

Equity-crowdfunding: cosa possiamo imparare dal fallimento di una piattaforma emergente?

Francesco Petrucci
Università degli Studi di Urbino "Carlo Bo" - DESP
francesco.petrucci@uniurb.it

Raffaele Silvestri
Università degli Studi di Bari "Aldo Moro" - DEF
raffaele.silvestri@uniba.it

Savino Santovito
Università degli Studi di Bari "Aldo Moro" - DEF
savino.santovito@uniba.it

Abstract

Il lavoro di ricerca consiste nell'analisi empirica del ciclo di vita (dalla concezione al fallimento) di *Startzai* una startup innovativa chiusa nel 2016 titolare di una delle prime piattaforme on-line italiane di *equity-crowdfunding*. Lo studio mette a fuoco il percorso di sviluppo, crisi, e fallimento dell'impresa prendendo in esame il processo di sviluppo e gestione delle relazioni di business con gli attori esterni intervenuti nel processo (soprattutto investitori e imprenditori) allo scopo di individuare i fattori critici emergenti responsabili del fallimento della piattaforma, e conseguentemente dell'impresa.

Adottando il modello di analisi ARA (Actor-Activity-Resource) mutuato dalla tradizione di studi dell'Industrial Marketing and Purchasing Group (IMP), il lavoro analitico consiste nell'investigare il processo di costruzione delle relazioni di business attraverso l'osservazione del processo di interazione tra le risorse risorse (specialmente tecniche, organizzative, e della conoscenza) che ha luogo nelle relazioni di business e che sottende ai meccanismi, e alle relative dinamiche, di sviluppo dell'impresa.

L'analisi mette in luce l'insuccesso della piattaforma *on-line* come strumento di interazione tra comunità di investitori e imprenditori proponenti e l'emergenza nel tempo della necessità da parte del team imprenditoriale di mediare la costruzione di relazioni dirette tra tali soggetti al fine di favorire lo scambio di risorse. Tale passaggio del processo di mediazione/interazione dal canale *on-line* a quello *off-line*, nella relazione investitori-imprenditori, viene analizzato in profondità come fattore critico capace di fornire una migliore comprensione dei processi di equity-crowdfunding.

Introduzione

Il termine *equity-crowdfunding* oggi indica un crescente *range* di fenomeni generalmente caratterizzati dalla messa in atto di meccanismi collettivi di raccolta di capitali di rischio per lo sviluppo di *startups* e PMI innovative. Di base l'*equity-crowdfunding* offre la possibilità a un'impresa di finanziare il proprio percorso di sviluppo vendendo, all'interno di portali *on-line* dedicati, quote azionarie della propria società in cambio di donazioni in denaro da parte di soggetti investitori non necessariamente qualificati (Griffin, 2012; Policaro, 2019). Le piattaforme di *equity-crowdfunding* sono ambienti digitali ideati per fornire gli strumenti tecnici, e i servizi necessari, a mettere in contatto i vari soggetti proponenti di progetti innovativi con una comunità diffusa di investitori (individui, professionisti, ed organizzazioni) e creare le condizioni affinché si attivino gli investimenti. Tali piattaforme da un lato operano per garantire la qualità degli investimenti da parte della propria comunità di investitori compiendo attività di scouting, selezione, e consulenza dei progetti promossi; dall'altro lato lavorano per migliorare la visibilità e l'appetibilità dei progetti proponenti allo scopo di aumentare le probabilità di successo delle campagne lanciate (Schwienbacher, 2018).

Nonostante il successo che tale fenomeno ha riscosso a livello globale, i ricercatori ritengono che la conoscenza di alcuni meccanismi alla base dei processi di *equity-crowdfunding* sia ancora da approfondire (Vismara, 2016). In particolare non si comprende ancora bene quale sia l'insieme dei fattori che concorrono al successo di una campagna di *equity-crowdfunding* e come questi fattori interagiscano tra loro. Ad oggi la letteratura di *equity-crowdfunding* si è concentrata in modo particolare sull'analisi del comportamento delle *startups* proponenti investigando le varie strategie di comunicazione e marketing messe in atto per aumentare il livello di interazione col *crowd* e ingaggiare quanti più utenti possibili nella rete (Da Cruz, 2018). Secondo questi studi, molto del successo di una campagna di *equity-crowdfunding* dipende dalla capacità da parte del soggetto proponente di utilizzare il canale della piattaforma per comunicare in modo efficace la qualità del prodotto/processo innovativo che si vuole sviluppare e dell'organizzazione aziendale creata alla sua base (Belleflamme et al., 2014). Tuttavia alcuni autori che hanno investigato da una prospettiva più ampia la relazione tra proponenti e investitori mettono in evidenza come il processo di *crowdfunding* sia in realtà il frutto di un percorso d'interazione più complesso tra i diversi attori coinvolti (la piattaforma, i soggetti proponente e gli investitori) influenzato dalla creazione di relazioni di business dirette (Vismara, 2016; Pais et al., 2018). In questo contesto le imprese che gestiscono le piattaforme di *crowdfunding* occupano un ruolo fondamentale nella mediazione dei rapporti tra comunità di aspiranti imprenditori e 'folla' di investitori (Pais et al., 2018).

Il presente articolo parte dal caso del fallimento di uno dei primi portali italiani di *equity-crowdfunding* per mettere in evidenza i fattori che hanno determinato l'insuccesso del portale attraverso l'analisi della rete di relazioni dell'impresa con investitori e imprenditori. La ricerca vuole mettere in evidenza dal punto di vista dei processi di interazione e del *network* gli elementi emergenti di insuccesso della piattaforma e discuterli criticamente al fine di fornire indicazioni di ordine manageriale per lo sviluppo di campagne di successo (con particolare riferimento al

caso italiano) e discutere delle prospettive della ricerca futura nel campo. A tal scopo l'analisi empirica utilizza l'approccio network della scuola dell'Industrial Marketing (IMP) per raccontare del percorso di sviluppo (e fallimento) dell'impresa in esame attraverso l'osservazione del processo di sviluppo delle relazioni rilevanti tra gli attori direttamente intervenuti nel processo.

Obiettivi di ricerca, background, e metodologia

Il presente lavoro ricostruisce il caso imprenditoriale di *Startzai* una delle prime piattaforme digitali per *equity-crowdfunding* sorte in Italia. Lo studio esplora il processo di creazione delle relazioni di business con gli attori esterni intrapreso dal team imprenditoriale allo scopo di osservare il processo di combinazione delle risorse e delle attività necessarie allo sviluppo dell'impresa e della piattaforma. Il modello ARA per l'analisi delle relazioni nei *networks di business* (Håkansson et al., 2009) - mutuato dalla scuola dell'Industrial Marketing (IMP) - è utilizzato per mettere in luce il processo di sviluppo delle relazioni tra attori e il processo di interazione tra risorse e attività rilevanti al loro interno. L'approccio IMP si fonda su una lunga tradizione di osservazioni empiriche e *case studies* la cui analisi dimostra come il processo di interazione che ha luogo nella relazione tra due attori rappresenti il nucleo sostanziale da cui genera la struttura e il processo di business: ogni processo di business, dunque, può essere compreso solo a partire dall'analisi del flusso delle interazioni emergenti tra gli attori (Håkansson et al., 2009; Håkansson and Snehota, 2017).

Il presente studio ha finalità esplorative e i limiti metodologici sono noti in quanto prevalentemente legati alla scelta di sviluppare un singolo *case study* qualitativo. Tuttavia tale scelta è guidata dall'intenzione di voler produrre una ricostruzione multidimensionale e dinamica del fenomeno (Yin, 2009): quello dell'interazione è un fenomeno complesso che riporta del processo di evoluzione di una pluralità di elementi in relazione tra loro, nel tempo e all'interno del loro contesto.

La *startup* in esame è stata selezionata poiché titolare di una delle prime piattaforme di *equity-crowdfunding* operative in Italia. L'impresa è fallita nel 2016, ed è proprio questo percorso fallimentare ad essere stato reputato rilevante ai fini della presente ricerca. Molti autori denunciano la tendenza dei ricercatori a selezionare unicamente casi di successo per le proprie ricerche: questa tendenza rischia di far aderire la rappresentazione di un fenomeno unicamente all'immagine delle sue *best practices* generando così la standardizzazione dei processi della conoscenza.

La raccolta dati è avvenuta secondo la seguente modalità: sono state condotte tre interviste approfondite con i membri del team *Startzai* attraverso domande aperte volte a ricostruire nel dettaglio il percorso di sviluppo dell'impresa e le relazioni avute. Il contenuto delle interviste è stato analizzato e sono stati evidenziati i maggiori temi emergenti: questi elementi sono stati ridiscussi successivamente attraverso un secondo round di interviste faccia a faccia. Inoltre è stata raccolta un'ampia collezione di dati secondari provenienti da *reports* aziendali, interviste pubblicate on-line, e siti web.

Nel prossimo paragrafo verrà illustrato il caso empirico.

Il caso empirico

L'idea di realizzare una piattaforma tutta italiana di equity-crowdfunding nasce nel 2011 dalla creatività di Luca un ingegnere informatico residente nella regione Marche e appassionato di innovazioni tecnologiche e finanza alternativa. Frequentando l'ambiente degli *startupper* del territorio Luca conosce Filippo un consulente professionista nel campo della finanza d'impresa, e Mauro un programmatore di sistemi di analisi dei mercati e del trading. Insieme il team sviluppa il progetto Startzai e decide di partecipare al bando del MIUR dal titolo "*Smart Cities and Communities and Social Innovation*" destinato a finanziare progetti imprenditoriali e di innovazione sociale ad opera di giovani imprenditori. Startzai risulta tra i progetti vincitori del bando e, sebbene i finanziamenti promessi dal ministero non vengono erogati nel breve termine, i membri del team decidono di impegnarsi nello sviluppo del progetto. Startzai è una piattaforma innovativa che nel 2013 propone un modello di *crowdfunding* sconosciuto al mercato italiano; dunque per non perdere il vantaggio competitivo di essere tra i primi ad occupare un posto nel potenziale mercato italiano dell'*equity-crowdfunding*, il team decide di non perdere tempo ad aspettare l'arrivo dei fondi pubblici e dà il via allo sviluppo del progetto investendo risorse (specialmente finanziarie) proprie. Come primo passo, il team si affida ad una software house locale per lo sviluppo tecnico della piattaforma on-line e allo stesso tempo inizia un'intensa attività di *networking* sul territorio finalizzata ad ingaggiare *partners* potenziali da coinvolgere nel progetto. In questa prima, fase il team orienta i propri sforzi verso gli attori istituzionali, come le fondazioni bancarie, poiché ritenuti gli interlocutori più idonei ad investire in un progetto innovativo come Startzai. Allo stesso tempo vengono create delle sinergie con alcuni incubatori locali allo scopo di promuovere la piattaforma e prendere contatto con le *startups* del territorio. Nel 2013 viene emanato dalla CONSOB il primo regolamento ufficiale italiano in materia di *equity-crowdfunding*. Data l'avvenuta regolamentazione del settore il team decide di accelerare i tempi di ingresso sul mercato registrando Startzai ufficialmente come startup innovativa e lanciando la piattaforma finalmente sul web. L'uscita del regolamento CONSOB dà un'accelerata al processo di lancio della piattaforma Startzai sul mercato, tuttavia l'attività di selezione e raccolta dei primi progetti con cui popolare la piattaforma - al fine di renderla visibile e navigabile - non dà i risultati sperati.

Il 2014 è un anno critico per Startzai. Il team è coinvolto in un'intensa attività di promozione da un lato, e dall'altro è impegnato in una complessa attività di mediazione off-line tra imprenditori e investitori: lo scopo è raggiungere una massa critica di progetti finanziabili e far crescere la comunità di potenziali investitori collegati alla piattaforma. Tuttavia in questo processo emergono numerose difficoltà. Innanzitutto l'*equity-crowdfunding* rappresenta un'assoluta novità nel panorama finanziario e imprenditoriale italiano; al riguardo non tutti gli operatori sono al corrente del potenziale offerto da questo nuovo mezzo e dei meccanismi che lo regolano, inoltre molti imprenditori si mostrano restii alla novità dato che non vogliono cedere quote della propria società, preferendo di fatto i percorsi di

finanziamento tradizionali. Inoltre interagire su due fronti (quello degli imprenditori e quello degli investitori) si dimostra dispendioso per le risorse finanziarie e di tempo del team, non solo ma l'intermediazione tra domanda e offerta si dimostra un processo delicato poiché necessita del mantenimento di un difficile equilibrio tra le parti. Molte *startups* contattate inoltre sono progetti embrionali che non hanno raggiunto un sufficiente grado di sviluppo tale da rendere il progetto appetibile a dei potenziali investitori. In questo frangente il team si trova coinvolto in attività di consulenza e affiancamento di numerosi progetti, tuttavia questo complesso lavoro non sempre porta alla definizione di un progetto sufficientemente maturo da poter essere lanciato sulla piattaforma. Contrariamente a questo si verificano anche casi di esclusione di Startzai dalle trattative la conseguente presa di accordi diretti tra le parti.

I membri del team cominciano a percepire che le attività di scouting e coinvolgimento delle *startups* non stiano dando i risultati sperati, soprattutto viene notato che la mediazione *off-line* difficilmente si trasforma in attività *on-line* sulla piattaforma: per questo motivo la piattaforma non riesce a sviluppare un traffico utenti sufficiente capace di generare transazioni. Sebbene il team nel tempo abbia creato una fitta rete di relazioni tra startups, soggetti mediatori (gli incubatori di impresa), investitori, e altre organizzazioni locali, solo un piccolo numero di progetti riesce a dar vita a delle effettive transazioni: tuttavia nessuna di queste avviene *on-line*. Il team prende coscienza che il contesto locale che avevano ritenuto fertile per la propria attività in realtà non sta dando il supporto sperato e che l'intensa attività di mediazione *off-line*, non prevista all'inizio, sta consumando le risorse dell'impresa la quale non si sta sviluppando nella direzione sperata. Il declino è lento ma crescente. Così, se pure con valutazioni diverse, dopo tre anni di attività nel 2016 i membri del team decidono di chiudere la piattaforma e sciogliere la società.

Discussione e Conclusioni

La lettura del case study attraverso il modello ARA sopra descritto ci permette di cogliere il processo di sviluppo della piattaforma attraverso le difficoltà incontrate dal team nell'interazione con gli attori esterni a livello di risorse e attività.

La fase iniziale di sviluppo tecnico della piattaforma *Startzai* si dimostra rapida dato l'alto livello di competenze possedute dal team, dati i finanziamenti ottenuti tramite il bando ministeriale, e data la scelta di investire risorse proprie nel progetto: la piattaforma è operativa ancor prima che *Startzai* si costituisca società. Tuttavia tale rapidità nello sviluppo, nonché il lancio sul web - ulteriormente accelerato dall'uscita del regolamento Consob del 2013 che spinge il team ad entrare in tempi sempre più rapidi nel nuovo mercato - non permettono al team di sviluppare un'offerta adeguata in termini di progetti proponenti da lanciare sulla piattaforma, né una comunità di investitori interessati a cui proporre tali progetti. Non solo, ma data l'estrema novità del prodotto (in Italia lo strumento *equity-crowdfunding* è ancora molto poco utilizzato e diffuso nel 2013) e la scarsa promozione fatta in fase preliminare, la piattaforma *Startzai*, non riesce ad attrarre l'interesse dei soggetti proponenti e investitori che avrebbero dovuto popolarla. Dunque non si genera quel traffico d'interazioni necessario allo sviluppo delle prime campagne e transazioni. *Startzai* essendo un soggetto nuovo entrante in un mercato nuovo non gode della credibilità,

né della fiducia, necessarie ad attrarre con successo l'interesse dei potenziali soggetti interessati. Per questo motivo il team decide di spostare il focus delle proprie attività dallo sviluppo della piattaforma, che fallisce nel suo obiettivo, ad una intensa attività, definita 'off-line' dallo stesso team, di promozione e networking sul territorio del progetto Startzai in particolare, e dell'*equity-crowdfunding* come nuovo strumento di finanza d'impresa più in generale, allo scopo di coinvolgere nel progetto il numero di attori necessari al popolamento della piattaforma e all'avvio delle sue operazioni.

In questa fase il team si accorge di non godere della fiducia dei soggetti interessati data la novità del prodotto presentato, la scarsa conoscenza dei contesti di business, e la mancanza di relazioni precedenti capaci di legittimare tale azione. Tuttavia lo sviluppo di collaborazioni con attori terzi quali incubatori di impresa ed organizzazioni di consulenza nel tempo fa sì che il team acquisisca le competenze e la legittimità ad operare con successo nella mediazione tra proponenti e imprenditori. Tali competenze si dimostrano utili poiché permettono di attirare un maggior numero di soggetti proponenti, selezionare con maggiore precisione i progetti più promettenti, e affiancare tali progetti nel percorso di preparazione delle campagne e di relazione con gli investitori. Il team si accorge che gli investitori, specialmente i grandi investitori, decidono di mobilitarsi a patto che ci sia un contatto diretto col soggetto proponente, che ci sia uno scambio di informazioni approfondito riguardo il piano di sviluppo del progetto e, spesso, che ci sia la possibilità di intervenire in modo diretto sull'andamento di tale piano. Tale processo richiede al team di affiancare il soggetto proponente nella stesura congiunta del piano finanziario e nella soluzione dei problemi di ordine tecnico data la necessità di avere conoscenze specifiche di alto livello nel campo (spesso non possedute dagli imprenditori) ai fini della corretta gestione e sviluppo di un percorso di *equity.crowdfunding*. Lo sviluppo di tali relazioni e la complessità organizzativa e gestionale che tali relazioni implicano per il team portano ad un consumo elevato delle proprie risorse personali e finanziarie senza che vi sia un ritorno adeguato. Tuttavia tale attività appare necessaria affinché possano essere mobilitati i progetti migliori e gli investitori più e affinché questo traffico generi l'emergenza di una rete di relazioni e dunque di una comunità di soggetti da poter trasportare sulla piattaforma on-line. La ricerca precedente dimostra che i grandi investitori sono decisivi nel decretare il successo, o meno, di una campagna e il loro contributo è in grado di mobilitare l'azione degli investitori più piccoli per una sorta di effetto traino. I grandi investitori legittimano la campagna tramite le loro donazioni e la portano in prossimità del raggiungimento degli obiettivi fissati (facendo donazioni più alte della media) ossia in una fase in cui entra in gioco l'apporto diffuso degli investitori più piccoli. Tuttavia i grandi investitori spesso acquisiscono un maggior numero di informazioni e instaurano relazioni strette con i soggetti finanziati. Per questo motivo in grandi investitori non sono soggetti indifferenti all'impresa proponente ma più spesso sono attori che entrano a far parte, o fanno già parte (come nel caso di clienti e fornitori) del business network dell'impresa proponente.

Il nostro studio dimostra che i processi di *equity-crowdfunding* sono spesso influenzati dalle relazioni precedenti esistenti tra investitori e soggetti proponenti, o dalla creazione di nuove relazioni tramite la mediazione dell'impresa che gestisce la piattaforma. Tali relazioni sono in grado di influenzare anche i processi on-line anche se nel caso di Startzai se ne vedono gli effetti negativi. Infatti, le relazioni spesso si

traducono i rapporti stretti e diretti di finanziamento che tendono a bypassare il canale di comunicazione della piattaforma. Senza la rappresentazione di tali relazioni sulla piattaforma non si crea quell'effetto network capace di chiamare in causa l'apporto degli investitori più piccoli del *crowd*.

References

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

Da Cruz, J. V. (2018). Beyond financing: crowdfunding as an informational mechanism. *Journal of Business Venturing*, 33(3), 371-393.

Griffin, Z. J. (2012). Crowdfunding: fleecing the American masses. *Case W. Res. J.L Tech. & Internet*, 4, 375.

Håkansson, H., Ford, D., Gadde, L. E., Snehota, I., & Waluszewski, A. (2009). *Business in networks*. John Wiley & Sons.

Håkansson, H. & Snehota, I. (Eds.). (2017). *No Business is an Island: Making Sense of the Interactive Business World*. Emerald Publishing Limited.

Pais, I., Peretti, P., & Spinelli, C. (2018). Crowdfunding: la via collaborativa all'imprenditorialità. EGEA spa.

Policaro, G. A. (2019). Lo sviluppo in Italia dell'«equity crowdfunding». Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti. *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 8(1), 67-94.

Schwienbacher, A. (2018). Entrepreneurial risk-taking in crowdfunding campaigns. *Small Business Economics*, 51(4), 843-859.

Vismara, S. (2016). Equity retention and social network theory in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590.

Yin, R.K. (2009), *Case Study Research: Design and Methods*, 3rd ed., Sage Publications, Thousand Oaks, CA.