passivo e investimento attivo. L'investimento passivo racchiude i modelli lending-based e reward-based, che si differenziano l'un l'altro dal tipo di ritorno previsto per gli investitori. L'investimento attivo, in sostanza, definisce il modello di tipo equity, la più importante manifestazione del crowdfunding per le piccole e medie imprese. Guardando un contesto generalizzato, il crowdfunding, nel complesso, agisce in direzioni diverse ma correlate: fornitura di risorse finanziarie, offre approfondimenti di mercato, permette alle piccole e medie imprese di avvicinarsi al capitale di rischio (Wardrop et al, 2015). Così, il crowdfunding rappresenta un mercato di finanza alternativa. Seguendo le peculiarità descritte, l'investing crowdfunding potrebbe essere considerato come un sottoinsieme di crowdfunding che potrebbe facilmente essere definito come crowdfunding. Il Crowdfunding permette alle persone di rispondere direttamente all'esigenza di risorse finanziarie espressa da un progetto imprenditoriale. Quindi, gli studi sono finalizzati principalmente a capire quali fattori hanno portato una campagna di crowdfunding verso il successo, a prendere le misure dal lavoro sulla raccolta di fondi in un contesto di capitale di rischio (Macmillan 1986 Baum & Silverman, 2004, Dushnitsky, 2009). Alcuni autori (Mollick, 2014;. Agrawal et al, 2010) hanno notato un impatto rilevante dei segnali di qualità, dei legami di rete sociale, di obiettivi appropriati e di un'attenta pianificazione per il successo di una campagna. Inoltre, l'esperienza di crowdfunding civico in alcuni paesi europei (Gray, 2013; The Economist, 2013; Hollow, 2013; Davies, 2014) ha mostrato come la probabilità di produrre diffusi benefici sociali catalizza persone al fine di finanziare progetti e di raggiungere l'atteso obiettivo di finanziamento. Così, l'elemento sociale sembra essere cruciale al pari di quelli sopra citati.

Guardando il modello di equity crowdfunding, questa influenza espressa dalla vocazione sociale sembra essere chiara, a meno che gli studiosi non vogliano rivolgere l'attenzione alle imprese sociali.

Andando in profondità della fonte di bisogno finanziario, considerando la composizione di una comunità - fatta da persone con esigenze diverse - le istituzioni imprenditoriali e finanziarie devono affrontare una grande varietà di formulazione di intenti, così da essere influenzate da una moltitudine di attori, secondo la stakeholder theory. Tutti questi individui potrebbero essere raggruppati in numerose nicchie che il crowdfunding sembra essere in grado di coinvolgere, a seguito della prova della applicazione della teoria della coda lunga (Anderson, 2004).

Così, il crowdfunding rappresenta un nuovo meccanismo di raccolta fondi incorporato nell'innovazione finanziaria (Moenninghoff & Wieandt, 2013), che opera per produrre innovazioni convergenti (Dubé et al., 2014). Ovvero, una innovazione che produce outcomes sia economici che sociali (umani). Questi aspetti chiariscono la crescente attenzione da parte degli studiosi e operatori su questo strumento finanziario. Anche i Governi sono interessati al crowdfunding, il Governo degli Stati Uniti, per esempio, è stato il primo che ha posto la propria attenzione su questo nuovo veicolo di investimento, per comprendere il potenziale interiore rappresentato da crowdfunding per le nuove imprese emergenti. Un Governo come quello italiano ha deciso di studiare il fenomeno e emanato regolamenti per il crowdfunding. U.S.A., India e Turchia si stanno muovendo nella stessa maniera (Bruton et al., 2014).

### *Social Innovation*

L'innovazione sociale è un concetto ampio difficile da definire, in ogni caso, guardando il suo obiettivo principale, potrebbe essere espresso come l'ensemble di attività e comportamenti innovativi, per obiettivi sociali, orientati alla creazione di valore condiviso (Austin et al, 2006; Brooks, 2009; Mair e Marti, 2006). Sondando a fondo la letteratura, potremmo cercare di tracciare un trait d'union con le teorie di co-produzione e co-creazione. La Letteratura spesso utilizza entrambi i termini come sinonimi, ma Voorberg et al. (2014), con riferimento all'innovazione sociale, ha cercato di individuare una definizione univoca dei concetti sopra citati. Voorberg e i suoi colleghi hanno analizzato un data set e, anche se hanno trovato una base comune per la creazione collaborativa di valore, evidenziano tre tipi di politiche di co-creazione / coproduzione. Nelle organizzazioni orientate ai servizi, i partecipanti, trattati come partner sono: co-esecutori; co-progettista; co-iniziatori. Così, co-creazione e co-produzione sono fortemente correlati. La loro conclusione è molto vicina alla definizione di un concetto che guarda a imprese, l'industria, attori / soggetti interessati come membri che lavorano insieme in un sistema che crea valore (Normann e Ramirez, 1993). L'idea di una "riconfigurazione dei ruoli e dei rapporti tra questa costellazione di attori al fine di mobilitare la creazione di valore in nuove forme e nuovi giocatori" (Normann e Ramirez, 1993, pag. 66). Così, a seguito della revisione della letteratura sull'innovazione sociale, la collaborazione all'interno di una pluralità di attori, come avviene in una dimensione ibrida sintetizzata dal Quadruple Helix Model, è una fonte di innovazione sociale che è, per definizione, un processo creativo collettivo condiviso da una pluralità di attori, i cui effetti positivi colpiscono l'intera società.

**Purpose/thesis** – Facendo seguito alle evidenze emerse in sede di literature review, l'autore ha notato un divario nello studio dei processi di finanziamento alle imprese e pubblica amministrazione, che operino al fine di produrre un impatto sociale. Tutta la ricerca si propone di analizzare il nuovo strumento finanziario emergente, noto come crowdfunding, con lo scopo di capire e spiegare come collabora con i principali meccanismi finanziari tradizionali

utilizzati dalle imprese (imprese sociali) e Pubblica Amministrazione. Il focus è posto sul crowdfunding e sull'impatto della vocazione sociale sul successo di una campagna di crowdfunding. Nel corso di uno studio circa l'esperienza di start-up, di fondi di impact investing e venture philanthropy, l'autore ha concentrato la sua attenzione sull'importanza della creazione di valore condiviso e della vocazione sociale nel condurre una campagna di crowdfunding di successo.

Questo scopo principale, ha trovato la sua ragione di ricerca nella crisi del Welfare State e nei cambiamenti del contesto socio-economico, che ha messo la Pubblica Amministrazione faccia a faccia con gli stakeholder oggetto della sua attività. Queste condizioni hanno evidenziato, in primo luogo, le esigenze delle PA di ingrandire il proprio modello partecipativo (Panozzo, 2005), in secondo luogo, il trait d'union tra istituzioni pubbliche e "produttori" nell'indirizzare outcomes positivi (Botti e Vesci, 2009). Questi, chiaramente, sono cambiamenti che assumono la forma di innovazioni che vengono raccolte dai nuovi veicoli imprenditoriali e finanziari, destinatari dei processi di outsourcing della PA e deprivate della qualifica no-profit (Young, 2006). Questo è importante, soprattutto, per la manifestazione di processi di co-creazione e modelli di collaborazione.

Secondo la review della letteratura e guardando al core della tesi, questo vuol dire che il crowdfunding si sta muovendo verso forme di impact investing.

**Methodology** - La novità del tema, così come la mancanza di dati certi e vari, la "giovinezza" del fenomeno analizzato e, inoltre, la natura esplorativa della ricerca, hanno spinto l'autore a scegliere un approccio di caso di studio (Yin, 2009).

Per essere chiari, l'obiettivo dell'autore è quello di identificare e comprendere un fenomeno specifico, relativamente nuovo in letteratura. Pertanto, la ricerca è concepita come un'indagine qualitativa e epistemologica con un approccio olistico. L'autore ha costruito un singolo caso di studio di ricerca, prendendo in prestito gli elementi e la caratterizzazione della grounded theory (Strauss & Corbin, 1990, 1998, 2006; Charmaz, 2006).

Eisenhardt (1989) spiega che uno o più casi sono utili per sviluppare teorie su alcuni argomenti specifici. A causa del quadro attuale, potrebbe essere utile seguire uno sviluppo induttivo della teoria che aspira a riconoscere e descrivere l'esistenza di un fenomeno (Siggelkow, 2002; Siggelkow, 2007). Attraverso un esercizio concettuale e una domanda concettuale (Siggelkow, 2002; Siggelkow, 2007), l'autore ha iniziato una ricerca case-based, le cui evidenze empiriche sono raccolte attraverso l'osservazione dei partecipanti (Burgess, 2002), studiando un singolo caso.

Nel tentativo di rafforzare questa ipotesi, guardando un singolo caso, si lanciano le basi per la ricerca di un significato e di dare un senso al fenomeno osservato, in una prospettiva locale e contestuale (Burgess, 2002).

All'inizio, l'autore esamina il crowdfunding nel complesso, poi si concentra sul modello di crowdfunding equity e civico, che è il cuore di questo lavoro, guardando tutti i sotto-modelli di crowdfunding, soprattutto equity, considerando



che molti paesi europei sono tendenti alla regolamentazione dell'equity crowdfunding, quale strumento utile a fornire capitale alle PMI. Infatti, dopo l'esperienza italiana sulla regolamentazione dell'equity crowdfunding (decreto legge "Crescita 2.0", convertito in legge nel 2012), gli altri paesi europei si stanno muovendo, allo stesso modo, verso la progettazione di una regolamentazione specifica. Poi, l'autore è andato in profondità al tema raccogliendo i dati necessari da diverse fonti, diversi database e attraverso l'adozione di metodi diversi. Pertanto, i dati sono stati raccolti prima dal web e poi dalle descrizioni fornite dalle principali piattaforme di crowdfunding che hanno ospitato i progetti social vocated. Infine, l'autore ha continuato a raccogliere dati tramite l'osservazione e le interviste.

I risultati sono stati analizzati in confronto ingegno nell'interpretazione contesto.

**Findings and Practical implications** – Questo approccio dovrebbe cogliere la complessità del fenomeno.

Questo studio guida l'autore verso l'identificazione di una nuova forma emergente per il crowdfunding. Infatti, se la necessità di reinventare la struttura del capitalismo, facendo leva sulla creazione di valore condiviso, ha identificato la configurazione di impact investing, la democrazia del web e, in particolare, delle piattaforme di crowdfunding, aprono il mondo finanziario ad una nuova struttura che permette di trarre vantaggio dai tradizionali limiti dei fondi di investimento. Così, sia la capacità di attirare un gran numero di investitori - secondo il modello di Anderson coda lunga (2004) - che il contenuto sociale del project-to-be-fund, rappresentano la spinta per spostare l'investimento pubblico verso impact investing.

Inoltre, l'esperienza emersa dalle campagne di crowdfunding studiate mette in evidenza il legame tra crowdfunding (o meglio crowdfunding) e la finanza tradizionale, che può essere rappresentato come un puzzle di pezzi derivati dalla finanza aziendale.

Riassumendo, l'autore cerca di capire se il crowdfunding potrebbe essere utile sia per raccogliere risorse finanziarie per le imprese innovative che per produrre risultati sociali a beneficio di tutte le comunità interessate. Inoltre, questa ricerca potrebbe aiutare sia gli imprenditori (soprattutto imprese innovative) che i proprietari di piattaforma di crowdfunding ad istituire un'industria del crowdfunding efficace e di successo.

**Further Research** – L'autore inizialmente si propone di ampliare il campione, comprese tutte le start-up innovative. Questo sarebbe utile per condurre una ricerca quantitativa, al fine di comprendere meglio il ruolo del crowdfunding, l'importanza di una social attitude come segno di qualità e l'evoluzione di questo meccanismo di raccolta di fondi verso l'impact investing. Poi, l'autore suggerisce per mappare il fenomeno del crowdfunding in tutta Europa, in modo da iniziare un caso di studio all'interno di diversi paesi per capire come gli aspetti e norme culturali influenzano l'evoluzione del crowdfunding in un paese specifico.