

# Crowdfunding i Danmark: Fra niche til mainstream finansiering

Temanummer: Det moderne Rusland i krig

*Crowdfunding repræsenterer en hastigt voksende finansieringskilde til en række både profit- og ikke-profit-orienterede projekter, som ved hjælp af små bidrag fra et stort antal enkeltpersoner har ændret finansieringsmulighederne for en række velgørende organisationer, iværksættere og kunstnere. På baggrund af data fra otte crowdfundingplatforme med en samlet finansiering på næsten 223 mio. kr. forsøger denne artikel at kortlægge crowdfunding i Danmark. Artiklen introducerer både fænomenet crowdfunding, nogle beskrivende karakteristika samt en analyse af, hvilke faktorer der forudsiger*

*sandsynligheden for en succesfuld kampagne. Artiklen finder, at mens crowdfunding italesættes som en demokratiserende kraft, er gevinsthaverne langtfra normalt fordelt, men i stedet koncentreret i byerne – navnlig hovedstadsområdet. Omvendt synes crowdfunding at være demokratiserende i den forstand, at kvinder har signifikant større chance for at opnå succes sammenholdt med mænd. Disse resultater giver et indblik i det fremvoksende fænomen crowdfunding i en dansk kontekst samt i, hvilke personer og områder der drager fordel heraf.*

Crowdfunding repræsenterer en hastigt voksende alternativ finansieringskilde til en række både profit- og ikke-profitorienterede projekter, som ved hjælp af forholdsvis små bidrag fra et stort antal enkeltpersoner har ændret finansieringsmulighederne for en række iværksætter- og hjælpeorganisationer (Mollick, 2014). Den øgede interesse for crowdfunding bygger på en overordnet tese om, at den har ændret “hvordan, hvorfor og hvilke ideer der bliver bragt ud i virkeligheden” (Gerber og Hui, 2013: 1). Dette er bl.a. funderet på en række studier, der finder, at crowdfunding har medført en øget adgang til innovationsfinansiering (Sorenson o.a., 2016), overvinder geografiske barrierer, modsat andre former for finansiering (Agrawal, Catalini og Goldfarb, 2015), og generelt muliggør en bredere vifte af ideer og projekter i forhold til traditionelle finansieringskilder som venturekapital (Lehner og Nicholls, 2014). Derfor italesættes crowdfunding ofte som et demokratiserende værktøj, da det ikke kun ses som et fænomen, der øger borgenes mulighed for at diktere, hvilke projekter der skal finansieres (Mollick, 2016; Chaney, 2018), men også øger antallet af aktører, der har adgang til finansiering.

Vi skal dog være varsomme med blot at acceptere denne positive udlægning af crowdfundingens potentiale til at forøge og demokratisere adgang til finansiering. Ikke blot fordi en række studier viser, at crowdfunding påvirkes uhenigtsmæssigt af racemæssige fordomme (Younkin og Kuppuswamy, 2017), personlighed og sproglige vaner (Davidson og Poor, 2014; Parhankangas og Renko, 2017), og en ulige fordeling af gevinster (Mollick, 2014; Gallemore, Nielsen og Jespersen, 2019), men også fordi størstedelen af eksisterende studier fokuserer på en amerikansk kontekst, og det er derfor uvist, hvordan disse observationer oversættes til en dansk kontekst. Derfor er målet med denne ar-

## KRISTIAN ROED NIELSEN

Adjunkt, Consumer Behaviour and Insights Group, Institut for Ledelse, Samfund og Kommunikation, Copenhagen Business School, krn.msc@cbs.dk

tikel at undersøge nogle spørgsmål, der kan fremme vores forståelse af crowdfunding hurtige vækst i Danmark, samt nogle af fænomenets underliggende dynamikker.

Først vil artiklen introducere fænomenet crowdfunding og præsentere en definition og en typologi for de forskellige typer af crowdfunding. Dernæst vil jeg introducere det crowdfunding-datasæt, der er benyttet i artiklen, og som består af data fra en række crowdfundingplatforme af varierende karakter. Disse data vil blive beskrevet ved hjælp af en beskrivende analyse. Til sidst vil artiklen analysere, hvordan personlige og geografiske faktorer påvirker fordelingen af ressourcerne fra crowdfunding.

## Finansiering og crowdfunding

Adgang til kapital til både iværksætter- og hjælpeorganisationer er emner, der er behandlet i en bred vifte af litteratur, for eksempel fokuserer litteraturen omkring iværksættere ofte på tre typiske kilder – venner, familien og tåber (three Fs, friends, family, and fools) (Kotha og George, 2012). Derudover kan iværksættere søge ressourcer fra “angel”-investorer (Maxwell, Jeffrey og Lévesque, 2011) og venturekapitalfirmaer (Shane og Cable, 2002), hvorimod hjælpeorganisationer ofte er begrænset til deres egne indsamlingskampagner samt evt. private og statslige institutioner. Som et supplement til disse former for finansiering er fremvæksten af crowdfunding et område af stigende interesse, hvilket bl.a. reflekteres i den stigende policydiskussion, eksemplificeret ved den amerikanske 2012 JOBS Act og det igangværende arbejde i Europa-Kommissionen vedrørende dens FinTech-aktionsplan (Europa-Kommissionen, 2016; 2018).

Crowdfunding er “kendetegnet ved den succesrige interaktion mellem en faciliterende organisation (eller platform), en række kampagnestiftere, der søger økonomisk støtte til deres ide og projekt, og et vidt spredt “crowd” af enkeltpersoner (“crowdfunders”), som opfordres til at investere, låne eller donere penge” (Nielsen, 2018: 659). Disse investeringer, lån eller donationer omtales ofte som ‘pledges’. Det skal dog siges, at crowdfunding ikke er signifikant anderledes end historiske fortilfælde, hvor en stor gruppe mennesker engagerer sig i at finansiere et bestemt projekt. Joseph Pulitzers avis-kampagne til støtte for konstruktionen af Frihedsgudindens sokkel er et ofte citeret eksempel (BBC, 2013). Hvad der adskiller crowdfunding fra tidligere lignende initiativer, er dets afhængighed og brug af onlineplatforme og sociale medier til systematisk, billigt og gentagne gange at organisere en lang række samtidigt igangværende kampagner. Som følge heraf er fremkomsten af en lang række nye aktører og potentielle modtagere vokset signifikant, da det ikke længere er forbundet med de samme omkostninger at inkorporere mange små finansieringskilder (Fleming og Sorenson, 2016).

Som det ses i tabel 1 nedenfor, er crowdfunding ofte typificeret i fire former for finansiering – donation, belønning, lån og investere – som er defineret ud fra den gevinst, som støttegiverne, eller crowdfunderne, af den givne kampagne kan forvente at modtage (Cholakova og Clarysse, 2015). Derudover

indeholder tabel 1 en oversigt over det gennemsnitlige bidrag per succesfulde kampagne for de fire crowdfundingmodeller. Disse tal bygger på gennemsnitlige internationale tal og skal tages med et gran salt, da der er en bred spredning i mængden af indhentede penge (Nielsen, 2017).

Tabel 1: De fire crowdfundingmodeller

Crowdfunding-Model	Definition	Gennemsnitligt bidrag
Donationsbaseret crowdfunding	Bidrag til et specifikt projekt uden forventninger til økonomisk eller materielt afkast.	22.000 kr.
Belønningsbaseret crowdfunding	Enkelt personer investerer et foruddefineret beløb med forventning om, at hvis den givne kampagne opnår finansiering, vil de modtage en konkret (men ikke-økonomisk) belønning, produkt eller service.	52.000 kr.
Lånebaseret crowdfunding	I den udlånsbaserede model låner enkeltpersoner en sum penge til en bestemt platform, et bestemt projekt eller en bestemt person med en forventning om en forrentet tilbagebetaling.	56.000-624.000 kr. (afhængigt af om det er privat eller forretningslån)
Investeringsbaseret crowdfunding	Små investeringer i kampagnen til gengæld for et inkrementelt medejerskab (aktiepost) i den respektive virksomhed.	3.999.000 kr.

Kilde: Tilpasset fra Baeck, Collins og Zhang (2014) og Cholakova og Clarysse (2015)

Hvilken forventelig rolle disse fire modeller kan spille som mulig finansieringskilde til iværksætter- og hjælpeorganisationer, skal derfor også nuanceres. Donationsbaseret crowdfunding fremhæves for eksempel ofte for at være velegnet til projekter, der søger finansiering, men ikke kan tilbyde meget til gengæld. Derfor er denne form for crowdfunding ofte målrettet velgørenhed, da donationer kræver en væsentlig altruistisk komponent for at være fristende. Belønningsbaseret crowdfunding er derimod oftest benyttet af iværksættere og kunstneriske projekter (fx. teater, koncerter, CD, film), da incitamentet til at støtte det givne projekt ofte tager form af enten en slags præ-køb af et produkt, en service eller adgang til en (kultur-)begivenhed. Belønningsbaseret crowdfunding er derudover todelt imellem "Keep-it-all"- eller "All-or-nothing"-modellen, hvor kampagnen ved den første vil modtage det givne niveau af finansiering, uanset om de nåede deres mål, mens "All-or-nothing" kræver, at kampagnen som minimum opnår 100 pct. finansiering, for at beløbet udbetales. Endelig kan investerings- og lånebaseret crowdfunding være målrettet iværksættere og små startups samt mellemstore virksomheder, der søger alternative lånekilder fra for eksempel banken. Til sidst kan lånebaseret crowdfunding også repræsentere en alternativ lånekilde for enkeltindivider samt en form for mikrofinansiering til støtte for udviklingsprojekter. Givet denne diversitet analyseres de forskellige typer af crowdfunding derfor ofte separat, hvilket i stigende grad kritiseres, da konklusioner draget om for eksempel belønningsbaseret crowdfunding ikke nødvendigvis kan oversættes til andre former for crowdfunding (Dushnitsky og Fitza, 2018). Artiklen tager derfor også udgangspunkt i samtlige crowdfundingmodeller for at skabe et

helhedsoverblik over fænomenet. Dog vil analyserne, hvor det er relevant, fokusere på de individuelle modeller og sætte dem i kontrast til hinanden.

## Datakilder og materiale

Som et eksplorativt studium er formålet at skabe et umiddelbart overblik over crowdfunding i Danmark og dets natur som alternativ finansieringskilde. I stedet for at afprøve formelle hypoteser ønsker artiklen inspireret af Mollick (2014) at undersøge nøglespørgsmålene omkring crowdfunding ud fra et finansieringsperspektiv med henblik på at forstå virkningerne af denne nye form for finansieringskilde. Da målet er at skabe den bredest mulige indsigt i crowdfunding, benytter artiklen sig derfor også af data fra otte platforme, der opererer i Danmark, som uddybet i tabel 2.

Tabel 2: Datakilder

Platform	Beskrivelse	
BetterNow	Donationsbaseret CF-platform orienteret mod hjælpeorganisationer. Oprettet i 2011. Baseret i København.	Antal kampagner: 9.755 Succesrate*: 14,1 pct. Fin.: 30.451.157 kr. Tid: 02/2011 – 07/2019
IndieGoGo	Andenstørste belønningsbaserede CF-platform i verden. Oprettet i 2007. Baseret i San Francisco, Californien. Både all-or-nothing og keep-it-all finansiering – primært keep-it-all.	Antal kampagner: 703 Succesrate*: 5 pct. Fin.: 3.282.849 kr. Tid: 04/2010 – 02/2015
Kickstarter	Største belønningsbaserede CF-platform i verden. Oprettet i 2009. Baseret i Greenpoint, Brooklyn. All-or-nothing-finansiering.	Antal kampagner: 690 Succesrate*: 50,9 pct. Fin.: 45.671.185 kr. Tid: 10/2014 – 07/2019
Kameo	Lånebaseret CF orienteret mod små virksomheder og ejendomsprojekter. Oprettet i 2014. Filial baseret i København.	Antal kampagner: 14 Succesrate*: 92,9 pct. Fin.: 5.553.000 kr. Tid: 12/2018 – 09/2019
Coop Crowdfunding	Belønnings- og lånebaseret CF orienteret mod danske fødevarerproducenter. Oprettet i 2017. Baseret i København.	Antal kampagner: 97 Succesrate*: 68,0 pct. Fin.: 14.407.525 kr. Tid: 04/2017- 07/2019
Lendino	Lånebaseret CF orienteret mod virksomheder med dansk CVR nr. Oprettet i 2014. Baseret i København.	Antal kampagner: 384 Succesrate*: 94 pct. Fin.: 107.301.000 kr. Tid: 05/2014 – 07/2019
Invesdor	Investeringsbaseret CF orienteret imod virksomheder i Finland, Sverige, Danmark, Norge og Storbritannien. Oprettet i 2012. Baseret i Helsinki.	Antal kampagner: 4 Succesrate*: 25 pct. Fin.: 3.908.240 kr. Tid: 05/2012 – 07/2019
Funderbeam	Investeringsbaseret CF orienteret imod virksomheder i Estland, Sverige, Danmark, Kroatien, Island, Storbritannien og USA. Oprettet i 2013. Baseret i Tallinn.	Antal kampagner: 4 Succesrate*: 75 pct. Fin.: 6.438.221 kr. Tid: 10/2013 – 07/2019

\*Succesrate, defineret som minimum at ramme sit fundingmål, har varierende betydning afhængig af platformen og crowdfundingmodellen. For eksempel kræver IndieGoGo eller BetterNow ikke, at man når sit mål, for at få beløbet udbetalt.

Alle kampagner i de otte respektive datasæt blev benyttet, hvilket resulterer i en række kampagnetyper af forskellig karakter og med forskellige formål. Som anbefalet af Mollick (2014) har jeg dog fjernet alle ekstreme værdier relateret til de respektive kampagners fundingmål, da de anses for at repræsentere useriøse bud på at rejse midler. Til dette har jeg benyttet standardiserede z-scores for fjerne outliers, der lå +/- 3 standardafvigelser fra det gennemsnitlige fundingmål. For at sikre, at disse outliers faktisk repræsenterede useriøse bud, blev de også gennemgået manuelt. Det skal bemærkes, at de 14 kampagner, der blev fjernet, ikke opnåede mere end 2 pct. finansiering, hvilket bekræfter, at eventuelle støtter heller ikke anså dem for at være pålidelige. Fjernelsen af disse outliers havde ingen signifikant effekt på modellerne anvendt senere i artiklen. Resultatet er et datasæt med 11.658 finansieringsindsatser, hvoraf de succesfulde kampagner havde en samlet værdi på næsten 223 mio. kr. Dataene fra BetterNow, Coop Crowdfunding, Kameo, Lendino og Invesdor er alle leveret af de respektive platforme og anses derfor for give et omfattende billede af samtlige kampagner hostet på deres platforme (til og med juli 2019). Dataene fra Kickstarter og IndieGoGo blev indsamlet ved brug af webscraping, som er en automatiseret teknik til at udvinde data fra en eller flere brugerdefinerede hjemmesider. Tabel 3 og 4 giver en oversigt over dataene. Det antages, at dataene er repræsentative for de pågældende platforme, som endvidere repræsenterer et bredt udsnit af en række af de mest signifikante crowdfundingplatforme i en dansk kontekst.

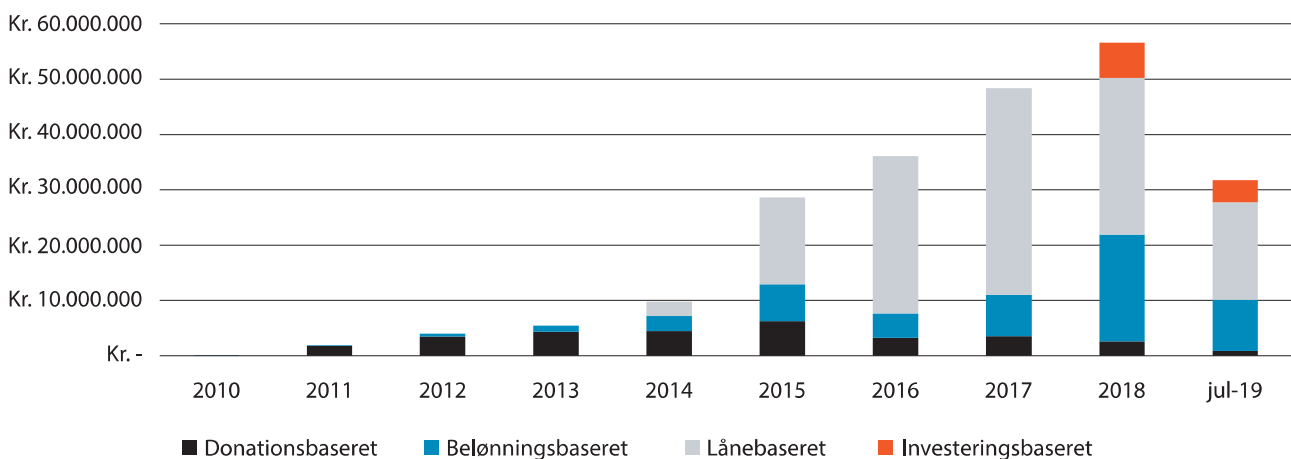
Tabel 3: Resumestatistikker: Gennemsnit, standardafvigelse og antal observationer

Variabler	Donationsbaseret CF	Belønningsbaseret CF	Lånebaseret CF	Investeringsbaseret CF
Finansieret	,14	,29	,94	,5
	(,35)	(,6)	(,23)	(,53)
Goal	25.217,87	237.092,60	358.714,10	704.043,80
	(733.450,80)	(2.223.093,00)	(567.452,40)	(780.780,70)
Procentvis finansieret	244,58	71,95	94,83	106,53
	(5.347,56)	(314,52)	(23,76)	(83,81)
Gns. pledge	432,14	402,00	3298,30	29.777,75
	(1.722,93)	(523,25)	(3671,52)	(33.055,50)
Antal støtter	12,15	100,69	104,92	81,12
	(32,07)	(738,66)	(65,10)	(81,17)
Varighed (dage)	116,54	50,73	10,00	103,88
	(543,29)	(54,82)	(13,96)	(63,16)
Gini	30,68	29,60	27,87	34,03
	(3,31)	(3,37)	(4,55)	(4,18)
Medianindkomst	184.615,20	184.928,40	195.377,80	203.151,3
	(16.893,42)	(15.177,13)	(22.578,06)	(37.532,06)
Dansk (dummy)	0,88	0,15	1	0
	(0,32)	(,36)	(0)	(0)
Observationer	9,756	1,482	425	8

## Udviklingen af crowdfunding i Danmark

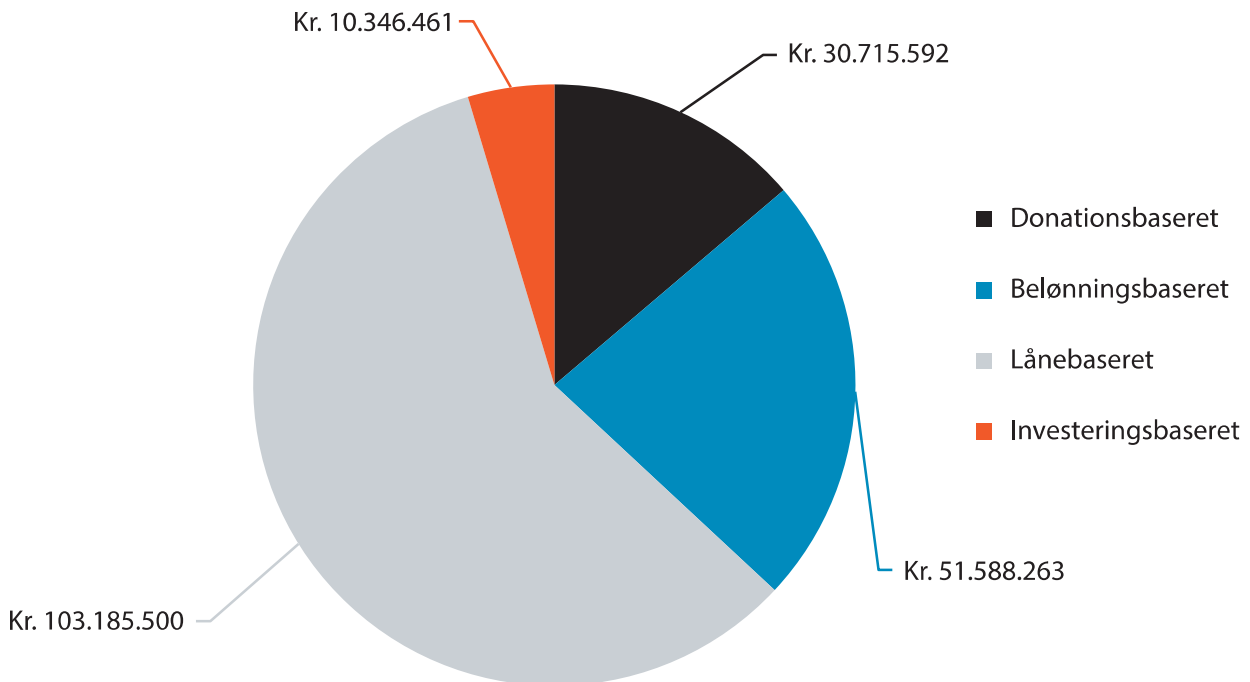
For at give en indsigt i udviklingen af crowdfunding i Danmark vil jeg nu præsentere en empirisk beskrivelse af crowdfunding og vise, hvorledes ressourcerne fra crowdfunding er fordelt på tværs af de fire crowdfundingmodeller. Dernæst vil jeg give nogle beskrivende indsigter i fænomenet, hvorefter jeg vil undersøge, hvilken effekt en række udvalgte faktorer har på sandsynligheden for at opnå succes med crowdfunding. Til sidst vil jeg se på, hvordan crowdfunding har udviklet sig geografisk.

Figur 1: Udviklingen af crowdfunding på tværs af de fire modeller (2010 – 2019/07)



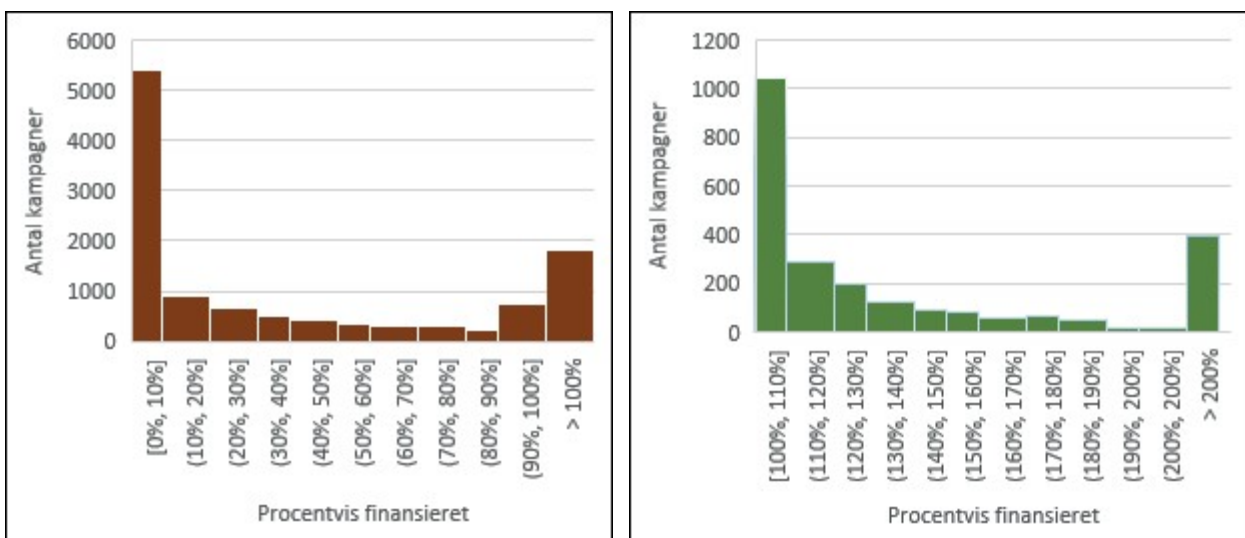
Som det kan ses af figur 1 ovenfor, er crowdfunding som finansieringskilde vokset hastigt i en dansk kontekst. Hvor der i 2010 kun blev rejst 158.895 kr., er dette beløb nu vokset til 56.577.287 kr. i 2018. I gennemsnit er finansieringen fra crowdfunding mellem 2011 og 2018 vokset med 48 pct., og specielt lånebaseret crowdfunding (se figur 2, s. 86) har haft betydelig indflydelse på denne hurtige fremvækst. Derimod er investeringsbaseret crowdfunding, som vækster hastigt i mange europæiske lande, underrepræsenteret, også når vi sammenligner os med andre nordiske lande som for eksempel Sverige og Finland. Dette kan bl.a. skyldes den lovgivningsmæssige usikkerhed og de relativt høje formelle adgangsbarrierer, der eksisterer for investeringsbaseret crowdfunding i Danmark på nuværende tidspunkt. Dog har Sverige lignende regler og synes i mindre grad at være påvirket, måske fordi de svenske myndigheder ikke har samme stramme fortolkning af EU-lovgivningen som de danske (Ziegler o.a., 2019).

Figur 2: Finansieringsfordeling på de fire modeller

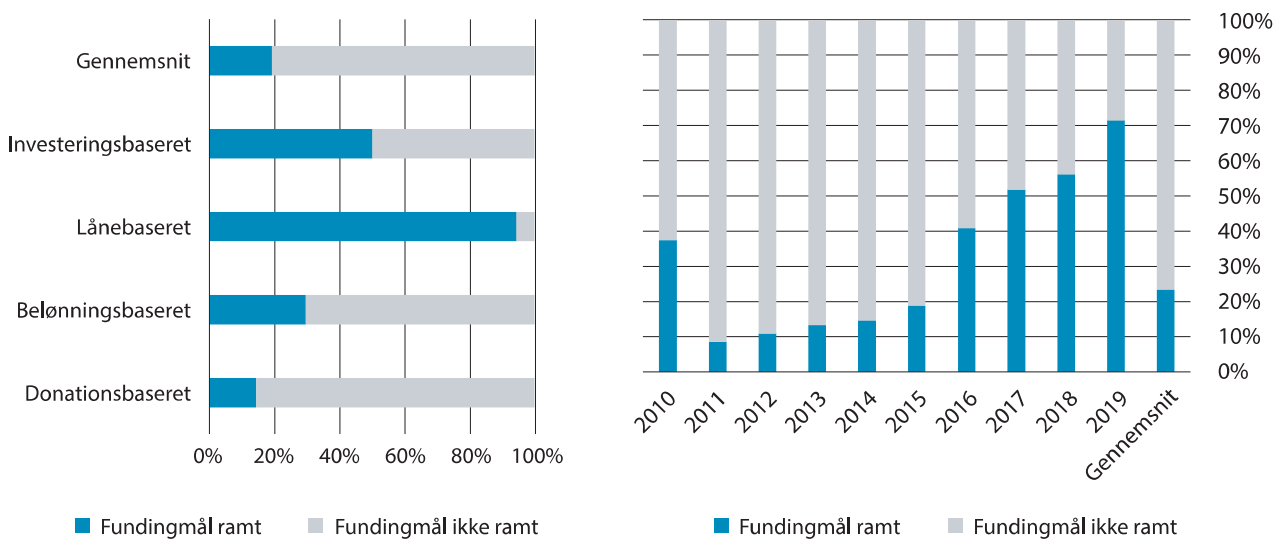


At opnå succes med crowdfunding – defineret som at ramme sit fundingmål – er dog langt fra normen. Kun 19,1 pct. af de samlede kampagner opnår succes, hvorimod størstedelen af kampagnerne kun opnår mellem 0 og 10 pct. finansiering, som illustreret i figur 3. Det er dog igen vigtigt at pointere, at det at opnå sit fundingmål ikke altid er nødvendigt og ofte afhænger af platformen og målsætningen for crowdfunding kampagnen (Junge og Laursen, 2019).

Figur 3: Histogram af procentvis finansiering



Figur 4: Fundingmål på tværs af crowdfundingmodeller og år

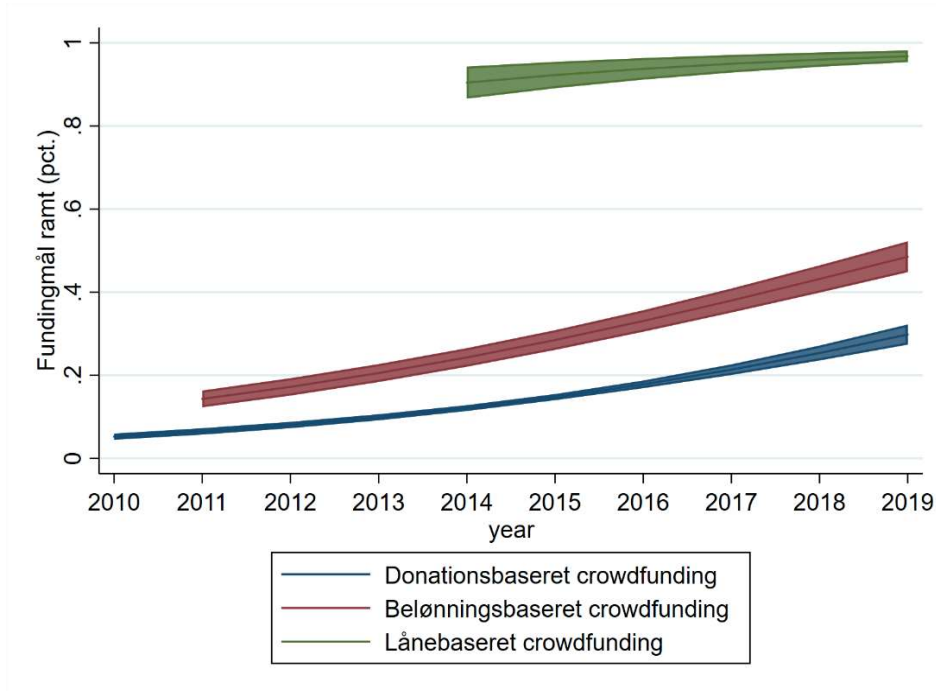


Derudover, som det kan ses af figur 4, er sandsynligheden for at opnå succes ikke ens på tværs af de forskellige crowdfundingmodeller. Hvor lånebaseret crowdfunding for eksempel har en succesrate på 94 pct., har donationsbaseret crowdfunding en succesrate på 14 pct. Dette skyldes de nævnte forskelligheder mellem de respektive modeller. Hvor donationsbaseret crowdfunding er kendetegnet ved mange små kampagner, der gennemsnitligt indsamler 3.148 kr., er lånebaseret og investeringsbaseret crowdfunding kendetegnet ved signifikant færre kampagner, der gennemgår forholdsvis strenge kontrolprocedurer, før de bliver publiceret, og de kan støttes af borgerne. Disse kampagner indsamler derimod også gennemsnitligt en langt større sum penge, henholdsvis 338.144 kr. og 2.586.615 kr. Modsat donationsbaseret crowdfunding skal lånebaseret og investeringsbaseret crowdfunding også typisk ramme deres fundingmål for at få finansiering, hvorimod donationsbaseret crowdfunding følger et "Keep-it-all"-princip, hvor de rejste penge bliver videregivet til det påtænkte velgørenhedsformål, uafhængigt af hvilket fundingmål man rammer. Endelig opererer belønningsbaseret crowdfunding i et slags mellemområde mellem de førnævnte modeller, som både kan følge et "Keep-it-all"- eller et "All-or-nothing"-princip, men som i gennemsnit rejser 113.538 kr. i finansiering.

At opnå sit fundingmål – et parameter, som oftest bruges til måling af succes – skal derfor også tages med en gran salt, da det kan være misvisende, afhængigt af den respektive platform. Det er dog brugbart i vores kontekst, da jeg observerer, at mens flere kampagner rammer deres fundingmål, er antallet af kampagner per år faldet fra sit højeste i 2015 med 3.376 til 982 i 2018. Koblet med en stigende finansiering fra crowdfunding peger dette på, at en mindre gruppe ikke blot har fundet frem til, hvordan man opnår succes med crowdfunding, men også hvordan man mobiliserer flere ressourcer end før. Samlet set peger dette på en stigende grad af professionalisering, som det også observeres i en amerikansk kontekst (Gallemore, Nielsen og Jespersen, 2019).

Som det kan ses af figur 5, er denne udvikling observeret *på tværs* af crowdfundingmodellerne – investeringsbaseret crowdfunding kunne dog ikke analyseres på grund af det begrænsede antal observationer.

Figur 5: Andel af kampagner, der rammer deres fundingmål (margen 95 % konfidensinterval)



### Hvilke faktorer er forbundet med finansieringssucces?

Faktorer, der påvirker sandsynligheden for finansieringssucces, har været af stor interesse for forskere både blandt nonprofit-organisationer (Sargeant, Ford og West, 2006), iværksættere (Baum og Silverman, 2004) og små og mellemstore virksomheder (Shane og Stuart, 2002). Som led i at undersøge crowdfunding i en dansk kontekst benytter jeg en række beskrivende variabler såsom type af crowdfunding, år, og kampagnens varighed. Derudover anvender jeg en dummy-variabel for at undersøge effekten af, om kampagnebeskrivelsen er på dansk eller ej, og jeg undersøger, hvordan størrelsen af fundingmålet påvirker sandsynligheden for finansieringssucces ved hjælp en log af den givende kampagnes fundingmål. Jeg vil dog igen ikke analysere investeringsbaseret crowdfunding grundet det begrænsede antal observationer. Til analyse af dataene bliver en logistisk regression anvendt for at observere effekten af de førnævnte variabler på oddset for, at en kampagne når sit fundingmål.

Tabel 5: Prædiktorer for projektets succes

	Model 1 Samlet datasæt	Model 2 Donationsbaseret CF	Model 3 Belønningsbaseret CF	Model 4 Lånebaseret CF
Belønningsbaseret CF	8,3020*** (0,983)			
Lånebaseret CF	114,5670*** (9,141)			
Varighed (dage)	0,9988*** (0,000)	0,9991*** (0,000)	0,9914* (0,004)	0,8892*** (0,017)
År	1,2460* (0,133)	1,1486*** (0,017)	1,8160*** (0,071)	0,7688 (0,167)
Fundingmålets størrelse (log)	0,8565*** (0,025)	0,8706*** (0,020)	0,7740*** (0,034)	2,8451** (0,927)
Dansk (dummy) <sup>1</sup>	3,7304*** (0,577)	4,2336*** (0,622)	2,5319*** (0,484)	
N	11623	9742	1467	406
adj. R <sup>2</sup>	0,1768	0,0364	0,2936	0,3341

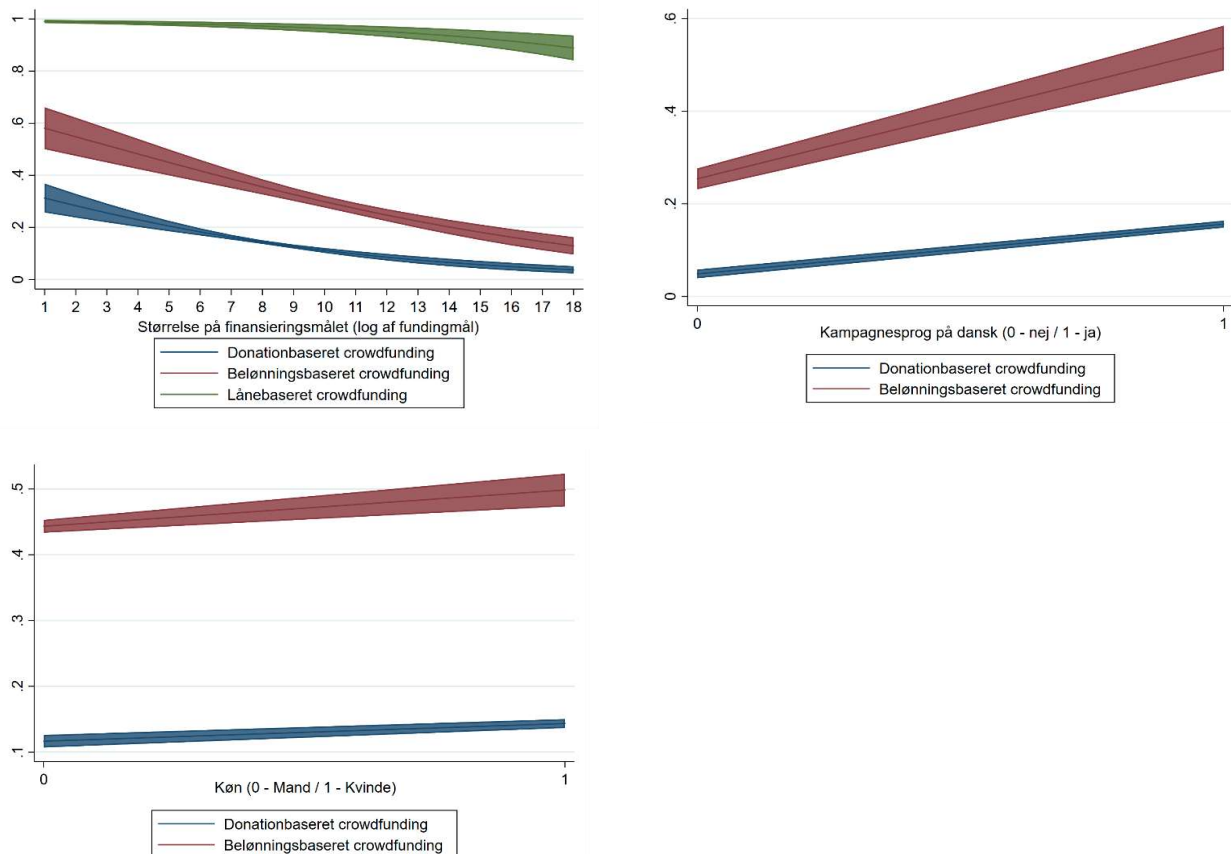
Exponentiated coefficients; Standard errors in parentheses – \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$

Note: I lånebaseret crowdfunding, som har en høj grad af finansieringssucces, er alle kampagner på dansk, og derfor er effekten overdreven i model 1. Derudover er denne variabel udeladt på grund af kollinearitet i model 4.

Resultaterne i tabel 5 viser ikke overraskende, at både belønnings- og lånebaseret crowdfunding er forbundet med signifikant forbedrede odds for at ramme fundingmålet sammenlignet med donationsbaseret crowdfunding. Dette skal ses i lyset af, at konsekvensen af ikke at ramme sit fundingmål i både belønnings- og lånebaseret crowdfunding oftest er forbundet med, at en kampagne ikke modtager støtte, hvorimod donationsbaseret crowdfunding følger en "Keep-it-all"-model og derfor stadig opnår gevinst, på trods af at fundingmålet ikke rammes. Derudover er belønnings- og lånebaseret crowdfunding også kendetegnet ved et mere professionaliseret domæne og derfor administreret med mere omtanke, strategi og ikke mindst markedsføring. Som Mollick (2014) observerer i en amerikansk kontekst, kan vi også se, at varigheden af en kampagne reducerer sandsynligheden for, at den opnår succes, da dette muligvis signalerer manglende tillid. Derudover kan jeg i lighed med Mollick (2014) også konstatere, at voksende fundingmål er forbundet med et signifikant fald i sandsynlighed for at opnå finansieringssucces. Endelig er dansksprogede kampagner forbundet med en signifikant større sandsynlighed for succes, hvor sandsynligheden for at ramme sit fundingmål i donations- og belønningsbaseret crowdfunding er hhv. firedoblet og fordoblet. Det kunne tænkes, at selvom engelsksprogede kampagner har større rækkevidde, kan dette ikke udligne den større tillid, individer udviser til kampagner, der taler deres sprog. Specielt i betragtning af, at folk oftest støtter kampagner i deres nærområde og derudover sjældent bevæger sig over nationale grænser – danske crowdfundingkampagner er derfor oftest støttet af danskere (Guo o.a., 2018).

Derudover ønsker jeg at observere, hvordan kampagnestifternes køn påvirker sandsynligheden for at opnå succes, da kvinder ofte bliver forbigået af mere traditionelle former for finansiering, for eksempel venturekapital (Thielst, 2019). Effekten af køn blev analyseret på et mindre datasæt, da det kun var muligt at observere kampagnestifternes køn på platformene BetterNow og Kickstarter.

Figur 6: Effekt af fundingmål (log), sprog (dummy), og køn (dummy) på sandsynlighed for succes (margen 95 % konfidensinterval)



Som det også fremgår af figur 6 og tabel 6 nedenfor, ser vi, at kampagner, der er igangsat af kvinder både inden for donations- og belønningsbaseret crowdfunding nyder signifikant større chance for succes. Disse observationer bekræfter tidligere studier, der har fokuseret på belønningsbaseret crowdfunding, som observerer en lignende positiv sammenhæng mellem køn og sandsynligheden for succes (Greenberg og Mollick, 2016). Dette kan skyldes sproglige forskelle mellem mænd og kvinder, hvor kvinder viser et større brug af inkluderende, emotionelt og levende sprog, som er forbundet med finansieringssucces (Gorbatai og Nelson, 2015). Derudover søger mænd ofte større summer af penge end kvinder, hvilket er forbundet med en lavere grad af finansieringssucces (Marom, Robb og Sade, 2016), og dette finder jeg også i mit data: Hvor kvinder gennemsnitligt søgte 23.746 kr., søgte mænd 27.960 kr. Mænd oplever derfor også, når de opnår succes, et højere niveau af støtte

– hvor mænd gnsn. modtager 34.026 kr. modtager kvinder gnsn. 27.998 kr. Kvinder synes således, i modsætning til mange andre former for finansiering (se Sorenson o.a., 2016), at nyde fordel af crowdfunding, muligvis fordi deres sprogbrug og finansielle forventninger er bedre i overensstemmelse med crowdfunding som finansieringsværktøj. Men kvinder synes derudover også at være for konservative i deres forventninger til hvad de kan modtage i støtte. Det er dog vigtigt at pointere, at det kun var muligt at undersøge denne effekt ved donations- og belønningsbaseret crowdfunding.

Tabel 6: Effekt af køn på sandsynlighed for succes

	Model 4 Samlet datasæt	Model 5 Donationsbaseret CF	Model 6 Belønningsbaseret CF
Belønningsbaseret CF	16,4523*** (2,107)		
Varighed (dage)	1,0002 (0,000)	1,0001 (0,000)	0,9709** (0,009)
År	1,2645*** (0,041)	1,2431*** (0,038)	1,4008*** (0,099)
Størrelse på fundingmål (log)	0,8423** (0,054)	0,8809*** (0,031)	0,7523*** (0,049)
Dansk (dummy)	4,0121*** (1,177)	5,1275*** (1,195)	2,9136*** (0,898)
Køn (dummy)	1,2783** (0,101)	1,2257* (0,110)	1,7561* (0,409)
N	5297	4850	447
adj. R <sup>2</sup>	0,0980	0,0393	0,1379

Exponentiated coefficients; Standard errors in parentheses – \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$

## Geografi og crowdfunding

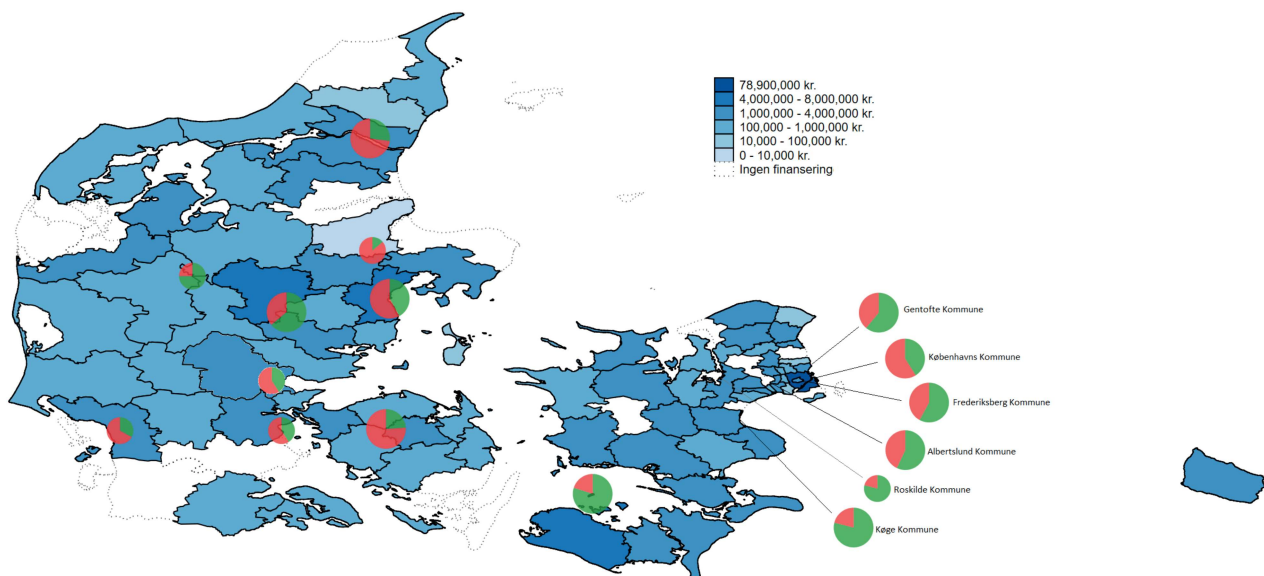
På nationalt såvel som globalt plan er der forekommet en stigende grad af agglomeration og koncentration af aktiviteter og mennesker i storbyområderne, som resulterer i voksende klyngemiljøer, der ofte er til indirekte skade for områder uden for disse klynger. Denne agglomeration og koncentration medfører også, at kapital bliver yderligere koncentreret i disse områder, både fordi klyngemiljøer nyder produktivitetsfordele, men også på grund af netværkseffekten (Kenney og Von Burg, 1999; Shane og Cable, 2002). Det synes derfor relevant at undersøge den geografiske fordeling af ressourcerne fra crowdfunding i Danmark.

For at undersøge geografis fordeling af crowdfunding brugte jeg STATA-programmet SPMAP (Pisati, 2007) til at generere geografisk information om placeringerne af individuelle grundlæggere baseret på deres lokalitetsbeskrivelse. Jeg kortlagde individuelle projekter på kommunalt niveau ved hjælp af geodata (SHP2DTA) indhentet fra DIVA-GIS (Hijmans o.a., 2019). Da donationsbaseret crowdfunding ikke er rettet mod et geografisk bestemt

område, men i stedet en mod velgørenhedsorganisation, bliver disse data ikke inkluderet, da det vil give et misvisende billede af den geografiske fordeling af ressourcer genereret fra crowdfunding. Ligesom investeringsbaseret crowdfunding ikke indgår i de statistiske analyser grundet de få observationer.

Hvis vi ser på figur 7, der giver et overblik over ressourcefordelingen fra crowdfunding samt succesraten fordelt på udvalgte kommuner, er det evident, at fordelingen af ressourcerne fra crowdfundingprojekter er ujævn. Jeg observerer ligesom Gallemore, Nielsen og Jespersen (2019), at byområderne, og specielt hovedstadsområdet, nyder særlig godt af crowdfunding. Dog kan jeg også se evidens for, at crowdfunding gavner mere bredt, for eksempel har Lolland Kommune og Bornholms Regionskommune haft succes med at tiltrække investeringer.

Figur 7: Geografisk fordeling af ressourcer og succesrater



For at få et mere dybtgående indblik i de geografisk betonede variabler, der kan have en betydning for den førnævnte fordeling af kapital, undersøger jeg, hvordan gini-koefficient, gennemsnitlig indkomst, befolkningstal, højst fuldførte uddannelse (HFU) og antallet af nystartede virksomheder (pr. 1000 borgere) i den givne kommune påvirker sandsynligheden for succes af crowdfunding (Danmarks Statistik, 2019a; 2019b; 2019c). Derudover undersøger jeg, hvorvidt kommunens kategorisering som by-, mellem-, land- eller yderkommune påvirker sandsynligheden for succes. Som det kan ses af tabel 7, kan vi overordnet se, at mens et stigende uddannelsesniveau og flere igangsatte virksomheder på kommunalt plan er forbundet med en større sandsynlighed for succes, er en stigende gini-koefficient og befolkningstal modsat forbundet med faldende sandsynlighed. Crowdfundingkampagner startet i kommuner kendetegnet ved større ulighed synes derfor dårligere stillet, muligvis fordi større ulighed ofte er forbundet med lavere grader af tillid, og da

folk oftest støtter lokale projekter, kan lavere tillid i de lokale områder måske forklare denne effekt (Greiner, Ockenfels og Werner, 2012).

Tabel 7: Geografiske variabelers effekt på sandsynlighed for succes

	Model 7 Samlet datasæt	Model 8 Belønnings-baseret CF	Model 9 Lånebaseret CF
Lånebaseret CF	18,0869*** (9,473)		
Varighed (dage)	0,9888 (0,008)	0,9942 (0,003)	0,8726*** (0,019)
År	1,7665*** (0,070)	1,8541*** (0,076)	0,6386 (0,163)
Størrelse på fundingmål (log)	0,7690*** (0,036)	0,7447*** (0,035)	2,5486** (0,895)
Dansk (dummy) <sup>1</sup>	2,9221*** (0,661)	2,6623*** (0,532)	
Gini-koefficient (kommunalt)	0,9019* (0,039)	0,8354* (0,061)	1,1432 (0,188)
Befolkningstal (kommunalt)	0,9999* (0,000)	0,9999** (0,000)	1,0001 (0,000)
HFU: Erhvervsuddannelse (kommunalt) <sup>2</sup>	1,0002 (0,000)	1,0003* (0,000)	0,9996 (0,000)
HFU: Mellemlang videregående uddannelse (kommunalt) <sup>2</sup>	1,0004** (0,000)	1,0005*** (0,000)	1,0001 (0,001)
HFU: Lang videregående uddannelse (kommunalt) <sup>2</sup>	1,0003 (0,000)	1,0004* (0,000)	0,9995 (0,000)
Nye virksomheder pr. 1.000 borgere	1,1458* (0,071)	1,1549 (0,120)	1,2656 (0,341)
N	1827	1425	402
adj. R <sup>2</sup>	0,4620	0,3259	0,4025

Exponentiated coefficients; Standard errors in parentheses – \*  $p < 0,05$ , \*\*  $p < 0,01$ , \*\*\*  $p < 0,001$

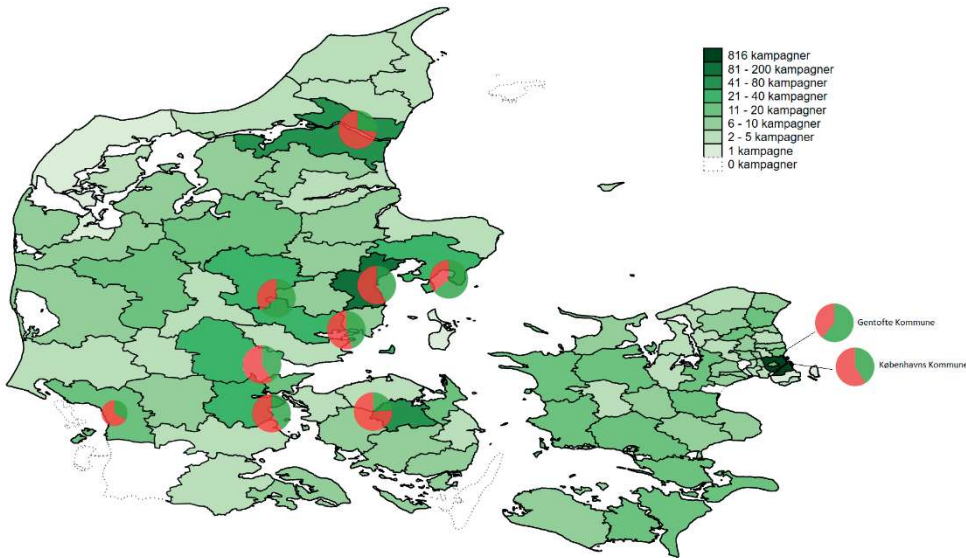
Ingen signifikant effekt for medianindkomst (kommunalt), mellemkommuner, landkommuner, yderkommuner

Note 1: I lånebaseret crowdfunding, som har en høj grad af finansieringssucces, er alle kampagner på dansk, og derfor er effekten overdreven i model 7. Derudover er denne variabel udeladt på grund af kollinearitet i model 4.

Note 2: Korte videregående uddannelser er sammenligningsgrundlaget.

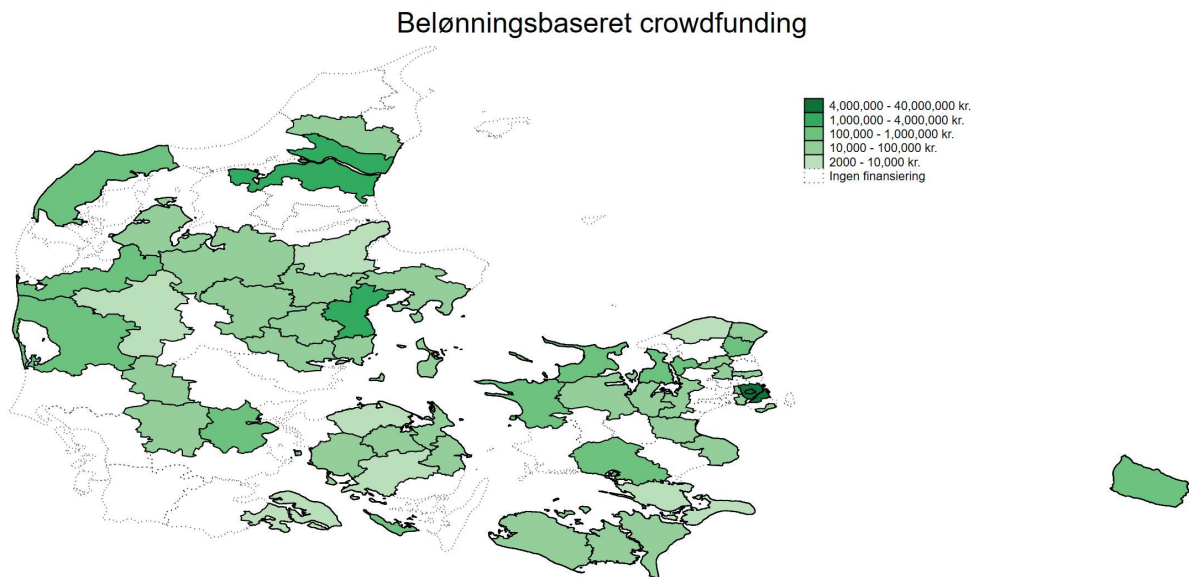
Overordnet set er effekten af geografisk betonedede variabler dog overraskende lille, specielt sammenholdt med tidligere amerikanske studier, der viser, at disse variabler har mere signifikante og systematiske påvirkninger (Gallimore, Nielsen og Jespersen, 2019). Geografisk placering synes derfor i mindre grad at påvirke sandsynligheden for succes af crowdfunding i Danmark. Denne observation skal dog tages med et gran salt, da antallet af kampagner per kommune langt fra er normalt fordelt, og der er derfor ikke grundlag for en korrekt sammenligning. For eksempel har et stort antal kommuner kun mellem 1 og 5 kampagner, hvor Københavns Kommune har 810 kampagner. Denne forskel i antallet af kampagner er derudover også den primære årsag til, at bykommunerne har større ressourcemæssig gevinst, som uddybet i figur 8.

Figur 8: Antal kampagner og succesrater

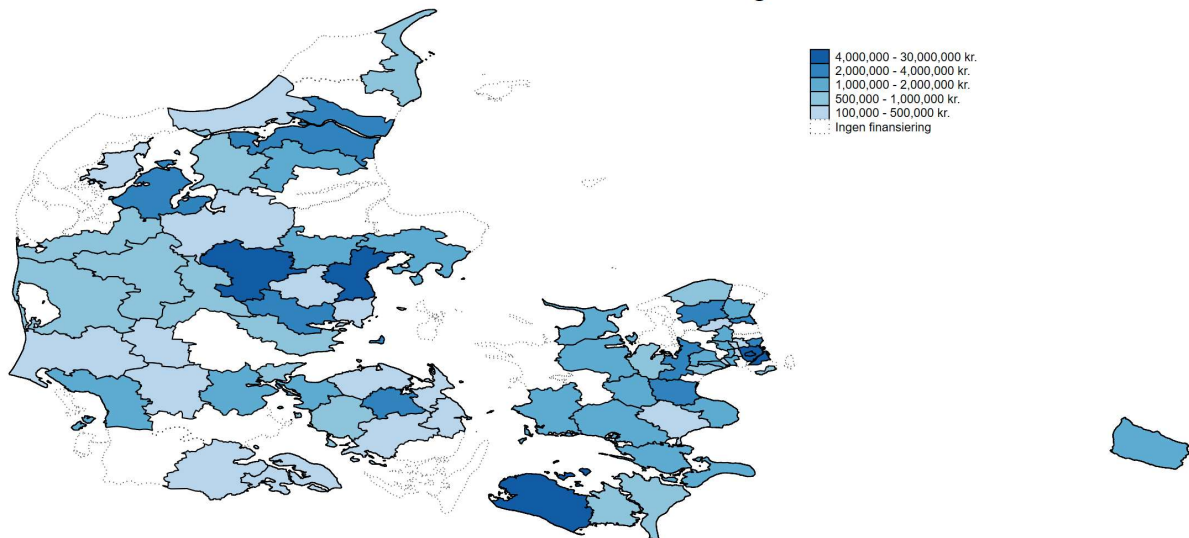


Endelig er fordelingen af ressourcerne fra crowdfunding også påvirket af, hvilken type af crowdfunding vi anskuer. Dette er bl.a. tydeligt, når vi sammenligner belønnings-, låne-, og investeringsbaseret crowdfunding: Hvor belønnings- og lånebaseret crowdfunding er mere vidt distribueret, er investeringsbaseret crowdfunding koncentreret om København.

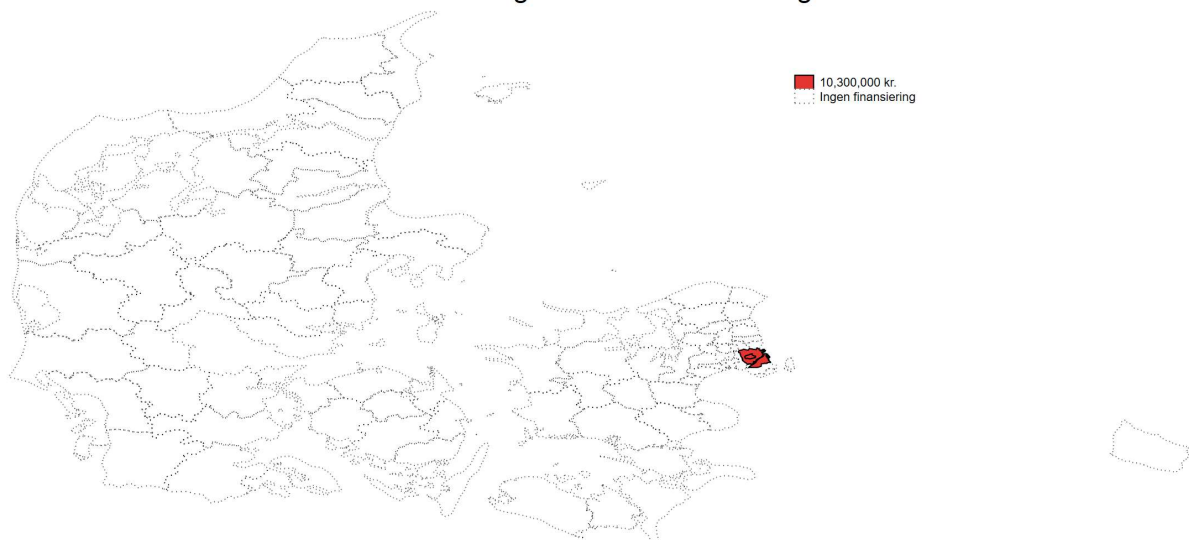
Figur 9: Geografisk fordeling af crowdfunding-ressourcerne på tværs af belønnings-, låne, og investeringsbaseret crowdfunding



## Lånebaseret crowdfunding



## Investeringsbaseret crowdfunding



## Crowdfunding i Danmark

Mens crowdfunding er relativt nyt fænomen, som visse aktører ikke betragter som et levedygtigt alternativ til de mere traditionelle former for finansiering, er dens hastige fremvækst et tegn på det modsatte. Globalt er crowdfunding-industrien allerede hastigt voksende med over \$34,4 milliarder rejst i blot 2015, og det forventes, at crowdfunding vil vokse yderligere med et gennemsnit pr. år på 29 pct. mellem 2018 og 2022 (Massolution, 2015; Statista, 2018). Denne hastige vækst kan også spores på det danske marked, som mellem 2011 og 2018 er vokset med 48 pct. per år i rejste midler. I betragtning af crowdfunding's hurtige fremvækst i Danmark synes det derfor også relevant at give nogle sonderende indsigter i, hvordan den fungerer i en dansk kontekst.

Ligesom tidligere studier af crowdfunding i USA observerer jeg, at projekter generelt lykkes med små marginer eller mislykkes stort (Mollick, 2014). Der er dog også tegn på, at en mindre gruppe af iværksættere ikke blot har fundet frem til, hvordan man opnår succes med crowdfunding, men også, hvordan

man mobiliserer flere ressourcer end før. Dette bekræfter Gallemore, Nielsen og Jespersens (2019) observation af, at der sker en stigende grad af professionalisering af crowdfundingfeltet, som også afspejles af den fremvoksende konsulentindustri, der har til formål at forbedre projektindehavernes sandsynlighed for at opnå finansieringssucces. En mulig negativ konsekvens af dette kan dog være, at crowdfunding i stigende grad vil blive dyrere at udføre, da det vil kræve en signifikant investering i videoproduktion, strategi for sociale medier og andre marketingtiltag for at kunne måle sig med *øvrige* crowdfundingkampagner. Andre paralleller til den amerikanske kontekst er, at varigheden og fundingmålet for kampagnen er forbundet med et signifikant fald i sandsynlighed for at opnå finansieringssucces. Jeg finder derudover, at dansksprogede kampagner og kvindelige kampagnestiftere har signifikant forbedrede odds for at opnå succes i donations- og belønningsbaseret crowdfunding. I betragtning af, at venturekapital er kendetegnet ved systematisk bias imod kvinder (Sorenson *o.a.*, 2016), hvor kun 1 pct. af venturekapital går til kvinder (Thielst, 2019), kan crowdfunding muligvis repræsentere et attraktivt alternativ til at forebygge denne kedelige statistik, specielt hvis disse observationer også gør sig gældende i lånebaseret og investeringsbaseret crowdfunding. Herudover finder jeg, at mens crowdfunding *øger borgenes mulighed for at diktere*, hvilke projekter der skal finansieres, synes dette ikke umiddelbart at skabe en mere ligelig fordeling af kapital genereret fra crowdfunding. Ligesom med andre finansieringskilder synes byområderne, og specielt hovedstadsområdet, at nyde særlig godt af crowdfunding. Det er dog iøjefaldende, at geografisk betonede variabler, i modsætning til situationen i USA, spiller en relativt lille rolle for forudsigelsen af sandsynligheden for at opnå finansieringssucces. Derimod synes årsagen at være forbundet med antallet af kampagner igangsat per kommune, frem for systematisk bias som konsekvens af f.eks. agglomeration og koncentration af aktiviteter.

Crowdfunding i Danmark forbliver dog en sjælden, men hastigt voksende finansieringskilde for iværksættere og udfordres generelt af en mangel på opmærksomhed fra både iværksættere og borgere. Denne manglende bevidsthed resulterer endvidere i en mangel på tillid til denne nye form for finansiering. Sjældenheden af visse typer crowdfunding kan også skyldes, at den mest kendte form for crowdfunding – belønningsbaseret crowdfunding – ofte er målrettet en mindre gruppe af projektindehavere, der kan tilbyde konkrete fordele for deres tilhængere i form af de belønninger, de får for at støtte projektet. Fremkomsten af andre crowdfundingmodeller skaber dog grobund for en bredere kreds af potentielle projektindehavere. For eksempel giver udlånsbaserede modeller, eksemplificeret ved Lendino, Kameo og Coop Crowdfunding, iværksættere adgang til lån fra deres kunder (og andre), der ofte er billigere, end hvad bankerne er villige til at tilbyde (Junge og Laursen, 2019). Långiverne, der på den anden side står over for et lille incitament til at holde deres opsparing på en fast rentekonto til en ubetydeligt (eller endda negativt renteniveau), stimuleres i stigende grad til at se efter alternativer, som disse udlånsbaserede modeller tilbyder. Derudover kan disse crowdfundingplatforme – ligesom Coop Crowdfunding – være med at fremskynde nye og mere

bæredygtige forretningsmodeller, for eksempel inden for fødevarersektoren. Disse projekter, som finansieres af deres fremtidige forbrugere, kan muligvis repræsentere en alternativ måde, hvorpå man kan engagere borgerne i den grønne omsætning og på samme tid opnå økonomisk gevinst. Denne tendens er også at spore i forskningen, der i større grad er ved at undersøge, hvordan crowdfunding kan udnyttes bedst til at opskalere bæredygtige projekter og iværksættere (Testa *o.a.*, 2019).

## Crowdfundings fremtid: Vækst og barrierer

Crowdfunding repræsenterer et potentielt radikalt skift i måden, hvorpå nye ventures og projekter finansieres, samt hvordan forbrugernes rolle indtænkes i innovations- og finansieringslogikken. Frem for blot at være en passiv modtager af varer og tjenester er forbrugeren nu en aktiv agent; ikke kun i selve innovationsprocessen (von Hippel, 1976; West og Bogers, 2017), men også i finansieringen af selvsamme proces. Denne artikel repræsenterer det første skridt til at belyse en voksende finansieringskilde for et bredt udsnit af ventures og projekter i Danmark. Som vist har crowdfunding fået en solid forankring herhjemme, og forhåbningen er, at vi qua denne forankring kan begynde rette et større politisk og policymæssigt fokus mod dets potentiale. Eksempelvis er investeringsbaseret crowdfunding mærkbart underrepræsenteret i her Danmark, når vi sammenligner os med en række andre europæiske lande, blandt andet Finland og Sverige: Hvor disse lande oplever en signifikant vækst i både antallet af platforme, der tilbyder disse ydelser, og i antallet af iværksættere, som søger og modtager midler, er det danske investeringsbaserede crowdfundingmarked næsten ikkeeksisterende. Dette kan naturligvis skyldes forskelle i investeringens kulturen i de respektive lande, men en stram, dansk fortolkning af EU-lovgivningen (MiFID) nævnes af blandt andet Dansk Erhverv og Dansk Crowdfunding Forening som en væsentlig grund hertil (Dansk Erhverv, 2019). Især to fortolkninger kan fremhæves som væsentlige barrierer for den investeringsbaserede crowdfunding indtræf i det danske marked: For det første er kravene til crowdfundingplatformen om at bevise, at en potentiel investor har forstået de risici, der knytter sig til at investere i en virksomhed via crowdfunding, meget høje i Danmark sammenlignet med andre europæiske lande. For det andet kræves det, at en virksomhed er et aktieselskab for at kunne benytte sig af investeringsbaseret crowdfunding i Danmark. Eftersom kapitalkravet for at stifte et aktieselskab i Danmark er 400.000 kr., er denne fortolkning en væsentlig hindring i forhold til antallet og arten af virksomheder, som har mulighed for at gøre brug af denne crowdfundingsmetode. Med crowdfundingens fortsatte vækst i mente er det derfor på høje tid at undersøge nærmere, hvordan Danmark – som Finland og Sverige – kan nyde større fordele af denne voksende finansieringskilde.

## Referencer

- Agrawal, A., C. Catalini og A. Goldfarb. (2015), "Crowdfunding: Geography, Social Networks, and the Timing of Investment Decisions", *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(2): 253-74.
- Baek, P. Collins, L. og B. Zhang (2014), Understanding Alternative Finance: The UK Alternative Finance Industry Report 2014. London.
- Baum, J.A.C. og B.S. Silverman (2004), "Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups", *Journal of Business Venturing*, 19(3): 411-36.
- BBC (2013), *The Statue of Liberty and America's crowdfunding pioneer*, BBC Magazine, <http://www.bbc.com/news/magazine-21932675>. Tilgået 27. februar 2017.
- Chaney, D. (2018), "A principal-agent perspective on consumer co-production: Crowdfunding and the redefinition of consumer power", *Technological Forecasting and Social Change*, 141: 74-84
- Cholakova, M. og B. Clarysse (2015), "Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-based Investments?", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(1): 145-72.
- Danmarks Statistik (2019a), Befolkningens højeste fuldførte uddannelse (15-69 år) efter område, herkomst, uddannelse alder og køn (afsluttet). <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/define.asp?PLanguage=0&subword=tabssel&MainTable=KRHFU1&PXSID=112485&tablestyle=&ST=SD&buttons=0>. Tilgået 30. september 2019.
- Danmarks Statistik (2019b), IFOR41: Ulighedsmål målt på ækvivaleret disponibel indkomst efter ulighedsmål og kommune. <http://www.statistikbanken.dk/ifor41>. Tilgået 4. februar 2019.
- Danmarks Statistik (2019c), Livskvalitet efter nøgletal, område og tid – Personlig disponibel indkomst (median kr./år). <http://www.statistikbanken.dk/2477>. Tilgået 4. februar 2019.
- Dansk Erhverv (2019), Iværksættere går glip af muligheder for investeringscrowdfunding. <https://www.danskerhverv.dk/siteassets/mediafolder/downloads/analysenotater-2019/48.-iværksateregar-glip-af-muligheder-for-crowdfunding.pdf>. Tilgået 30. oktober, 2019
- Davidson, R. og N. Poor (2014), "The barriers facing artists' use of crowdfunding platforms: Personality, emotional labor, and going to the well one too many times", *New Media & Society*, 17(2): 289-307.
- Dushnitsky, G. og M.A. Fitza (2018), "Are we missing the platforms for the crowd? Comparing investment drivers across multiple crowdfunding platforms", *Journal of Business Venturing Insights*, 10: e00100.
- Europa-Kommissionen (2016), Crowdfunding in the EU Capital Markets. [https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf). Tilgået 25. januar, 2019.
- Europa-Kommissionen (2018), FinTech action plan: For a more competitive and innovative European financial sector. [https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en). Tilgået 25. januar 2019.
- Fleming, L. og O. Sorenson (2016), "Financing by and for the Masses", *California Management Review*, 58(2): 5-19.
- Gallemore, C., K.R. Nielsen og K. Jespersen (2019), "The uneven geography of crowdfunding success: Spatial capital on Indiegogo", *Environment and Planning A: Economy and Space*, 51(6): 1389-1406
- Gerber, E.M. og J. Hui (2013), "Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation", *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*, 20(6): 32-34.
- Gorbatai, A.D. og L. Nelson (2015), "Gender and the Language of Crowdfunding", *Academy of Management Proceedings*, *Academy of Management*, 2015(1).
- Greenberg, J. og E. Mollick (2016), "Activist Choice Homophily and the Crowdfunding of Female Founders", *Administrative Science Quarterly*, 62(2): 341-74.
- Greiner, B., A. Ockenfels og P. Werner. (2012), "The dynamic interplay of inequality and trust – An experimental study", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 81(2): 355-65.
- Guo, L., D. Guo, W. Wang, H. Wang, og Y.J. Wu (2018), "Distance Diffusion of Home Bias for Crowdfunding Campaigns between Categories: Insights from Data Analytics", *Sustainability*, 10(4): 1-22
- Hijmans, R., E. Rojas, M. Cruz, R. O'Brien og I. Barrantes (2019), DIVA-GIS. <https://www.diva-gis.org/>. Tilgået 25. juli 2019.
- von Hippel, E. (1976), "The dominant role of users in the scientific instrument innovation process", *Research Policy*, 5(3): 212-39.
- Junge, L.B. og Laursen, I.C. (2019), Choosing Crowdfunding: A study of why entrepreneurs choose to engage in crowdfunding and how the choice of crowdfunding model and purpose change throughout the startup life cycle. Copenhagen Business School.
- Kenney, M. og U. Von Burg (1999), "Technology, entrepreneurship and path dependence: industrial clustering in Silicon Valley and Route 128", *Industrial and corporate change*. Oxford University Press, 8(1): 67-103.
- Kotha, R. og G. George (2012), "Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization", *Journal of Business Venturing*, 27(5): 525-43.
- Lehner, O.M. og A. Nicholls (2014), "Social finance and crowdfunding for social enterprises: A public-private case study providing legitimacy and leverage", *Venture Capital*, 16(3): 271-86.

- Marom, D., A. Robb og O. Sade (2016), "Gender dynamics in crowdfunding (Kickstarter): Evidence on entrepreneurs, investors, deals and taste-based discrimination", *SSRN Electronic Journal*.
- Massolution (2015), 015CFCrowdfundingIndustryReport. [http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product\\_id=54](http://reports.crowdsourcing.org/index.php?route=product/product&product_id=54). Tilgået 25. januar 2019.
- Maxwell, A.L., S.A. Jeffrey og M. Lévesque (2011), "Business angel early stage decision making", *Journal of Business Venturing*, 26(2): 212-25.
- Mollick, E. (2014), "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", *Journal of Business Venturing*, 29(1): 1-16.
- Mollick, E. (2016), "The Unique Value of Crowdfunding Is Not Money – It's Community", *Harvard Business Review*.
- Nielsen, K.R. (2017), "Crowdfunding for Sustainability: A Study on the Potential of Reward-based Crowdfunding in Supporting Sustainable Entrepreneurship", Copenhagen Business School [Phd] – PhD Series, No. 35.2017.
- Nielsen, K.R. (2018), "Crowdfunding through a partial organization lens – The co-dependent organization", *European Management Journal*, 36(6): 695-707.
- Parhankangas, A. og M. Renko (2017), "Linguistic style and crowdfunding success among social and commercial entrepreneurs", *Journal of Business Venturing*, 32(2): 215-36.
- Pisati, M. (2007), "SPMAP: Stata module to visualize spatial data". Boston College Department of Economics. <https://ideas.repec.org/c/boc/bocode/456812.html>. Tilgået 4. januar 2019.
- Sargeant, A., J.B. Ford og D.C. West (2006), "Perceptual determinants of nonprofit giving behavior", *Journal of Business Research*, 59(2): 155-65.
- Shane, S. og D. Cable (2002), "Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures", *Management Science*, 48(3): 364-81.
- Shane, S. og T. Stuart (2002), "Organizational Endowments and the Performance of University Start-ups", *Management Science*, 48(1): 154-70.
- Sorenson, O., V. Assenova, G. Li, J. Boada og L. Fleming (2016), "Expand innovation finance via crowdfunding", *Science*, 354(6319): 1526-8.
- Statista (2018), Crowdfunding – Statistics & Facts, Statista. <https://www.statista.com/topics/1283/crowdfunding/>. Tilgået 24. april 2019.
- Testa, S., K.R. Nielsen, M. Bogers og S. Cincotti (2019), "The role of crowdfunding in moving towards a sustainable society", *Technological Forecasting and Social Change*, 141: 66-73.
- Thielst, G.H. (2019), "Kun 1 pct. Så mange penge går der til de danske kvindelige startups", *Børsen*. Available at: <https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/233531/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo2OiJNZXNzZWwiO30> (tilgået 27 september 2019).
- West, J. og M. Bogers (2017), "Open innovation: current status and research opportunities", *Innovation*, 19(1): 43-50.
- Younkin, P. og V. Kuppaswamy (2017), "The Colorblind Crowd? Founder Race and Performance in Crowdfunding", *Management Science*, 64(7): 3269-87.
- Ziegler, T., R. Shneorm, K. Wenzlaff, A. Odorovic, D. Johanson, R. Hao og L. Ryll (2019), "Shifting Paradigms: The 4th European Alternative Benchmarking Report", <https://cdn.crowdfundinsider.com/wp-content/uploads/2019/04/CCAF-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms-April-2019.pdf>. Tilgået 24. april 2019.