

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

6° Quaderno di Ricerca

La Finanza Alternativa per le PMI in Italia



1) minibond



2) crowdfunding



3) invoice trading



4) direct lending



5) tokenization e crypto-asset



6) private equity e venture capital



7) quotazione in Borsa

Indice

	pagina
Prefazione	3
Presentazione	4
Introduzione	5
1. Minibond	11
– Il processo di emissione di un <i>minibond</i>	11
– La dimensione del mercato per le PMI	12
– I <i>'basket bond'</i>	16
2. Crowdfunding	19
– I modelli del <i>crowdfunding</i>	19
– <i>Reward-based crowdfunding</i>	20
– <i>Crowdinvesting</i> : le 'regole del gioco' e il Regolamento ECSP	21
– <i>Equity crowdfunding</i> : i numeri in Italia	23
– <i>Equity crowdfunding</i> : le PMI emittenti	26
– <i>Lending-based crowdfunding (social lending)</i>	29
– <i>Lending-based crowdfunding</i> : i portali attivi	31
– <i>Lending crowdfunding</i> : le imprese finanziate	35
3. Invoice trading	37
– Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi	37
– I portali attivi	39
– Le imprese finanziate	45
4. Direct lending	47
– Il contesto del mercato	47
– La regolamentazione in Italia	47
– Piattaforme e investitori	48
– Il mercato del <i>direct lending</i> per le PMI italiane	51
5. Tokenization e crypto-asset	53
– <i>Blockchain, crypto-asset</i> e ICOs	53
– La regolamentazione	55
– La <i>sandbox</i> regolamentare italiana	57
– Le opportunità per il futuro	57
6. Private equity e venture capital	59
– Caratteristiche del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i>	59
– Il mercato del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> in Italia	60
– Il contributo dei <i>business angel</i>	62
7. Quotazione in Borsa	65
– Il progetto ELITE	65
– Euronext Growth Milan e gli SME Growth Market	66
– Il DDL "Capitali"	67
La School of Management	69
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	71



Prefazione

Il Quaderno di ricerca “La finanza alternativa per le PMI in Italia” curato dal Politecnico di Milano, con il supporto di Unioncamere, Camera di Commercio Milano Monza Brianza Lodi ed Innexa, giunto alla sua sesta edizione, rappresenta uno strumento prezioso per le istituzioni, per il tessuto imprenditoriale e per gli operatori finanziari.

La presentazione del lavoro di ricerca avviene in un momento di stretta creditizia nei confronti delle imprese dovuta, da una parte, alla politica monetaria restrittiva messa in atto dalla BCE che ha aumentato i tassi di interesse - con l’obiettivo di contenere l’inflazione e il rallentamento del PIL nazionale - contribuendo alla flessione della domanda di finanziamenti e, dall’altra, alla maggiore difficoltà da parte delle imprese di rimborsare i propri debiti finanziari. Tutto ciò ha portato un conseguente aumento delle insolvenze e una minore propensione delle banche a concedere credito. In aggiunta, una spinta alla recessione non può che essere incentivata dal venir meno di alcune agevolazioni introdotte proprio con l’obiettivo di rilanciare l’economia: dal *temporary crisis framework* al Superbonus 110% e agli incentivi Industry 4.0.

In questo contesto il sistema camerale riveste un ruolo fondamentale: *in primis*, visto che gli operatori finanziari tenderanno a privilegiare le aziende solide, ha il compito di affiancare le imprese nelle attività di prevenzione della crisi, rafforzando gli strumenti e le conoscenze necessarie alle PMI per monitorare e consolidare il proprio equilibrio economico-finanziario. Inoltre, data la maggiore propensione del mercato verso gli ‘investimenti *green*’, le Camere di commercio, insieme alle altre istituzioni, sono chiamate a mettere in campo risorse e attività che supportino e incoraggino le imprese a intraprendere percorsi orientati alla transizione energetica e a perseguire obiettivi ESG.

A tutto ciò si aggiungono la digitalizzazione e il crescente utilizzo da parte delle imprese delle nuove tecnologie in tutte le fasi della vita aziendale, con dei cambiamenti importanti anche nel modo in cui si rapportano con il mercato finanziario. Il Fintech rappresenta uno dei tasselli della rivoluzione digitale che stiamo vivendo e, sebbene in Italia non venga utilizzato al pari di altri Paesi europei, rappresenta un’opportunità per le imprese da affiancare ai canali tradizionali di finanziamento, anche al fine di differenziare le fonti di approvvigionamento finanziario. Questo rapporto fa il punto sul *set* di strumenti di finanza alternativa a cui possono fare ricorso le imprese, fornendo un quadro quanto più completo ed esaustivo.

Naturalmente alcuni di essi sono adatti a PMI più strutturate mentre altri anche ad imprese di dimensioni più piccole. Ed è proprio nei confronti di queste ultime che siamo attivamente impegnati a fornire le competenze necessarie per conoscere il funzionamento degli strumenti di finanza alternativa così da acquisire la dimestichezza necessaria per il loro corretto utilizzo. Così facendo il sistema camerale è in grado di dare anche un contributo per la creazione di un mercato trasparente che, ci auguriamo, in futuro possa ritornare a crescere sfruttando tutto il potenziale di sviluppo, attraverso il superamento di quegli ostacoli che ne frenano la salita. Penso, ad esempio, alla scarsa liquidità di alcuni strumenti che possono rendere l’investimento meno *appealing*.

Oltre all’attività divulgativa e informativa nei confronti delle imprese abbiamo voluto, come sistema camerale, fare un ulteriore passo mettendo a disposizione delle PMI degli strumenti digitali veri e propri così che le imprese possano sperimentare in prima persona. Mi riferisco, in particolare, alla Suite finanziaria, la *web-app* che permette alle imprese di realizzare una completa autovalutazione economico-finanziaria e misurare il proprio stato di salute, e a ESGpass, il servizio di assistenza, accompagnamento e valutazione per aiutare le imprese a verificare, migliorare e valorizzare la propria *performance* di sostenibilità, nell’ottica dell’accesso al credito e ai mercati finanziari.

Gli strumenti a disposizione delle imprese sono molteplici. Ci auguriamo che possano aiutare le aziende ad affrontare al meglio le sfide poste dal mercato.

Giovanni Da Pozzo, Presidente Innexa

Presentazione

Un anno fa aprivamo la quinta edizione del Quaderno indicando gli effetti del ‘vento che cambia’. Il vento è decisamente cambiato e la situazione del mercato dei capitali che vediamo oggi è ben diversa rispetto a quella cui eravamo abituati in uno scenario di tassi di interesse nulli e negativi e inflazione contenuta.

Gli effetti dei nuovi equilibri cominciano a farsi sentire. I dati dei “Conti finanziari” di Banca d’Italia contabilizzano a metà 2023 uno *stock* di prestiti bancari a medio-lungo termine per le imprese non finanziarie pari a € 490 miliardi, contro € 517 miliardi a fine 2021. Secondo le ultime rilevazioni condotte da ABI e Cerved, è previsto un incremento significativo del tasso di deterioramento del credito delle imprese nel 2023, che dovrebbe toccare il 3,1%, in aumento dal 2,2% del 2022. Si tratta di dati peggiori persino rispetto a prima del periodo Covid, quando si attestavano al 2,9%.

Come sempre, le aziende più esposte e più vulnerabili verso il rischio di un nuovo *credit crunch* sono le PMI. Il mercato della finanza alternativa (o complementare) potrebbe trovare nuove opportunità in questo scenario, ma l’aumento dei tassi di interesse ha reso molto più sfidante il compito di promettere rendimenti competitivi agli investitori rispetto al mondo dei titoli di Stato, delle obbligazioni quotate e della Borsa.

Non a caso per la prima volta da quando proponiamo questa ricerca troviamo un calo generalizzato nei volumi del mercato, che però sembra dare, almeno in alcuni comparti, un segnale di tenuta nel secondo semestre 2023.

Siamo dunque in un momento di ‘assestamento’ e sarà interessante, partendo dalla ‘fotografia’ presentata nei prossimi capitoli per i diversi segmenti della finanza alternativa, capire quali saranno i nuovi equilibri futuri.

Come sempre ringraziamo gli *sponsor* e tutti coloro che hanno contribuito alla raccolta dei dati e delle informazioni. Ci fa particolarmente piacere, infine, evidenziare che il progetto di ricerca quest’anno ha beneficiato dei fondi del PNRR assegnati al progetto Ecosistema dell’Innovazione MUSA – Multilayered Urban Sustainability Action nell’ambito dello Spoke 4 “Impatto economico e finanza sostenibile”.

Buona lettura!

Il gruppo di ricerca

Introduzione

L'obiettivo della ricerca è analizzare il mercato della finanza 'alternativa' (o sotto alcuni punti di vista 'complementare') al credito bancario per le PMI. Dopo la crisi finanziaria iniziata nel 2008, in Italia si sono susseguiti numerosi provvedimenti legislativi per offrire nuovi canali di finanziamento alternativi e potenziare quelli esistenti, con l'obiettivo di incrementare la competitività dell'ecosistema delle PMI. Più di recente, si è aggiunta una certa attenzione sul tema dell'economia 'reale', con ciò riferendosi al mondo imprenditoriale del *'private capital'*, ovvero delle imprese non quotate.

Le PMI sono definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea come imprese autonome il cui organico risulta inferiore a 250 persone (requisito necessario) e il cui fatturato non superi € 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a € 43 milioni (basta uno dei due requisiti). Chiaramente non è facile discriminare le fonti di finanziamento delle PMI da quelle di altre imprese, perché molte di esse sono comuni anche alle grandi imprese. Come avvenuto negli anni precedenti, in questa ricerca quindi abbiamo individuato alcuni ambiti specifici, per i quali cercheremo di discriminare il contributo che hanno dato alla raccolta di risorse finanziarie per le PMI italiane negli ultimi anni, laddove i dati sono pubblicamente rintracciabili:

- 1) i *minibond*, ovvero il ricorso al mercato mobiliare per il collocamento di titoli di debito come obbligazioni e cambiali finanziarie per importi fino a € 50 milioni;
- 2) il *crowdfunding*, ovvero l'opportunità di raccogliere capitale su portali Internet da soggetti *retail*, nelle varie forme ammesse (*reward, lending, equity*);
- 3) l'*invoice trading*, ovvero lo smobilizzo di fatture commerciali acquisite da soggetti non bancari attraverso piattaforme *web*;
- 4) il *direct lending*, il credito erogato da soggetti non bancari attraverso prestiti diretti;
- 5) il collocamento di *token* digitali e in generale di *crypto-asset* su Internet grazie alla tecnologia emergente della *blockchain*;
- 6) il *private equity* e *venture capital*, ovvero il finanziamento con capitale di rischio fornito da investitori professionali come fondi e *business angel*;
- 7) la quotazione in Borsa su listini specifici per le PMI (SME Growth Market) come AIM Italia (ora Euronext Growth Milan).

La seguente Tabella identifica le principali differenze fra i sette canali di finanziamento individuati, confrontati con il credito bancario.

	Forma di finanziamento	Orizzonte temporale	Tipologia di investitore tipico
Credito bancario	Debito	Breve, medio, lungo termine	Bancario
<i>Minibond</i>	Debito	Breve e medio termine	Professionale (*)
<i>Crowdfunding</i>	<i>Reward, equity</i> , debito	In funzione della forma di finanziamento	<i>Retail</i> e professionale
<i>Invoice trading</i>	Smobilizzo fatture	Breve termine	Professionale
<i>Direct lending</i>	Debito	Medio termine	Professionale
<i>Crypto-asset</i> e <i>token</i> digitali	<i>Token</i> digitali	Variabile	<i>Retail</i> e professionale
<i>Private equity</i> e <i>venture capital</i>	<i>Equity</i>	Medio, lungo termine	Professionale
Quotazione in Borsa (SME Growth Market)	<i>Equity</i>	Breve, medio, lungo termine	<i>Retail</i> (sul secondario) e professionale

Tabella 0.1

Le caratteristiche dei diversi canali di finanziamento alternativi per le PMI, confrontati con il credito bancario

(*) ad oggi possibile il collocamento a determinate tipologie di investitori *retail* sui portali di *equity crowdfunding*

Nel seguito riassumiamo le principali tendenze descritte in questo quaderno per ciascuna delle categorie, con riferimento agli ultimi 12 mesi.

Minibond

L'industria dei *minibond* si è conquistata una crescente quota di mercato in Italia, sin dal 2013 quando le innovazioni normative avviate dal D.L. 'Sviluppo' e da decreti successivi hanno facilitato l'opportunità per le PMI di collocare obbligazioni e cambiali finanziarie sul mercato, sottoscritte da investitori professionali (tipicamente banche, fondi di *private debt* e *asset management companies*) e recentemente anche collocate su portali di *crowdfunding* (sebbene solo a certe categorie di investitori e solo per i titoli delle SpA).

Le PMI non finanziarie italiane emittenti di *minibond* fino al 30 giugno 2023 sono state 696. Esse hanno collocato 982 titoli raccogliendo € 3,95 miliardi. Fra queste, solo 29 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel primo semestre 2023, il che rappresenta un segnale negativo per lo sviluppo del mercato. Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 902 milioni, di cui € 584 milioni nel secondo semestre 2022 ma solo € 318 milioni nel primo semestre 2023 (in sensibile calo rispetto allo stesso periodo del 2022). Seguendo le dinamiche del mercato, la cedola annuale richiesta è salita sensibilmente, arrivando al 6,17% fisso e 7,27% variabile.

Ha contribuito al calo del mercato l'assenza di nuovi programmi di *'basket bond'*, ovvero operazioni di sistema che coinvolgono più imprese sotto la regia di investitori importanti come la Cassa Depositi e Prestiti; solo nelle ultime settimane si è vista una 'ripartenza'.

Crowdfunding

L'*equity crowdfunding* (ovvero il collocamento di quote del capitale di rischio su portali autorizzati da Consob) ha visto un buon tasso di crescita fino al 2021 anche grazie all'estensione a tutte le PMI di questa opportunità, inizialmente riservata a *startup* e PMI innovative. Sono 1.110 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme Internet autorizzate fino al 30 giugno 2023, portando a successo 989 campagne. Si tratta in gran parte di *startup* innovative, ma sono arrivate anche altre PMI con le operazioni in ambito *real estate*. Negli ultimi 12 mesi osservati la raccolta è stata pari a € 143 milioni. Nel primo semestre 2023 la raccolta è stata di € 58 milioni, con un calo tendenziale sensibile sul semestre precedente, legato alle incertezze congiunturali e ai timori per una futura recessione.

Il tema del momento è la definitiva entrata in vigore del Regolamento ECSP European Crowdfunding Service Providers, che alla data del 17/11/2023 vede 'solo' 11 piattaforme autorizzate in Italia rispetto alle decine che erano operative in precedenza e che al momento sono ferme in assenza del via libera da Consob e Banca d'Italia.

Per quanto riguarda le piattaforme di *lending*, che erogano prestiti alle imprese finanziati o co-finanziati dai piccoli risparmiatori su Internet, esse hanno canalizzato denaro alle PMI italiane per € 39 milioni nell'ultimo periodo annuale (€ 18 milioni nel secondo semestre 2022 e € 21 milioni nel primo semestre 2023). A questi numeri si aggiunge il contributo delle numerose piattaforme di *lending* specializzate nell'immobiliare, che hanno apportato negli ultimi 12 mesi ben € 116 milioni, di cui € 69 milioni nel solo primo semestre 2023; si tratta quindi di uno dei pochi comparti della finanza alternativa che risulta in progresso.

Anche le piattaforme *lending* dovranno adeguarsi al nuovo regolamento europeo ECSP. Completa il quadro il *reward-based crowdfunding*; si parla di campagne di piccolo importo (condotte soprattutto su portali USA come Kickstarter) che imprese italiane hanno lanciato per raccogliere denaro offrendo in cambio prodotti e ricompense non monetarie. Si tratta di un contributo quantificabile in pochi milioni di euro all'anno.

Invoice trading

Le piattaforme di *invoice trading* italiane continuano a mobilitare per le PMI italiane centinaia di milioni di euro ma non tutte rendono trasparenti i loro dati. La ricerca ha censito 15 operatori (2 in più dell'anno scorso).

Va notato che il ciclo di investimento in questo ambito è molto più breve, trattandosi della cessione a investitori professionali di fatture commerciali a scadenza mediamente 3-4 mesi, che vengono spesso utilizzate come sottostante per operazioni di cartolarizzazione. Molte delle risorse conteggiate sono quindi state reinvestite più volte nell'arco del periodo e le stesse imprese hanno ceduto più fatture nel tempo. Si può stimare che questo canale di finanziamento sia stato adottato da un buon numero di PMI italiane ed è certamente lo strumento relativamente più utilizzato fra tutti quelli considerati.

Diverse piattaforme si sono integrate con i sistemi ERP offerti da grandi *software house*. Pensiamo che il comparto vedrà un aumento dei volumi delle richieste da parte delle PMI nei prossimi mesi, con il probabile inasprimento delle condizioni del credito bancario, ma dovrà confrontarsi con un deterioramento della qualità dei crediti sottostanti e un tasso di insoluti in crescita.

Direct lending

Qui si fa riferimento all'opportunità per soggetti non bancari (in particolare fondi di credito e piattaforme *fintech*) di erogare prestiti diretti alle imprese.

Si tratta del segmento dove è più difficile raccogliere informazioni esaustive, perché non pubblicamente disponibili e perché non è sempre facile distinguere il segmento delle PMI (dove operano soprattutto alcuni *player* specializzati) rispetto alle grandi imprese. Mentre in Europa i numeri del 2023 segnano un calo dei prestiti, in Italia nuovi fondi continuano ad arrivare sul mercato e hanno cominciato a investire, spinti anche dalla nascita di ELTIF e di 'PIR alternativi'.

Anche questo comparto potrebbe trovare maggiore spazio, per la minore disponibilità delle banche, ma si misurerà con la richiesta degli investitori di avere rendimenti più elevati e competitivi rispetto alle *asset class* tradizionali.

Crypto-asset e token digitali

Grazie alle innovazioni *fintech* e alla tecnologia *blockchain*, è oramai possibile generare *token* digitali utilizzabili non solo come criptovalute, ma anche come strumenti di accesso a servizi e a investimenti, nonché per 'tokenizzare' titoli e *asset* finanziari tradizionali. Alcuni anni fa si è registrato un vero e proprio *boom* su Internet di offerte di *token* digitali (Initial Coin Offerings, ICOs), scambiabili su piattaforme specializzate; più recentemente abbiamo registrato la 'moda' altrettanto volatile degli NFTs (Non-Fungible Tokens). Ciò ha sollevato una comprensibile preoccupazione da parte delle autorità di mercato.

Riconoscendo la validità delle tecnologie distribuite, l'Unione Europea ha emanato due norme importanti: il Regolamento UE 2022/858 (che ha introdotto il DLT Pilot Regime) e il Regolamento MiCAR (Market in Crypto-Assets Regulation). L'obiettivo è disciplinare i *crypto-asset* sia nell'ambito della tokenizzazione di strumenti finanziari sia in tutte le altre transazioni economiche. Importante tassello in Italia è stato il D.L. 25/2023 (Decreto 'Fintech') che istituisce l'albo dei gestori di registri distribuiti. Si tratta ora di rendere operativo il nuovo quadro regolamentare.

Nel frattempo in Italia sono stati definiti i progetti di sperimentazione *fintech* nell'ambito della *sandbox* regolamentare, di cui sta partendo la seconda *call*.

Il tema della 'tokenizzazione' degli *asset* finanziari è quindi di grande attualità e al di là di alcune sperimentazioni passate o in corso, potrebbe rappresentare un'opportunità significativa per un più facile accesso al capitale e una 'democratizzazione' della finanza per le PMI.

Private equity e venture capital

Benché attivo da tempo, il mercato italiano del *private equity* e soprattutto del *venture capital* è ancora sotto-dimensionato rispetto alla situazione di Germania e soprattutto Francia, nonostante il 2022 sia stato un anno *record* rispetto al passato. Si fa riferimento agli investimenti effettuati da soggetti professionali nel campo del *private equity* e del *venture capital*, sottoscrivendo capitale di rischio di imprese non quotate, con l'ambizio-

ne di contribuire attivamente alla crescita dell'azienda in modo attivo, per poi ottenere una plusvalenza al momento dell'*exit* (ovvero la dismissione della partecipazione con la cessione a terzi o con la quotazione in Borsa).

Con riferimento alle statistiche periodiche pubblicate dall'associazione di riferimento AIFI, limitiamo l'attenzione alle sole operazioni di *venture capital* ed *expansion*, dove tipicamente l'investimento viene effettuato con un aumento di capitale e con l'apporto quindi di nuove risorse. Al contrario, le operazioni di *buyout* riguardano più che altro cessioni di partecipazioni ad altri investitori.

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *venture capital*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese in fase di *seed* o *startup*, si conferma una buona crescita tendenziale a partire dal 2020, sia nel numero di operazioni (ben 547 nel 2022, un *record* per l'Italia) sia nel flusso di investimento che per la prima volta hanno superato € 1 miliardo. Anche il 2023 è partito bene nonostante le difficoltà congiunturali, con 232 operazioni per € 410 milioni nei primi 6 mesi.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI attive anche in settori tradizionali) il *trend* si conferma decisamente inadeguato rispetto al potenziale italiano, soprattutto per il numero di operazioni. Nel 2022 AIFI ha registrato 46 *deal* con € 483 milioni investiti (con un calo del 44% rispetto al 2021). Il primo semestre 2023 non ha portato buone notizie con solo 18 *deal* e € 210 milioni investiti. Sembrano dunque sistematici gli elementi di debolezza del mercato su questa fascia di PMI che vogliono crescere.

Box 0.1

Le iniziative di Innexa per la finanza alternativa e complementare al credito

Innexa è la struttura di riferimento del Sistema Camerale in ambito finanziario e creditizio per le PMI italiane, focalizzata in particolare su strumenti, servizi e modelli di finanza complementare, di prevenzione della crisi e di sostenibilità. In qualità di aggregatore e facilitatore dell'ecosistema Fintech, supporta le aziende nell'accesso al credito, alla finanza complementare e agli strumenti finanziari innovativi, promuovendo la diffusione di una nuova cultura finanziaria tra le PMI. Offre diversi servizi volti a collegare i *player* di finanza alternativa al tessuto imprenditoriale del Paese, accompagnando le imprese nella loro crescita fino eventualmente alla quotazione in Borsa (ad esempio su Euronext Growth Milan).

I servizi attualmente fruibili sul portale www.innexa.it sono:

- Fintech Digital Index, il *database* analitico, facile da consultare, che permette di visualizzare le imprese Fintech italiane. Si tratta di un *tool* liberamente accessibile *online*, che consente agli utenti di ricercare e comparare tutte le imprese censite e attive nella finanza digitale per le PMI e di accedere ad informazioni di dettaglio relative a fondatori e *manager*, bilanci, contatti e molto altro. Un vero e proprio ponte tra chi offre servizi di finanziamento digitale e gli imprenditori in cerca di capitali;
- Crowdfunding Hub, la piattaforma che permette di consultare le principali caratteristiche delle imprese che hanno lanciato una campagna di *equity crowdfunding* o che hanno raccolto capitali utilizzando questo metodo. Lo strumento è stato realizzato con un duplice obiettivo: da un lato, garantire una maggiore trasparenza del mercato, dall'altro, favorire lo scambio e una maggiore liquidità del mercato dell'*equity crowdfunding*;
- Suite finanziaria, la *web-app* che permette alle imprese di realizzare una completa autovalutazione economico-finanziaria e misurare il proprio stato di salute. Con diversi livelli di profondità, fornisce un completo *set* di indicatori che permettono di verificare l'equilibrio finanziario dell'impresa e la sostenibilità dei progetti di crescita. I moduli della piattaforma intendono aiutare le imprese ad adottare un "Adeguato Assetto" per la prevenzione della crisi d'impresa, attività ad oggi obbligatoria per legge per gli imprenditori;
- ESGpass, il servizio di assistenza, accompagnamento e valutazione per aiutare le imprese a verificare, migliorare e valorizzare la propria *performance* di sostenibilità, nell'ottica dell'accesso al credito e ai mercati finanziari. Il servizio permette di accedere ad un questionario di autovalutazione gratuito, con diversi livelli di approfondimento e temi di interesse, per aiutare le imprese a verificare il proprio livello di avvicinamento agli obiettivi ESG, anche attraverso simulazioni. La piattaforma restituisce un *report* di dettaglio con un *benchmark* di settore, la valutazione ESG delle singole aree tematiche e l'indicazione delle possibili azioni per migliorare il proprio *score*.

Per quanto riguarda il contributo che i *business angel* generano per il settore, partendo dai dati raccolti da IBAN (Italian Business Angels Network), viene indicato in € 83 milioni l'apporto nel 2022, in calo rispetto al 2021.

Quotazione in Borsa

Infine evidenziamo la raccolta che le PMI hanno effettuato sul mercato borsistico, in particolare su Euronext Growth Milan, lo SME Growth Market di Borsa Italiana.

A fine giugno 2023 il mercato ha raggiunto la soglia di 192 società quotate, con una raccolta di risorse liquide (considerando gli aumenti di capitale condotti alla quotazione o anche successivamente) che è pari a € 309 milioni nel 2022 e 'solo' € 100 milioni nel primo semestre 2023. In realtà il secondo semestre 2023 sembra dare segni di recupero, ma permane il tema dell'attrattività del mercato borsistico, con una serie di sforzi di *policy* come il DDL 'Capitali' che introduce una serie di opportunità interessanti anche per le PMI, fra cui la possibilità di dematerializzare le quote delle Srl.

Pensiamo che lo sviluppo della finanza alternativa (o complementare) al credito bancario in Italia stia continuando a generare vantaggi tangibili soprattutto nei tempi e a volte anche nei costi di accesso al capitale, in una fase che è tornata delicata per l'economia rispetto ai possibili rischi futuri; le filiere che analizziamo in questa ricerca hanno consentito a tante PMI italiane, fino a pochi anni fa escluse da questa opportunità, di incrementare la propria competitività e ottenere vantaggi non solo in termini di maggiore inclusione e diversificazione delle fonti, ma anche di accresciute competenze manageriali, visibilità sul mercato, maggiori opportunità di investimento. Diversi sono i casi aziendali che saranno citati nella ricerca a supporto di questa ipotesi.



1. Minibond



Nella ricerca definiamo i *minibond* come titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) emessi da imprese non finanziarie italiane, in particolare di piccola-media dimensione, per importi strettamente inferiori a € 50 milioni. Le normative di riferimento sono contenute nel D.L. 22 giugno 2012 n. 83 (“Decreto Sviluppo”) e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 (“Decreto Sviluppo Bis”), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (“Decreto Competitività”).

Si tratta di titoli di debito collocati sul mercato mobiliare e sottoscritti tipicamente da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l’emissione negli articoli 2410-2420 per le SpA, e nell’articolo 2483 per le Srl), ma fino al 2013 si trattava di forme di finanziamento utilizzate quasi esclusivamente da imprese quotate e molto raramente da PMI.

Per approfondimenti sui singoli punti trattati nel seguito rimandiamo al Report annuale, disponibile sul *web*, pubblicato dall’Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano (www.osservatoriomibond.it).

Il processo di emissione di un *minibond*

Tipicamente il processo di emissione di un *minibond* parte dalla definizione di un *business plan*, che evidenzia le motivazioni alla base della necessità di raccolta di capitale. Più la dimensione della raccolta è significativa rispetto alle dimensioni aziendali, maggiore sarà la necessità di individuare le strategie di sviluppo future, le risorse necessarie, i risultati da conseguire. Sarà necessario stimare la capacità prospettica dell’azienda di generare cassa nel futuro, al fine di dimostrare ai potenziali investitori la sostenibilità finanziaria dell’indebitamento. In altre parole, periodo per periodo occorrerà verificare che i flussi di cassa operativi saranno sufficienti per coprire il pagamento delle cedole dovute e il rimborso del capitale. In questa fase l’impresa potrà fare affidamento su consulenti esterni. Le caratteristiche generali dell’emissione (scadenza, modalità di rimborso del capitale, presenza di eventuali opzioni *call/put*) dovranno essere compatibili con il piano finanziario.

Successivamente occorrerà avvalersi del supporto da parte di esperti legali per la strutturazione del contratto di finanziamento, per evitare rischi di contenziosi o di illeciti. Per le Srl, occorrerà verificare se lo Statuto sociale consente l’emissione di titoli di debito (ed eventualmente servirà un atto notarile di modifica); per questo tipo di imprese gli investitori potranno solo essere banche o fondi di investimento.

Un altro passo necessario sarà la certificazione del bilancio da parte di un soggetto accreditato, al fine di tranquillizzare gli investitori sulla qualità delle informazioni contabili.

Quasi sempre viene richiesta la dematerializzazione dei titoli, con l’assegnazione di un codice ISIN (con Banca d’Italia) e l’accentramento presso la Monte Titoli SpA. Questo servizio può essere svolto autonomamente (ma di solito le PMI non hanno competenze di questo tipo al loro interno) o appoggiandosi a *servicer* esterni. Occorrerà prendere accordi anche con una banca che si prenderà carico della gestione dei pagamenti agli investitori.

Altre volte i titoli vengono mantenuti come certificati cartacei.

La ricerca degli investitori potrà essere fatta contattando direttamente operatori specializzati nel campo dei *minibond* (*in primis* fondi di *private debt*, SIM, *family office*, società di *asset management*, ma anche le stesse banche) oppure appoggiandosi su *arranger* che già dispongono di una rete di potenziali investitori e affiancheranno l'emittente in tutte le fasi descritte. Un'importante novità dal 2020 è la possibilità per i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob di collocare obbligazioni emesse da PMI (ai sensi della definizione del Regolamento UE 2017/1129) attraverso una sezione dedicata della piattaforma, destinata solo a investitori professionali e - sotto alcune condizioni - a investitori non professionali. In particolare è possibile collocare solo titoli di debito di Società per Azioni (in ossequio al Codice Civile) e che gli investitori titolati devono appartenere a una di queste classi:

- investitori non professionali con un portafoglio complessivo di strumenti finanziari, inclusi i depositi in denaro, pari a € 250.000 come certificato da una banca o da un intermediario;
- investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Peraltro, con l'arrivo del Regolamento UE ECSP European Crowdfunding Service Provider, le regole stanno cambiando. Ne parliamo a pagina 21.

Alla data del 30/6/2023 le piattaforme di *equity crowdfunding* che avevano ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito erano 6 (2meet2biz, CrowdFundMe, FirmAid, Fundera, Opstart, ReRoi), ma solo 3 di esse vi hanno fatto ricorso.

La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati fino a giugno 2023.

Tabella 1.1

I titoli obbligazionari collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 30/6/2023

Portale	Offerte	Raccolta totale
Crowdfundme.it	7	€ 12,62 milioni
Fundera.it	87	€ 65,79 milioni
Opstart.it	13	€ 11,52 milioni

Per quanto riguarda la remunerazione da offrire al mercato, sarà necessario un confronto con i potenziali investitori, eventualmente con il supporto dell'*arranger*, rispetto alla cedola che dovrà essere promessa, in quota remunerazione del capitale, ad eventuali opzioni di rimborso anticipato (a discrezione dell'emittente e/o degli investitori) e ad eventuali garanzie che l'impresa potrà prestare (attraverso pegni su immobili, piuttosto che sul magazzino, o su altri *asset*, o da soggetti pubblici che sono attivi in questo mercato come il Fondo di Garanzia statale, o SACE, o istituzioni finanziarie regionali ed europee, o ancora i Consorzi Fidi) al fine di ridurre il rischio per gli investitori e quindi il costo del capitale. Un nuovo strumento che potrebbe essere considerato è il 'pegno mobiliare non possessorio' introdotto dal D.L. 59/2016; esso consente di offrire un pegno su beni aziendali come scorte e macchinari senza privarsi della loro materiale disponibilità nel corso del tempo.

Un ulteriore segnale importante potrà essere la richiesta di un *rating* da parte di una agenzia autorizzata (in Italia Cerved, Crif, modefinance) con l'obiettivo di misurare con maggiore precisione il rischio dell'emittente.

I *minibond* possono essere quotati su un mercato borsistico, oppure no. Il mercato ideale in Italia è il segmento ExtraMOT PRO³ di Borsa Italiana, aperto solo a investitori professionali essendo un listino non regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID II. I vantaggi della quotazione sono legati alla possibilità di utilizzare la piattaforma del listino per il collocamento dei titoli, ad una maggiore visibilità per gli investitori e alla maggiore liquidità dell'investimento (anche se nei fatti gli scambi sono poco frequenti); lo svan-

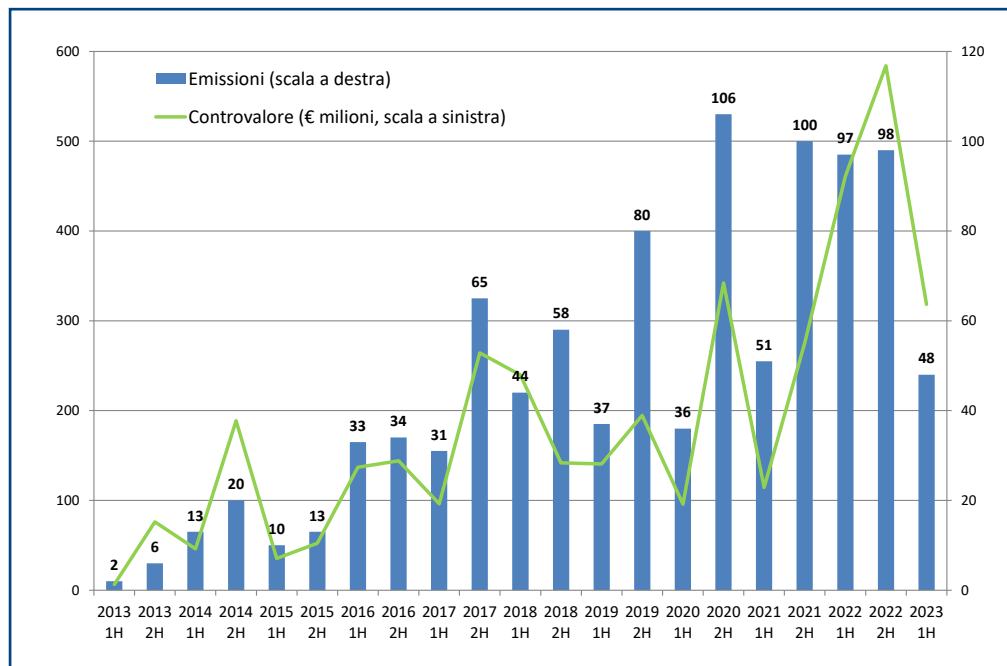


Figura 1.1

I minibond emessi da PMI in Italia: flusso semestrale (numero e controvalore in € milioni). Sono considerate le emissioni di PMI non finanziarie per importi sotto € 50 milioni.

taggio è legato al costo (anche se ridotto) ma soprattutto agli adempimenti richiesti, *in primis* il rispetto della Market Abuse Regulation (MAR) che richiede la comunicazione di una serie di informazioni e impone adempimenti in tema di *internal dealing*.

La dimensione del mercato per le PMI

Non essendoci una particolare distinzione normativa fra *minibond* emessi da PMI e *minibond* emessi da imprese di dimensione maggiore, occorre segmentare il mercato italiano per distinguere nel merito.

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha censito fino alla data del 30 giugno 2023 1.542 *minibond* di importo inferiore a € 50 milioni collocati da società non finanziarie, per un controvalore complessivo di € 9,16 miliardi. Limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 982 operazioni per un controvalore di € 3,95 miliardi; il valore medio delle singole emissioni è pari a € 4,03 milioni.

La Figura 1.1 suddivide il campione delle emissioni di PMI per semestre, evidenziando l'avvio del mercato in sordina fino al 2014 e la crescita successiva, con alti e bassi. Il 2022 mostra un ottimo andamento, con 195 emissioni e una raccolta superiore a € 1 miliardo. Per contro, il primo semestre del 2023 è andato decisamente male con solo 48 emissioni (valore più basso negli ultimi 36 mesi) e € 318,24 milioni raccolti. Sicuramente l'incremento dei tassi di interesse ha impattato negativamente.

Il controvalore medio delle emissioni nel primo semestre 2023 risulta uguale a € 6,63 milioni, in ulteriore leggera crescita rispetto al 2022.

La Tabella 1.2 riporta alcuni dati statistici fondamentali sulle emissioni. La cedola annuale (calcolata solo sui titoli a tasso fisso) continua a salire seguendo le dinamiche del mercato; nel primo semestre del 2023 abbiamo una media pari a 6,17% (nel 2021 il valore era 3,85%). Si nota un aumento della cedola variabile; nel 2021 solo il 7,28% delle emissioni la prevedeva, mentre la quota è salita al 33,33% nel 2022 e 41,67% nei primi sei mesi del 2023.

La scadenza media è lievemente scesa rispetto ai livelli del 2021 e 2022 (siamo a 5,0 anni) e il piano di ammortamento più utilizzato è tornato ad essere quello di tipo *bullet*. I titoli quotati su un mercato borsistico rimangono la minoranza (10,4% nel primo semestre 2022) mentre scendono rispetto alla media storica quelli che hanno ottenuto un *rating* (9,2%). Scende il ricorso ad una garanzia reale, fornita o dall'emittente stessa o da soggetti esterni come il Fondo di Garanzia, SACE e i Confidi; si trattava di una clausola molto utilizzata a seguito dei provvedimenti emergenziali per la pandemia.

Tabella 1.2

Statistiche sui *minibond* emessi dalle PMI italiane non finanziarie. La cedola % è riferita ai soli titoli a tasso fisso; dal 2021 fra parentesi è indicato anche il costo medio della cedola variabile

Anno di emissione	Cedola media annuale	% con cedola variabile	Maturity media (anni)	% titoli bullet	% quotati in Borsa	% con rating	% con garanzia
2013	6,75%	-	3,7	75,0%	75,0%	25,0%	37,5%
2014	5,56%	9,09%	8,2	33,3%	75,8%	45,5%	25,0%
2015	5,24%	4,35%	4,6	60,9%	43,5%	17,4%	25,7%
2016	5,04%	8,96%	5,7	44,8%	53,7%	29,9%	43,0%
2017	4,47%	12,50%	4,3	45,8%	52,1%	13,5%	45,5%
2018	5,24%	13,73%	4,9	47,1%	46,1%	20,6%	42,5%
2019	4,29%	15,38%	4,3	38,5%	24,8%	15,4%	50,4%
2020	3,55%	7,04%	6,4	18,3%	16,2%	42,3%	70,3%
2021	3,85% (5,00%)	7,28%	5,4	22,5%	13,9%	33,1%	69,8%
2022	5,25% (5,61%)	33,33%	5,3	29,2%	4,1%	12,3%	62,5%
2023 (1H)	6,17% (7,27%)	41,67%	5,0	54,2%	10,4%	9,2%	41,7%
Totale	5,04%	13,94%	5,3	42,7%	37,8%	23,2%	46,7%

Per avere un ulteriore elemento di confronto per gli anni dal 2021 al 2023, la Tabella 1.2 riporta anche il tasso medio dei *minibond* con cedole variabili, calcolato sommando lo *spread* richiesto al tasso Eurirs (*Euro interest rate swap*) corrispondente all'Euribor, alla scadenza che coincide con la *maturity* del titolo. Anche in questo modo si osserva l'incremento del costo del capitale medio, arrivato nei primi mesi del 2023 al 7,27%.

Le PMI non finanziarie emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 696 al 30 giugno 2023. La differenza rispetto al numero di emissioni è dovuta al fatto che molte emittenti hanno condotto più emissioni. È interessante notare che le PMI emittenti per la prima volta nel primo semestre 2023 sono state solo 29, a testimoniare un 'raffreddamento' del clima.

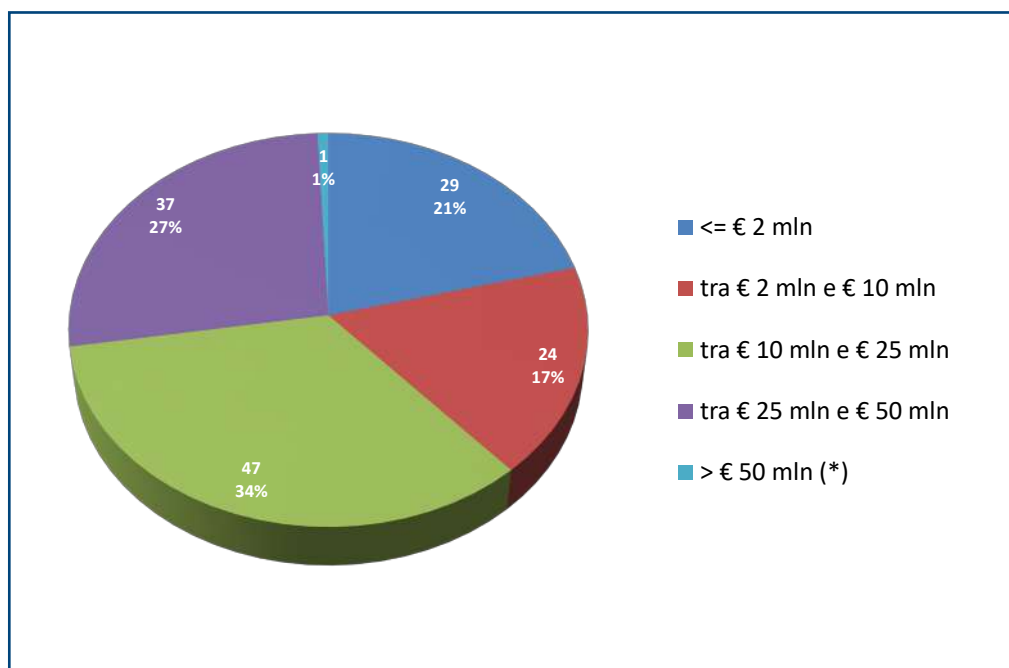
La Figura 1.2 suddivide il campione delle 138 PMI emittenti negli ultimi 12 mesi per fatturato. Si può notare una distribuzione abbastanza equilibrata, a indicare che la tipologia di PMI che si avvicinano allo strumento dei *minibond* è diversificata. Abbiamo registrato 29 aziende con un fatturato da ultimo bilancio all'emissione non superiore alla soglia di € 2 milioni. Il gruppo più numeroso è quello delle imprese con fatturato fra € 10 milioni e € 25 milioni. Per curiosità, le emittenti sono per il 53% società per azioni (SpA), per il 46% società a responsabilità limitata (Srl) e per l'1% società cooperative.

La Figura 1.3 evidenzia i settori di attività, in funzione del codice ATECO. Anche in

Figura 1.2

Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti di *minibond* dal 1/7/2022 al 30/6/2023 per classe di fatturato

(*) = imprese che pur avendo un fatturato superiore a € 50 milioni hanno un attivo totale inferiore a € 43 milioni



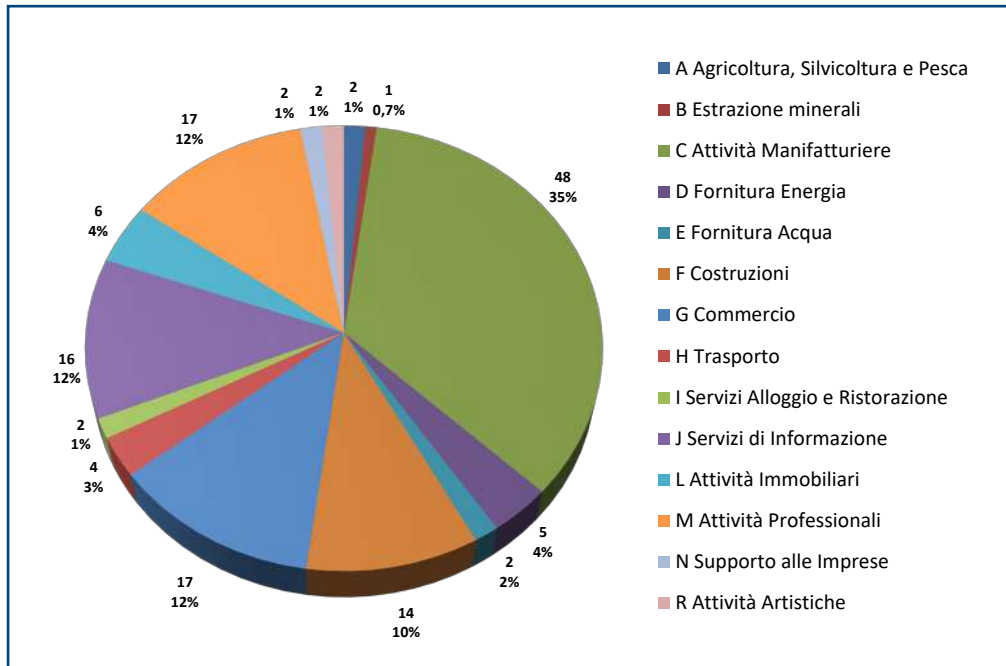


Figura 1.3
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2022 al 30/6/2023 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO

questo caso si vede una dispersione fra molti tipi di *business*, prendendo atto della preponderanza del settore manifatturiero (codice C) anche negli ultimi 12 mesi; questo settore rappresenta il 35% delle emittenti, valore stabile rispetto al periodo precedente. Il commercio (codice G) scende leggermente al 14%, raggiunto dalle attività professionali (ATECO M) e seguito dai servizi di informazione e comunicazione (codice J) che si attestano al 12%.

La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica: si conferma sul podio la Lombardia con 39 PMI, pari al 28% del totale (un anno fa era 25%). Piemonte ed Emilia Romagna seguono con 19 emittenti ciascuna e nel complesso il Nord arriva a tre quarti del campione. Il Lazio conta 10 PMI e al Sud primeggiano Campania e Puglia con 8 e 5 emittenti rispettivamente.

Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano tre casi nel Box 1.1 a pagina 17) si conferma che quasi mai i *minibond* rappresentano alternative meno costose rispetto al credito bancario, laddove disponibile. Le motivazioni per cui le PMI ricorrono ai *minibond* sono essenzialmente di quattro tipi.

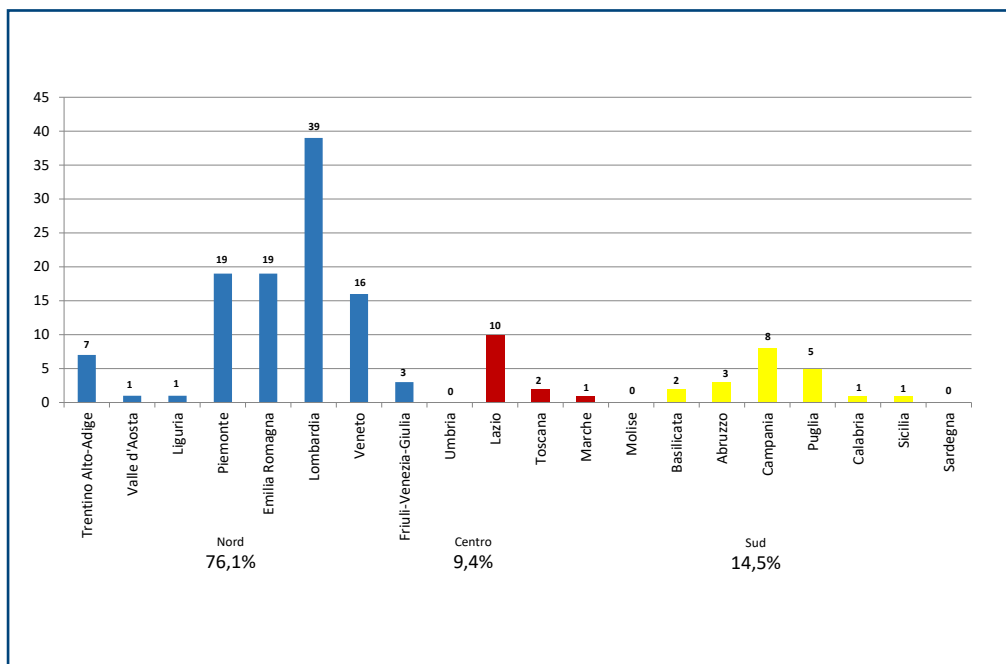


Figura 1.4
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2022 al 30/6/2023 per localizzazione geografica

In primo luogo le PMI sono interessate a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento per imparare a interfacciarsi con gli investitori professionali sul mercato e ottenere visibilità. Tipicamente le PMI non hanno al loro interno competenze evolute in termini di finanza e possono imparare molto dall'emissione di un *minibond*, evento che di solito riceve evidenza mediatica e contribuisce a migliorare l'immagine dell'impresa e l'affidabilità percepita dal mercato.

In secondo luogo, il credito bancario non è facilmente accessibile - soprattutto nel medio e lungo termine - per una certa fascia di PMI e per le imprese che escono da procedure concordate in continuità; i *minibond* consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse per un certo numero di anni, evitando le segnalazioni presso la Centrale Rischi.

Poi, differenziare le fonti di finanziamento viene percepito come un valore aggiunto al fine di non dipendere eccessivamente dal circuito delle banche, anche a seguito del processo di concentrazione nel settore del credito che ha ridotto il numero degli interlocutori per le PMI.

Infine, l'emissione di un *minibond* viene considerata come una 'prova generale' in vista di possibili operazioni successive, come il *private equity* (si veda il Capitolo 6) e la quotazione in Borsa (si veda il Capitolo 7), certamente meno 'invasiva' dal momento che non comporta variazioni nella compagine societaria della PMI.

I '*basket bond*'

Una delle criticità legate ai *minibond* delle PMI è la difficoltà nell'attrarre alcune tipologie di investitori professionali, in particolare stranieri, che tipicamente considerano *ticket* minimi di investimento sopra una certa soglia. La taglia di emissione di un *minibond* può invece essere anche molto piccola. Per rispondere a questo problema, è possibile ricorrere alla cartolarizzazione di più titoli, ottenendo uno schema noto con il nome di '*basket bond*'. Nella pratica, alcune imprese si accordano per organizzare delle emissioni 'sincronizzate' rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di nuova costituzione, che si finanzia a sua volta sul mercato con un'emissione di *asset backed securities* (ABSs) che hanno come sottostante i singoli crediti. Gli investitori finali, quindi, acquistano titoli cartolarizzati da un 'paniere' diversificato, che però riesce a raggiungere una massa critica consistente. È anche possibile creare più *tranche* di ABSs, *junior* e *senior*, che possono essere sottoscritte da investitori differenti, chiaramente con profili di rischio e rendimento diversi.

Riteniamo che questo tipo di operazioni sia utile non solo per diversificare il rischio e raggiungere masse critiche interessanti per investitori che difficilmente guarderebbero al mondo dei *minibond*, ma anche per l'aspetto 'educativo' legato al coinvolgimento di più aziende che decidono in un qualche modo di mettersi in gioco assieme e di presentarsi unite davanti al pubblico degli investitori, condividendo buone pratiche manageriali e di relazione con il mercato del capitale.

Nel 2022 anche grazie alla Garanzia FEG, gestita dal Gruppo Banca Europea per gli Investimenti (Gruppo BEI), parte integrante del pacchetto di misure di risposta al Covid approvato dalla UE nel 2020 e dedicato a contrastare le difficoltà economiche e i rallentamenti produttivi causati dalla pandemia, Cassa Depositi e Prestiti (CDP) è stata la protagonista assoluta del mercato con 4 programmi per un totale di € 600 milioni: Basket Bond BPER (con un plafond di € 250 milioni), Basket Bond Italia (€ 150 milioni, in collaborazione con MCC, Banca Finint, Confindustria Veneto Est ed ELITE), Basket Bond CAI (€ 100 milioni con MCC e il gruppo Crédit Agricole), Basket Bond ESG con Unicredit (programma da € 100 milioni per sostenere imprese che presentano progetti di investimento in linea con i principi ESG). Nuove emissioni sono state registrate anche per il programma Basket Bond Puglia che vede come coinvestitori MCC e Unicredit.

Accanto a questi nuovi programmi sono proseguite le emissioni dei programmi già avviati: il programma Basket Bond di filiera con Unicredit da € 200 milioni a favore di imprese attive nel settore vinicolo e cinematografico, il Basket Bond Euronext Growth

Box 1.1Casi di PMI finanziate attraverso i *minibond**Endrizzi Srl*

Si tratta di una cantina storica del Trentino nata nel 1885 e controllata dalla famiglia Endrici da cinque generazioni. Produce vini di eccellenza, in particolare il Teroldego Rotaliano e lo spumante Trento Doc.

Nel giugno 2023 Endrizzi ha emesso il suo primo *minibond* da € 1 milione con scadenza giugno 2031 e garantibile dal Fondo di garanzia per le PMI. La cedola annuale è pari all'Euribor a sei mesi maggiorato di uno *spread* di 230 punti base, con un *floor* del 2,30%. Il rimborso è di tipo *amortising* ed è prevista un'opzione *call*. Mediocredito Trentino-Alto Adige è stato *advisor*, *arranger* e sottoscrittore del prestito.

Le nuove risorse finanziarie legate all'emissione del *minibond* consentiranno di dare avvio ad investimenti rilevanti quali l'acquisto di terreni agricoli per incrementare la produzione e l'ampliamento della storica cantina sotterranea a San Michele all'Adige. Ciò consentirà all'azienda di cogliere potenziali opportunità legate alle Olimpiadi invernali del 2026.

Iwis Insulation Waterproofing Industrial Systems Srl

Il Gruppo IWIS, *leader* a livello internazionale nel settore dei sistemi di copertura per tetti, sistemi fotovoltaici integrati e prodotti per isolamenti, con sede a Vittorio Veneto (TV), ha completato con successo l'emissione del suo primo *minibond* di importo fino a € 6 milioni funzionale a diversificare le fonti di finanziamento e supportare la costruzione di nuovi impianti produttivi. Il titolo ha una durata di 6 anni, con 18 mesi di preammortamento e non prevede garanzie. La cedola è variabile in funzione dell'andamento dell'Euribor semestrale, maggiorato del 3%. Sono previste opzioni di rimborso anticipato a favore dell'emittente (*call*) e a favore dei portatori di titoli (*put*) in caso di eventi rilevanti e, infine, sono presenti *covenant* finanziari legati alla posizione finanziaria netta del gruppo.

Il prestito obbligazionario è stato sottoscritto da Finest e dal fondo Veneto Minibond gestito dalla finanziaria regionale Veneto Sviluppo. Banca Finint, oltre al ruolo di *Arranger* e collocatore, ha svolto il ruolo di Banca Agente dell'operazione.

Pasolini Luigi Srl

La società operante nel settore dell'allestimento di punti vendita settore GDO e *fashion retail* con sede in provincia di Brescia, ha collocato nel primo semestre 2023 il primo di due *minibond long term* da € 1,5 milioni ciascuno, con il supporto di Frigiolini & Partners Merchant. Il *minibond* ha scadenza 27 giugno 2029, è eleggibile per la garanzia rilasciata dal Fondo di Garanzia per le PMI ed è stato collocato sul portale di *crowdfunding* Fundera. L'operazione ha un rendimento riconosciuto agli investitori di 290 *basis point* sopra la media Euribor del semestre precedente preso a riferimento e ha un rimborso di tipo *bullet*. È prevista un'opzione *call* per l'eventuale rimborso anticipato a discrezione dell'emittente. L'azienda aveva già emesso nel 2018 un *minibond* da € 800.000 sottoscritto da Unicredit.

con Banca Finnat per finanziare imprese quotate sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, il Basket Bond con Banca Sella da € 100 milioni, il Basket Bond Energia Sostenibile promosso da illimity Bank, ELITE ed ENI.

Nel 2023 - dopo una fase iniziale di minore attivismo rispetto al passato - stanno ripartendo nuovi programmi, come il 'Basket Bond Tech' promosso da CDP, MCC e Equita, dedicato a società appartenenti al settore del digitale e a progetti di innovazione tecnologica per finanziare piani di investimento e crescita, anche per linee esterne, e rafforzare la competitività in Italia e all'estero. È ai nastri di partenza anche la seconda edizione di Garanzia Campania Bond, con un *budget* da € 148 milioni; si tratta di un *basket bond* riservato alle imprese campane promosso da Sviluppo Campania (che attraverso fondi POR-FESR offre garanzie sulle perdite fino al 25% del portafoglio complessivo cartolarizzato e un contributo alle emittenti pari al 50% dei costi di emissione e gestione), con *arranger* Mediocredito Centrale e Banca Finint.



2. Crowdfunding



In questo Capitolo viene approfondito il tema del *crowdfunding* analizzando la situazione e le opportunità per il mercato italiano.

Per i dettagli sui singoli punti trattati nel seguito rimandiamo al Report annuale, disponibile sul *web*, pubblicato dall'Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano (www.osservatoriocrowdfunding.it).

I modelli del *crowdfunding*

Il *crowdfunding* viene associato alla ricerca di finanziatori per un'iniziativa attraverso la rete Internet, rivolgendo un appello diretto alla 'folla' dei *web surfer* - anche per piccole somme considerate singolarmente - invece che ai tradizionali canali intermediati da investitori professionali quali banche, fondi di *private equity* e *venture capital*, *business angel*. La dimensione 'social' di Internet consente peraltro di creare un coinvolgimento collettivo dei finanziatori, che interagiscono in rete non solo come fornitori di capitale, ma anche come possibili contributori al progetto stesso, nella logica del *crowdsourcing*. Da questo punto di vista il vantaggio del *crowdfunding* non è legato solo all'opportunità di finanziamento, ma anche al possibile valore aggiunto dato dall'azione di *marketing* e di 'validazione-critica' di un progetto imprenditoriale attraverso la rete.

Esistono numerosi portali dedicati al *crowdfunding*, dove i proponenti possono presentare (spesso con l'aiuto di supporti multimediali) le campagne di raccolta, che i navigatori di Internet possono comparare, esaminare e decidere se finanziare.

La raccolta può avvenire secondo un modello '*all or nothing*' piuttosto che '*take it all*'. Nel primo caso il successo della campagna è legato al raggiungimento di un *target* minimo; qualora non sia raggiunto, i fondi sono restituiti al mittente; nel secondo caso invece tutti i fondi vengono accettati, indipendentemente dal raggiungimento o meno del *target*.

I portali di *crowdfunding* si differenziano in funzione delle tipologie di progetti presentati (iniziative di solidarietà, piuttosto che progetti in ambito giornalistico, o sportivo, o culturale, piuttosto che progetti imprenditoriali). Essi richiedono una commissione sul capitale raccolto ai proponenti, molto variabile in funzione della tipologia di progetto e in genere compresa fra il 2% e il 10%.

È prassi distinguere i seguenti modelli, in funzione della contropartita offerta in cambio del finanziamento:

- *donation-based crowdfunding*; si tratta di campagne di raccolta in cui non viene offerta alcuna ricompensa particolare e quindi tipicamente mirate a obiettivi di solidarietà, cultura, mecenatismo, volontariato, sport;
- *reward-based crowdfunding*; in tal caso viene offerta una ricompensa di natura non monetaria, quale un oggetto o un servizio; spesso la ricompensa è il prodotto stesso che si vuole realizzare attraverso la richiesta di finanziamento e in tal senso la colletta assume la forma di una vera e propria pre-vendita (*pre-selling*) non molto diversa da un'operazione di *e-commerce*; in assenza di un contratto con valenza commerciale, spetta al contributore 'fidarsi' rispetto alle promesse offerte dal proponente;
- *royalty-based crowdfunding*; la ricompensa in tal caso è di natura monetaria e consiste in una condivisione dei profitti o dei ricavi associati all'investimento, ma senza alcun titolo di proprietà sul progetto né di rimborso del capitale;
- *crowdfunding*; in tal caso il finanziamento viene effettuato a titolo di investimento,

cui è associata una prospettiva di remunerazione, che può avvenire con la sottoscrizione di capitale di rischio (*equity*) o di un prestito (*lending*) o di altri titoli finanziari come obbligazioni. Poiché in tal caso si offre un investimento, è cruciale che la campagna venga realizzata secondo criteri definiti dalle autorità di vigilanza. Novità fondamentale in quest'ambito è il nuovo Regolamento UE ECSP (European Crowdfunding Service Providers) entrato in vigore da poco tempo (si veda la pagina successiva).

Per un'impresa, sia essa nascente o già avviata, implementare una campagna di *crowdfunding* non è un obiettivo da sottovalutare e vanno considerati i rischi di contestazioni e responsabilità civili, nonché eventuali problemi di reputazione. Esistono sul mercato consulenti legali specializzati in questo ambito.

Per quanto riguarda la consulenza specifica sullo sviluppo del progetto, importante per la redazione del *business plan* ma anche per impostare la necessaria attività di *marketing* multicanale specialmente sui *social network*, essa viene fornita o dalle piattaforme stesse oppure da studi specializzati. Può capitare che vengano coinvolti anche dei periti indipendenti, laddove sia opportuno fornire ai finanziatori una valutazione di brevetti, marchi o altri *asset*.

Reward-based crowdfunding

Le campagne di *reward-based crowdfunding* sono molto eterogenee e non sempre riguardano iniziative imprenditoriali; anzi il più delle volte coinvolgono iniziative di solidarietà, sociali o culturali. Però esistono casi esemplari di progetti di *business* che hanno trovato in questa opportunità un supporto determinante per diventare realtà.

Negli USA è impressionante il volume di raccolta di Star Citizen, un videogioco sviluppato dalla Cloud Imperium Games di Chris Roberts. Dalla prima campagna lanciata su Kickstarter nel 2012 ad oggi, sono stati raccolti oltre \$ 623 milioni da quasi 5 milioni di utenti. Citiamo poi il progetto Surprise! Four Secret Novels, una campagna lanciata dallo scrittore Brandon Sanderson attraverso la sua società Dragonsteel Entertainment, per finanziare la pubblicazione di 4 romanzi, con la quale nel 2022, in un solo mese, sono stati raccolti oltre \$ 41 milioni da 185.341 sostenitori.

In Europa mancano casi di successo così clamoroso, ma possiamo citare esempi di progetti che hanno raccolto cifre significative su portali americani o nazionali. Esempi di iniziative imprenditoriali proposte da *team* europei sono gli orologi di lusso Filippo Loreti (più di € 9 milioni raccolti su Kickstarter in 2 campagne) e la bicicletta elettrica MATE (un progetto danese finanziato su Indiegogo con circa € 6 milioni).

I progetti italiani proposti da PMI che hanno raccolto capitale su Kickstarter e Indiegogo sono numerosi, soprattutto nel mondo dei videogiochi e giochi da tavolo. Fra i progetti più recenti, segnaliamo “The Queen’s Dilemma”, un *board game* proposto dalla milanese Horrible Games Srl, che a fine 2022 ha raccolto su Kickstarter ben € 717.608 da 5.673 sostenitori. Sempre su Kickstarter segnaliamo la campagna di Vitesy (marchio di Laboratori Fabrici Srl di Pordenone) già protagonista di un *round* di finanziamento sulla piattaforma Doorway, per finanziare la realizzazione di Shelfy, uno *smart device* per preservare il cibo nei frigoriferi e allungarne la durata. La raccolta è stata di € 390.359.

Sui portali italiani come Produzioni dal Basso, Ginger ed Eppela è molto raro che progetti proposti da aziende per finanziare un *business* arrivino a raccolte significative. Ad esempio su Eppela la *startup* innovativa marchigiana TCS Lab Srl ha raccolto € 5.000 per finanziare il progetto The Carnival Society ovvero lo sviluppo di tecnologie digitali innovative per valorizzare il Made in Italy. Sulla piattaforma di Produzioni dal Basso, Aroundrs Srl Società Benefit ha promosso una raccolta per finanziare un servizio sostenibile di *packaging* riutilizzabile, digitale e senza deposito, che fornisce ai ristoranti e ai consumatori contenitori di alta qualità per pasti da asporto e *delivery*, riducendo l'impatto ambientale derivante dai contenitori monouso.

Segnaliamo poi che ha aperto da pochi giorni la sesta *call* di BiUniCrowd (Bicocca Università del Crowdfunding) il programma dell'Università di Milano-Bicocca che finanzia progetti ideati dalla comunità accademica, attraverso la raccolta di fondi tramite

la piattaforma Ginger. Nelle cinque precedenti edizioni sono state finanziate 21 campagne, con una raccolta di oltre € 195.000.

In generale il *reward-based crowdfunding* è un segmento poco rilevante per la raccolta di risorse finanziarie in valore assoluto e dove il tasso di successo delle campagne proposte è molto basso, ma a volte decisamente importante per micro-imprese che hanno necessità di raccogliere liquidità in tempi rapidi facendo leva sulla propria credibilità, dal momento che i contributori non hanno alcuna garanzia a disposizione sulle ricompense che verranno riconosciute.

Crowdinvesting: le ‘regole del gioco’ e il Regolamento ECSP

L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal D.L. 179/2012 (‘Decreto Sviluppo-bis’) convertito nella Legge 221/2012. L’intento di *policy* è stato inizialmente quello di introdurre la raccolta di capitale di rischio attraverso Internet con il fine di favorire la nascita e lo sviluppo soprattutto di imprese *startup* innovative.

In base alla normativa in vigore fino a pochi mesi fa, le PMI italiane hanno potuto raccogliere denaro attraverso il collocamento di quote del capitale di rischio su piattaforme *online* autorizzate da Consob. Come evidenziato nel Capitolo precedente, alcune piattaforme hanno pure ottenuto l’autorizzazione a collocare *minibond*, ma con alcuni limiti. Per quanto riguarda invece il *lending crowdfunding*, le piattaforme sono state inquadrate inizialmente come Istituti di Pagamento (o loro agenti) che raccolgono e finalizzano contratti di mutuo per mezzo dei quali un prestatore mette a disposizione di un’impresa somme di denaro con la promessa da parte di quest’ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo. Il portale offre un contratto di servizi di pagamento ‘a distanza’ che sottoscrive con entrambi i partecipanti all’operazione di finanziamento.

Il 20 ottobre 2020 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per il *business* (European Crowdfunding Service Providers, ECSP), che introduce importanti elementi di novità sia sul piano del regime di autorizzazione delle piattaforme (definite come ‘fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding*’), sia sul piano delle regole di condotta, oltre a consentire l’operatività *cross-border* delle piattaforme in altri Paesi europei, in regime di ‘passaportazione’. Si tratta dunque di una tappa importante nella direzione di un ‘mercato unico del capitale’ che potrebbe offrire alle PMI italiane nuove opportunità di finanziamento anche da investitori di altri Paesi UE.

Il Regolamento è entrato in vigore a partire dal 10 novembre 2021 (salvo il regime transitorio per le piattaforme già operative) e introduce un *framework* comune valido sia per il *crowdfunding* avente ad oggetto valori mobiliari sia per il *peer-to-peer lending* (in questo caso però solo rispetto ai prestiti verso imprese e in generale soggetti che raccolgono denaro in relazione a iniziative imprenditoriali). I ‘servizi di *crowdfunding*’ vengono infatti definiti come l’intermediazione nella concessione di prestiti e il collocamento di valori mobiliari. L’ambito del prestito alle persone fisiche per obiettivi personali (ovvero il credito al consumo) non viene dunque interessato dalla riforma.

Nel luglio 2022 sono state definite una serie di norme tecniche di dettaglio in tema di regolamentazione e attuazione ed è stato esteso dal 10 novembre 2022 al 10 novembre 2023 il termine concesso alle piattaforme già operative per adeguarsi.

Il Regolamento ECSP introduce alcune novità rispetto a quanto accade ora in Italia in materia di organizzazione, autorizzazione e vigilanza da parte delle autorità di mercato, funzionamento delle piattaforme, trasparenza e comunicazioni di *marketing*, sanzioni previste per comportamenti non conformi. Inoltre, il Regolamento introduce un modello informativo standardizzato con tutti i dettagli chiave dell’investimento (Key Investment Information Sheet, KIIS) e l’obbligo di un questionario d’ingresso per la verifica degli investitori non qualificati.

Nei mesi scorsi le autorità nazionali competenti hanno lavorato per adottare marginali disposizioni di recepimento del Regolamento e emanare norme nazionali riservate ai singoli Stati, segnatamente in materia di comunicazione di *marketing*.

In particolare il D.L. 30/2023 ha posto alcuni ‘paletti’ importanti, che possono essere così sintetizzati:

- Consob e Banca d’Italia sono state entrambe individuate quali autorità nazionali deputate a vigilare. Tra di esse vi è una suddivisione di ruoli. La prima è l’autorità competente per raccogliere le domande di autorizzazione, garantire la trasparenza e la correttezza dei servizi di *crowdfunding* (incluse le comunicazioni di *marketing*) in coordinamento con ESMA, mentre la seconda si occupa dell’adeguatezza patrimoniale, del contenimento del rischio, della *governance* societaria e dei requisiti di organizzazione e continuità dell’attività, dell’organizzazione amministrativa e contabile, dei controlli interni. Dal punto di vista procedimentale sono stati definiti due canali di gestione dei processi amministrativi: Consob, sentita Banca d’Italia, autorizzerà i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell’articolo 12 del regolamento ECSP e potrà revocare l’autorizzazione ai sensi dell’articolo 17 dello stesso regolamento. Banca d’Italia, sentita Consob, autorizzerà le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari vigilati che intendono offrire servizi di *crowdfunding*;
- per le imprese, la principale novità è l’estensione dell’*equity crowdfunding* (opportunità prima riservata alle sole PMI comprese le *startup* innovative) a tutte le società di capitale. Per facilitare un mercato secondario degli investimenti, viene confermata (con disposizione esclusivamente nazionale) la possibilità di avvalersi del regime alternativo di intestazione delle quote delle Srl senza costi o oneri di scritturazione o trasferimento quote né per l’acquirente né per l’alienante;
- non sono stati abrogati i limiti esistenti nel Codice Civile sul collocamento di titoli di debito e obbligazioni da parte rispettivamente di Srl e SpA. Tuttavia, il DDL 674/23 (‘DDL Capitali’) potrebbe introdurre modifiche alle norme del Codice Civile sui limiti all’emissione e alla circolazione di obbligazioni e forse la parificazione delle piattaforme di *crowdfunding* ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione.

Le autorità di mercato hanno chiuso il cerchio; a valle di una consultazione pubblica, Consob con delibera n. 22720 del 1/6/2023 ha emanato il Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* e Banca d’Italia ha pubblicato un documento di consultazione sugli orientamenti di vigilanza.

Il nuovo Regolamento Consob - che sostituisce in toto quello precedente - è molto sintetico (poiché gran parte delle norme sono contenute nel Regolamento ECSP) e va a precisare alcuni dettagli sul processo di autorizzazione e revoca, sugli obblighi informativi, su come le piattaforme devono veicolare le comunicazioni commerciali ai clienti).

Solo un ristretto numero delle piattaforme di *equity* e *lending* già attive in Italia hanno ottenuto l’autorizzazione entro la data del 10 novembre 2023; chi non è riuscito ha dovuto sospendere la raccolta di ordini su nuove campagne e sulle campagne eventualmente ancora aperte, continuando a gestire i rimborsi e i pagamenti a vantaggio degli investitori nelle campagne passate. È lecito comunque attendersi che diverse nuove autorizzazioni arriveranno nei prossimi giorni.

Alla data del 17 novembre 2023 i portali di *crowdfunding* autorizzati dalla Consob nelle more del Regolamento ECSP risultano essere 11 (si veda la Tabella 2.1). Si tratta di piattaforme già operative in passato, con l’eccezione di BuildBull. Concrete, Yeldo Crowd e Walliance (che addirittura si sta trasformando in una SIM) erano piattaforme di *equity crowdfunding* specializzate nell’immobiliare. Rendimento Etico era nell’immobiliare ma come piattaforma *lending*. Fundera si focalizza sul collocamento di *minibond*; Mamacrowd, BacktoWork e CrowdFundMe sono piattaforme generaliste nell’*equity crowdfunding*. Doorway si è focalizzata sui *club deal equity* attraverso veicoli societari mentre Ener2Crowd è una piattaforma *lending* specializzata nel supportare progetti nel mondo delle rinnovabili. Infine, BuildBull si specializzerà nell’immobiliare.

Sarà interessante osservare come le piattaforme autorizzate andranno a confermare o allargare l’operatività. È interessante osservare che al momento solo 2 (Walliance e Doorway) hanno chiesto di poter operare anche fuori Italia.

Al contrario, alla data del 17 novembre 2023 si registrano ben 16 piattaforme autorizzate in altri Paesi UE che hanno indicato l'Italia come mercato dove avranno intenzione di operare. Fra esse troviamo importanti *player* come Crowdcube, Crowdfunder, Estateguru, October (piattaforma di *lending* già nota in Italia), Raizers; c'è anche EvenFi, una piattaforma già operante in Italia che ha preferito ottenere l'autorizzazione dalla Spagna.

Sito web	Società gestore	Portale già operativo?	Altri Paesi UE in cui si vuole operare
Concreteinvesting.com	Concrete Srl	Sì	-
Buildbull.com	Buildbull Srl	No	-
Fundera.it	Fundera Srl	Sì	-
Rendimentoetico.it	Rendimento Etico Srl	Sì	-
Crowdfundme.it	Crowdfundme SpA	Sì	-
Backtowork24.com	Backtowork24 Srl	Sì	-
Doorwayplatform.com	Doorway SpA SB	Sì	Belgio
Walliance.eu	Walliance SIM SpA	Sì	Francia, Spagna
Ener2crowd.it	Ener2crowd Srl	Sì	-
Mamacrowd.com	Siamosoci Srl	Sì	-
Yeldocrowd.com	Y-crowd Srl	Sì	-

Tabella 2.2

I portali autorizzati da Consob a proporre servizi di *crowdfunding* in base al Regolamento UE ECSP, alla data del 17/11/2023

Equity crowdfunding: i numeri in Italia

Alla data del 30 giugno 2023 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 1.268 campagne di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui 102 avviate nei primi 6 mesi del 2023. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia fino al 30/6/2023 attraverso l'*equity crowdfunding* dalle 989 campagne chiuse con successo ammonta a € 571,68 milioni (con un flusso negli ultimi 12 mesi pari a € 143,06 milioni, di cui la maggior parte nel secondo semestre del 2022 con € 85,43 milioni e la parte rimanente nel primo semestre del 2023 con € 57,63 milioni)¹.

Come evidenzia la Figura 2.1, la crescita annuale è stata sostenuta fino al 2021 per poi rallentare negli ultimi tempi. Possiamo anticipare che a novembre la raccolta del 2023 ha superato la soglia di € 100 milioni, in linea con i risultati de primo semestre. Quindi è probabile che il 2023 si chiuda in flessione ulteriore rispetto al 2022.

¹ I numeri non tengono conto delle campagne condotte da Clubdealonline.com, portale aperto solo a utenti accreditati.

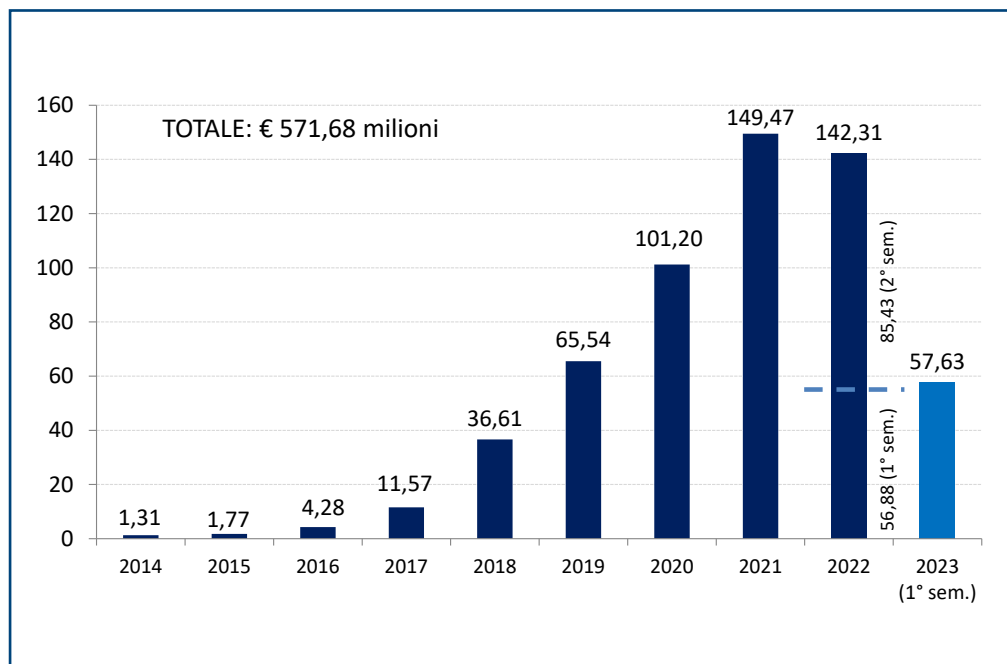
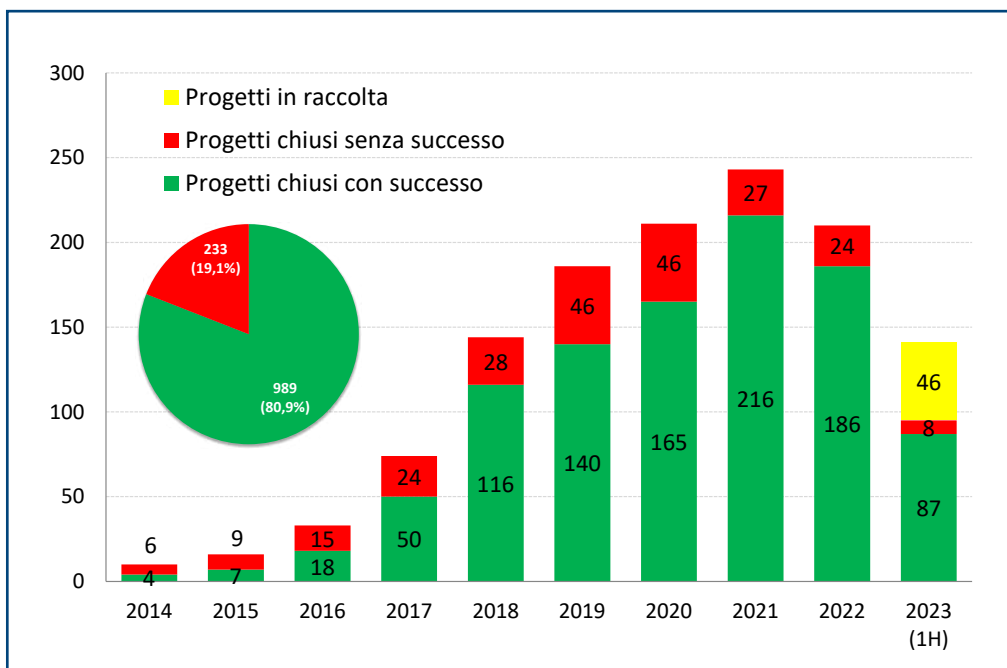


Figura 2.1

Flusso di raccolta annuale delle 989 campagne di *equity crowdfunding* chiuse con successo al 30/6/2023. Valori in € milioni. L'anno di riferimento è quello di chiusura della campagna

Figura 2.2
Flusso temporale delle campagne di equity crowdfunding in Italia, per data di conclusione



La raccolta complessiva può essere suddivisa in:

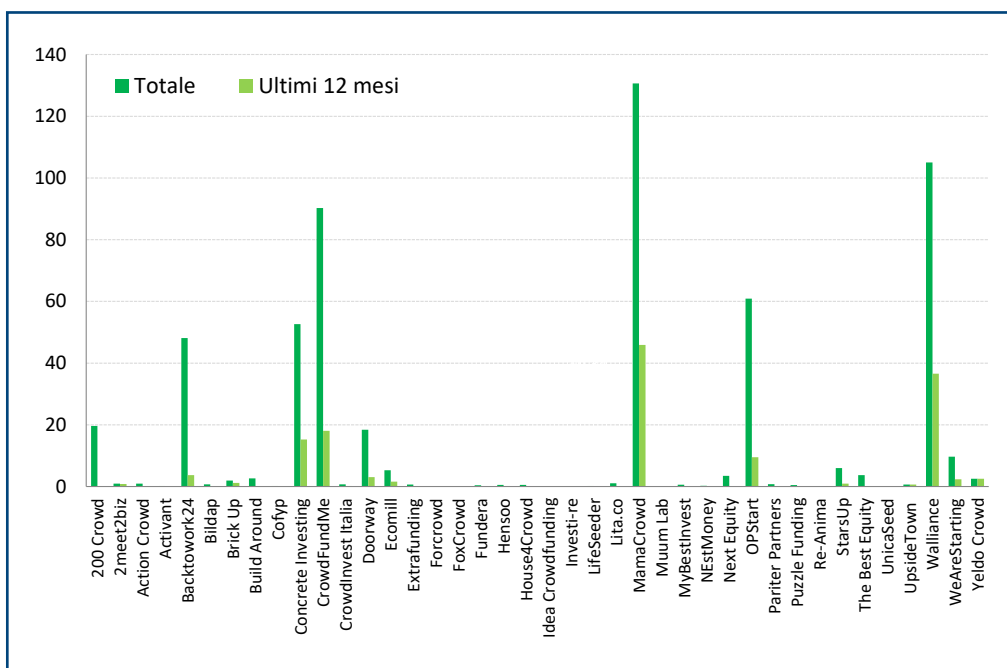
- € 398,37 milioni raccolti da portali generalisti (di cui € 86,64 milioni da luglio 2022 a giugno 2023);
- € 173,31 milioni raccolti da portali specializzati nell’immobiliare (di cui € 56,42 milioni da luglio 2022 a giugno 2023).

È stato dunque soprattutto il comparto immobiliare a sostenere il mercato negli ultimi mesi.

La Figura 2.2 evidenzia il flusso temporale delle campagne concluse. Nel 2022 sono state 186 le campagne chiuse con esito positivo, mentre nel primo semestre del 2023 si contano 87 offerte chiuse positivamente, più altre 46 ancora aperte al 1 luglio. Il *success rate* si è ormai attestato intorno al 90%. In totale nel corso degli anni abbiamo registrato 989 campagne chiuse con successo e 233 senza il raggiungimento dell’obiettivo minimo; il tasso di successo per tutto il campione è quindi l’81%.

La Figura 2.3 ci mostra invece la suddivisione del capitale raccolto fra le diverse piattaforme presenti sul mercato. I portali che avevano raccolto più fondi fino al 30/6/2023 erano

Figura 2.3
Capitale raccolto fino al 30/6/2023 dai portali italiani di equity crowdfunding autorizzati dalla Consob. Valori in € milioni



Mamacrowd (€ 130,65 milioni, di cui € 45,87 milioni negli ultimi 12 mesi), Walliance (€ 105,04 milioni, da inizio anno € 36,61 milioni), CrowdFundMe (€ 90,25 milioni, € 18,08 milioni nell'ultimo anno).

Rispetto al numero di campagne, al primo posto troviamo CrowdFundMe con 227 campagne, poi Mamacrowd con 206 offerte seguita da BacktoWork (183). Limitatamente agli ultimi 12 mesi passati, sul podio abbiamo Mamacrowd (42), CrowdFundMe (33) e poi a pari merito BacktoWork e Opstart (23). Il mercato è rimasto decisamente concentrato nonostante l'incremento continuo delle piattaforme autorizzate: il 66% delle nuove offerte da luglio 2022 sono state originate da solo 5 piattaforme.

Nel 16% delle campagne proposte l'offerta riguardava quote ordinarie (con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori), nel 15% solo azioni non votanti e nel 67% dei casi le quote erano non votanti per chi investiva importi ridotti, e votanti per chi investiva di più. Negli altri casi troviamo situazioni più specifiche come l'offerta di titoli votanti, ma con caratteristiche di privilegio diverse rispetto alle ordinarie, o con diritto di voto limitato. Negli ultimi 12 mesi considerati a causa della maggiore incidenza delle campagne immobiliari si è rafforzata la tendenza di offrire quote senza diritto di voto (rappresenta il 23% dei casi da luglio 2022 in avanti).

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 1.268 offerte pubblicate, rispetto al *target* di raccolta. Esso è definito come l'obiettivo di raccolta riportato nei documenti messi a disposizione dei navigatori di Internet sul portale. Poiché l'operazione di raccolta si configura a tutti gli effetti come un aumento di capitale, la raccolta deve essere necessariamente compatibile con la delibera approvata dai soci. La prassi per molte emittenti è quella di approvare un aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione per i soci esistenti, che prevede una parte 'inscindibile' e una parte 'scindibile'. Ciò consente all'impresa di definire una soglia minima al di sotto della quale la raccolta di capitale effettuata sul *web* è inefficace (appunto la parte 'inscindibile') e una soglia massima di raccolta (fino a saturare la quota 'scindibile'). Ciò implica che la raccolta effettiva può essere compresa fra la soglia minima e quella massima. Vi sono però alcune operazioni in cui l'aumento di capitale destinato alla 'folla' di Internet era tutto scindibile: in tal caso la campagna è stata chiusa positivamente anche con bassi importi di raccolta. Abbastanza raramente ormai le campagne prevedono un aumento di capitale solo inscindibile, in cui la raccolta - se chiusa con successo - non può che essere esattamente uguale al *target*.

Sono state distinte le operazioni che riguardano investimenti immobiliari da tutte le altre perché, come si evidenzia, l'importo medio è decisamente diverso, così come le caratteristiche dell'operazione sono specifiche e sotto alcuni punti di vista più simili al mondo *lending*.

Nelle operazioni di equity crowdfunding immobiliare, generalmente ci sono almeno tre figure: la società che ha individuato il progetto immobiliare (*sponsor*), la banca che lo finanzia quota-parte e la 'folla' di Internet che contribuisce ad apportare capitale. Il meccanismo di *governance* prevede che ci sia una società *ad hoc* che realizza l'operazione, partecipata e diretta dallo *sponsor*. Alcune volte è questa società a possedere l'immobile e realizzare la campagna di *equity crowdfunding*, altre volte a raccogliere il denaro sul *web* è un veicolo terzo costituito e controllato dallo *sponsor* ma partecipato quasi al 100% dai *crowd funders*, che invece possiedono quote non votanti. Il veicolo eroga un finanziamento alla società che realizza il progetto sulla base di un patto di co-investimento prevedendo una remunerazione legata al rendimento finale del progetto. Al termine del progetto, la società di scopo o il veicolo vengono messi in liquidazione (o si creano i presupposti per un diritto di recesso) e gli investitori ottengono l'*exit*. Dal punto di vista finanziario l'operazione è quindi molto simile a un prestito subordinato, solo che - al contrario dei portali di *lending* - non è previsto un piano di ammortamento del prestito e di pagamento di interessi contrattualmente stabiliti. I casi in cui l'emittente andrà a detenere gli immobili nel medio-lungo termine mettendoli a reddito sono molto rari; molto più spesso il progetto si conclude nel breve termine (3-4 anni al massimo) con la vendita degli immobili e il rimborso agli investitori comprensivo della remunerazione che dipenderà dal conto economico finale.

Tabella 2.2

Statistiche sulle 1.268 offerte di *equity crowdfunding* del campione: *target* di raccolta per anno di pubblicazione della campagna

	Target di raccolta medio (€)	Quota del capitale offerta (%)
Progetti non immobiliari	208.566	8,29%
2014-2016	279.412	19,86%
2017	174.001	11,33%
2018	182.477	7,94%
2019	168.855	7,36%
2020	188.250	8,16%
2021	240.635	7,62%
2022	237.322	5,67%
2023 (1° semestre)	180.126	5,91%
Progetti immobiliari	1.202.944	-
2018	500.000	-
2019	707.737	-
2020	1.255.000	-
2021	1.223.846	-
2022	1.403.125	-
2023 (1° semestre)	1.776.630	-

La *target* di raccolta medio per le offerte censite è stato pari a € 208.566 per i progetti non immobiliari e € 1.202.944 per quelli immobiliari. La quota del capitale offerta in corrispondenza del *target* definito prima è in media² pari all'8,29% e tende a scendere nel corso degli anni, con un minimo di 5,67% nel 2022. Va sempre notato che la frazione del capitale effettivamente ceduta in caso di successo dell'operazione può variare rispetto a quanto riportato dalla statistica, in funzione del capitale effettivamente raccolto, che per i motivi prima descritti può essere inferiore o superiore al *target*.

L'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne è abbastanza eterogeneo: nell'1% delle campagne la soglia minima per le persone fisiche era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (il 42%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 500 e € 1.000 che sono state più numerose del solito negli ultimi mesi. Abbiamo poi il 41% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 101 e € 499,99; queste campagne invece stanno diventando meno frequenti. Nel 3% dei casi la soglia era addirittura superiore a € 5.000. Sono in buona crescita anche i progetti con *chip* minimo compreso fra € 2.001 e € 5.000, che rappresentano nell'ultimo anno il 16,5%. Un ultimo parametro interessante relativo alle campagne chiuse con successo è il numero di investitori *effettivi* registrati al termine della raccolta. Il valore medio è pari a 96,4 nuovi soci ma c'è molta varianza: alcune campagne si chiudono con pochi investitori, altre arrivano a superare la soglia di 1.000 sottoscrittori.

Equity crowdfunding: le PMI emittenti

Le imprese che sono state protagoniste delle 1.268 campagne censite sono in realtà 1.110, poiché abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi. In particolare sono 117 le emittenti che dopo avere fatto una prima raccolta di successo ne hanno proposte altre, sulla stessa o su un'altra piattaforma, quasi sempre con successo. Abbiamo anche 5 casi di imprese che non hanno chiuso con successo la prima campagna ma hanno ritentato in un secondo momento (questa volta con successo, tranne che per una di esse).

Il Box 2.1 racconta alcune storie interessanti relative a campagne di *equity crowdfunding* pubblicate negli ultimi 12 mesi.

Le aziende del campione si dividono in:

- 691 *startup* innovative (pari al 62% del campione), di cui 660 Srl, 19 SpA, 10 società agricole e 2 società estere che hanno iscritto una *branch* italiana all'albo apposito;

Box 2.1

Casi di studio di PMI finanziate con *equity crowdfunding*

Basilico.tech Società Agricola a r.l.

Basilico.tech è uno *spin-off* dell'Azienda Agricola Cammelli, attiva a Firenze nella coltivazione idroponica del basilico. Lo scorso settembre la società ha raccolto € 97.000 sulla piattaforma OPStart, a fronte di un *target* minimo di raccolta pari a € 40.000 e un *chip* minimo di investimento di € 500. Il progetto finanziato prevede la realizzazione di una nuova serra ultratecnologica ed ecosostenibile, composta da 9 campate, dotate di copertura trasparente tale da permettere lo sfruttamento della luce solare. Ci sarà anche un magazzino con locali tecnici, coperto da pannelli fotovoltaici.

OGM Plant Srl

Si tratta di una *startup* innovativa di Verona che nasce come "Industrial Design Concept" dall'approccio multidisciplinare, dove sostenibilità ed economia circolare si coniugano per vocazione originaria al Made in Italy. L'obiettivo di OGM Plant è quello di utilizzare i processi tecnologici di riciclo dei materiali come l'alluminio in varie categorie merceologiche: *contract design*, *home decor*, cartotecnica, accessori e abbigliamento per animali. Nel corso del 2022 la società ha presentato il proprio progetto di raccolta sulla piattaforma BacktoWork, ottenendo € 85.500 da 23 investitori. Il *chip* minimo di investimento era pari a €500.

Teodolinda Invest One Srl

Si tratta di un veicolo societario costituito da Teodolinda Capital Investments Spa, promotrice del progetto immobiliare "Teodolinda" nella città di Monza. La campagna dello scorso luglio ha registrato sul portale Yeldo Crowd (di proprietà del gruppo Yeldo) una raccolta complessiva, pari all'obiettivo massimo, di € 1,75 milioni, a fronte di un importo *target* di € 1,65 milioni e di un *chip* minimo di investimento abbastanza elevato per il mercato dell'*equity crowdfunding* italiano, pari a € 10.000. L'opportunità di investimento consiste in un progetto di ristrutturazione di due immobili di pregio in due quartieri residenziali della città e la relativa vendita frazionata di 18 unità abitative e 19 posti auto.

- 132 PMI innovative (pari al 12% del campione), di cui 118 Srl, 1 società agricola e 13 SpA;
- 194 altre PMI (pari al 18% del campione), tutte Srl tranne 8 SpA e 2 società agricole;
- 93 veicoli di investimento in altre imprese (8% del campione).

È interessante osservare che aumentano le Società Benefit nel campione: sono in totale 34 e ben 10 di queste hanno lanciato una campagna *equity* negli ultimi 12 mesi.

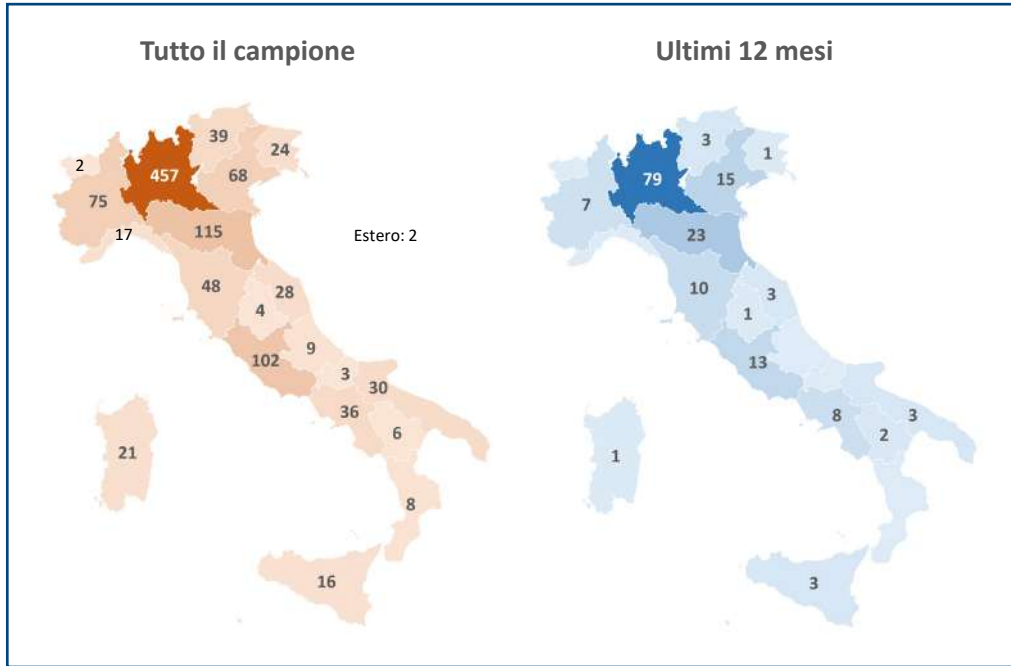
Nonostante l'estensione della normativa a tutte le PMI, si evidenzia che il mercato continua ad essere dominato dalle *startup* innovative, anche se le altre tipologie di aziende conquistano gradualmente terreno. In particolare, sono 207 le imprese che hanno condotto una campagna di *equity crowdfunding* a partire dal 1/7/2022 fino al 30/6/2023 e fra queste il 50% sono *startup* innovative, il 13% sono PMI innovative, il 26% altre PMI e l'11% sono veicoli di investimento.

La Figura 2.4 riporta la distribuzione geografica delle emittenti, evidenziando anche quelle che hanno proposto una campagna nei soli ultimi 12 mesi. Al primo posto troviamo sempre - e senza sorprese - la Lombardia, con 457 imprese (pari al 41% del totale); seguono Emilia Romagna con 115 imprese e Lazio a quota 102. Nel Mezzogiorno la Campania è sempre prima con 36 emittenti. Negli ultimi 12 mesi la Lombardia acquista ulteriore vantaggio (46% del mercato).

La Figura 2.5 disaggrega il campione delle emittenti per codice ATECO registrato, anche qui con un *focus* ristretto agli ultimi 12 mesi. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo *status* dominante di *startup* innovative, anche se molteplici comparti sono comunque rappresentati: abbiamo ben 415 imprese sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione) e 185 riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche). Le attività manifatturiere (codice C) non sfiorano con 140 emittenti. Nell'ultimo anno le proporzioni sono abbastanza stabili, ma scende il manifatturiero e cresce il comparto F (costruzioni). Si evidenziano 47 aziende che al Registro delle Imprese risultavano ancora inattive, perché costituite da pochi mesi, senza un codice ATECO ancora associato.

Figura 2.4

Localizzazione geografica delle 1.110 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2023

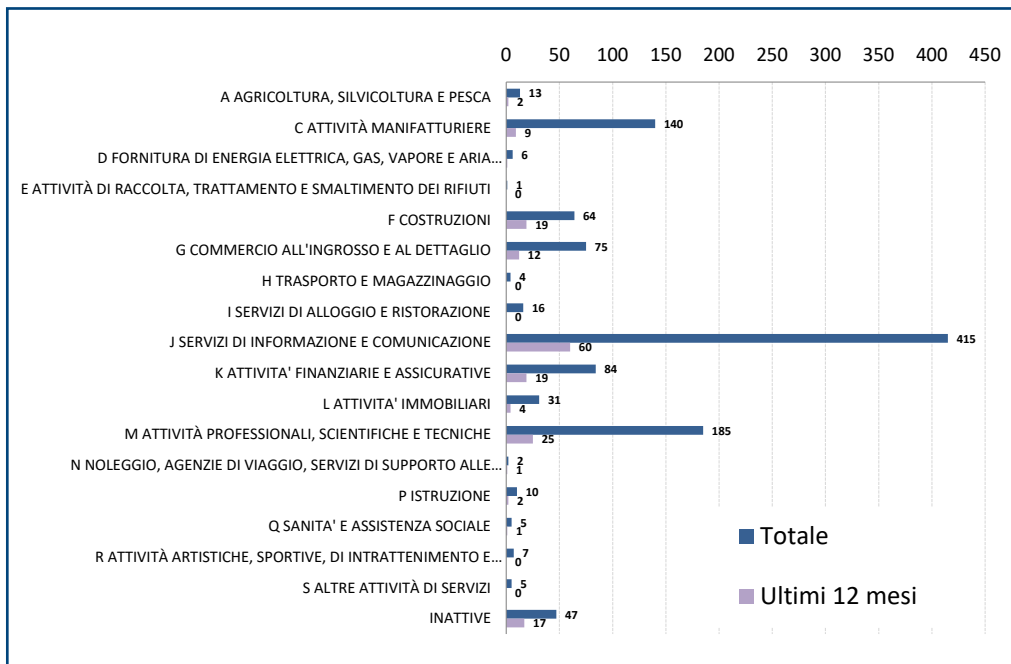


La Tabella 2.3 riporta alcune statistiche sui dati di bilancio per il campione, escludendo le società immobiliari e i veicoli di investimento. Si sottolinea che molte aziende erano al loro primo anno di attività, quindi per questi casi non esiste un bilancio già depositato e perciò il valore contabile di fatturato e di utile netto annuali al momento della campagna risulta pari a zero. Inoltre sono esclusi dall'analisi i veicoli di investimento senza asset significativi costituiti appena prima della campagna (che ovviamente non hanno bilanci pregressi). Sono interessanti i dati relativi al fatturato mediano (€ 43.850) e all'età (in media 5,2 anni). Le aziende con utile di bilancio positivo sono poche (il 35% di quelle con un bilancio disponibile alle spalle) e anzi le perdite sono spesso abbastanza consistenti. La Tabella 2.3 riporta anche il dato sul numero di soci prima della campagna di crowdfunding. Il valore medio è pari a 7,2, quello mediano è uguale a 4,0. Un parametro interessante infine è la valutazione *pre-money* implicita nelle condizioni dell'offerta³; come anticipato nelle pagine precedenti, una volta definiti l'aumento di capitale previsto e la quota del capitale offerta, è facile risalire alla valutazione implicita che viene attribuita all'impresa. Per fare un esempio, se a fronte di una raccolta *target* pari a € 100.000 viene offerto

³ Per le imprese che hanno condotto più *round* vengono considerati i parametri relativi alla prima offerta in ordine di tempo.

Figura 2.5

Classificazione ATECO delle 1.110 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2023



il 20% del capitale post-offerta, si deduce che stiamo valutando l'impresa, comprendendo il capitale raccolto (ovvero *post-money*), € 500.000 e quindi la valutazione *pre-money* implicita, senza considerare la liquidità raccolta, è pari a € 400.000. Ebbene, le statistiche (che escludono i veicoli di investimento e le società del comparto immobiliare) mostrano una valutazione media implicita decisamente elevata, considerando che stiamo parlando molto spesso di *startup* innovative (il valore medio è circa € 3,8 milioni, quello mediano è € 2 milioni). Una eccessiva valutazione ai primi *round* di *equity crowdfunding* può generare dei problemi nei *round* successivi, poiché non sempre la società può essere nella condizione di 'mantenere' gli stessi multipli, il che va a deludere gli azionisti che hanno dato fiducia agli imprenditori nella prima campagna.

	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Patrimonio netto pre-offerta (€)	223.888	68.107	-11.819.616	8.326.915
Età (anni)	5,2	5	0	61
Fatturato, ultimo bilancio prima della campagna (€)	355.911	43.850	0	37.679.850
Utile netto, ultimo bilancio prima della campagna (€)	-86.382	-8.872	-12.600.153	451.758
Numero di soci pre-offerta	7,2	4	1	117
Valutazione pre-money implicita (€)	3.805.414	2.000.000	9.900	119.499.984

Tabella 2.3

Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 30 giugno 2023. Sono esclusi i veicoli di investimento e le imprese immobiliari

Nella maggioranza dei casi, attraverso l'*equity crowdfunding* le imprese non immobiliari mirano a finanziare lo sviluppo dell'area *marketing*. Spesso l'obiettivo è lo sviluppo di una piattaforma IT o di un'*app*, oppure finanziare un investimento in ricerca e sviluppo o innovazione o in *asset* tangibili o acquisti di materiale.

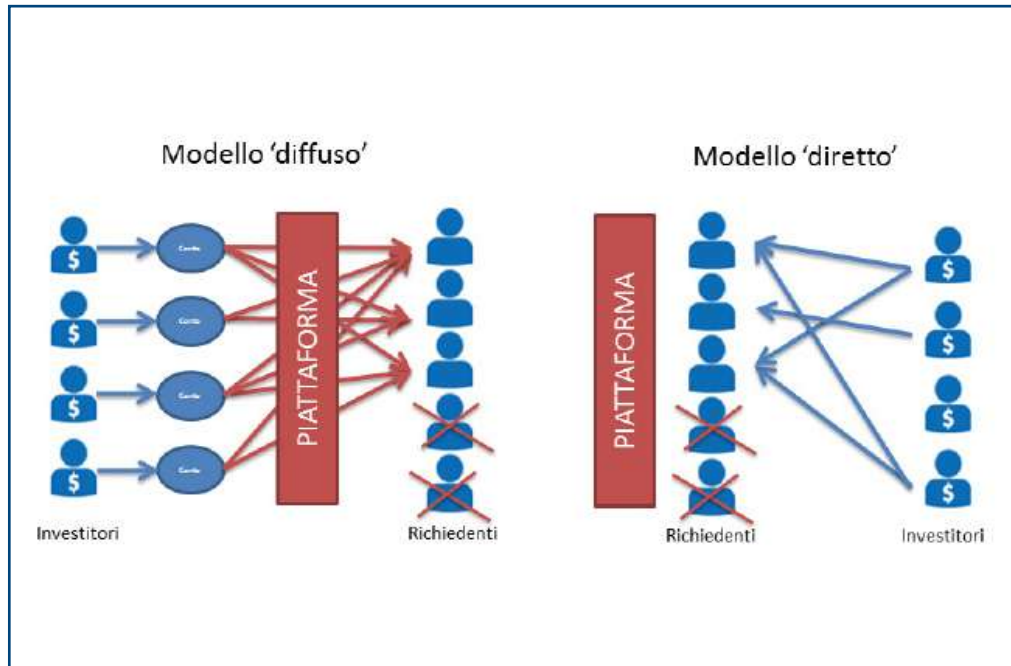
Dopo la campagna di raccolta, i dati dall'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano mostrano una crescita del volume d'affari quasi sempre sotto i *target* definiti nel *business plan* iniziale. Nel corso degli ultimi 12 mesi monitorati si registrano nuovi casi di emittenti che hanno cessato le attività con una liquidazione a valle della raccolta chiusa con successo (si tratta in totale di 26 imprese fino al 30/6/2023) ma anche nuove *exit* (abbiamo un totale di 38 società immobiliari che avevano terminato il progetto e rimborsato gli investitori, più 17 imprese acquisite da investitori esterni, più 9 quotazioni in Borsa). La grande maggioranza delle emittenti 'galleggia' senza risultati eclatanti. Come detto, sono invece molte le PMI che sono tornate a chiedere capitale con il *crowdfunding*, quasi sempre a valutazioni *pre-money* maggiori, ma negli ultimi mesi si assiste ad una inversione di rotta con valutazioni più prudenti.

Lending-based crowdfunding (social lending)

Benché spesso si utilizzino i termini '*peer-to-peer lending*' (P2P *lending*) e '*social lending*' come sinonimo del *lending crowdfunding*, occorre sottolineare che i modelli di *business* utilizzati dalle piattaforme esistenti possono essere abbastanza diversi. Due sono infatti i modelli dominanti attualmente nel mercato, descritti dalla Figura 2.6: quello 'diffuso' e quello 'diretto'.

Il modello diffuso prevede un ruolo attivo della piattaforma sia nel selezionare le richieste di credito fra tutte quelle pervenute, sia nel decidere l'allocazione del capitale investito. I prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni rispetto all'importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al *risk appetite*, ovvero al profilo rischio-rendimento ritenuto soddisfacente. È la piattaforma stessa ad allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo i criteri indicati dai prestatori. Dato il flusso di richieste pervenute attraverso il *web*, la selezione viene effettuata tipicamente in due fasi, la prima sulla base di criteri *standard*, la seconda esaminando la situazione specifica e consultando banche dati messe a disposizione da *provider* quali Cerved, Crif, Experian, l'Agenzia delle Entrate, il Ministero dell'Interno, l'IVASS e OAM - Organismo degli Agenti e dei Mediatori. A vol-

Figura 2.6
I modelli del *lending*
crowdfunding



te sono raccolte informazioni sul richiedente anche attraverso i *social network* e l'analisi di *big data* relativi ai pagamenti passati, alle movimentazioni delle carte di credito, ad ogni altro elemento ritenuto utile per prevedere la solvibilità.

I prestatori non necessariamente scelgono e sanno *ex ante* chi sarà il soggetto finanziato; possono invece conoscere in prima istanza la capacità di reddito e le sue caratteristiche principali (età per le persone fisiche, residenza, rischio creditizio) e sapranno in tempo reale se i pagamenti a servizio del finanziamento sono regolari oppure no. Una volta divenuti prestatori possono naturalmente chiedere ogni informazione di dettaglio. I rimborsi del capitale nonché gli interessi pagati ogni mese vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse. Egli in alcuni casi può chiedere di incidere nella scelta dei prestiti, in funzione del profilo scelto.

Il vantaggio di questo modello, utilizzato in gran parte dai portali che prestano a persone fisiche, consiste per il richiedente nella certezza di avere in poco tempo la disponibilità del denaro, una volta che la pratica è stata accettata, poiché la piattaforma ha già richiesto e ottenuto i fondi dai prestatori, che vengono poi reinvestiti nel tempo. I richiedenti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto (il TAN, tasso annuo nominale, e opportunamente il TAEG, tasso annuo effettivo globale), che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati.

Il modello 'diretto' (si veda sempre la Figura 2.6) consente all'investitore connesso via *web* di visualizzare in modo trasparente l'identità del richiedente e di scegliere a chi effettivamente prestare denaro, valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso. Temporalmente - a differenza del modello precedente - il processo comincia dai richiedenti, che sono soggetti alla valutazione di rischio della piattaforma (con criteri analoghi a quelli sopra esposti). Sono poi gli investitori a scegliere se e quanto investire nelle diverse campagne di raccolta. Questo modello è utilizzato da tutte le piattaforme finora operanti in Italia nel mondo del *lending* verso le PMI.

Dal punto di vista normativo e autorizzativo, la novità più rilevante per il 2023 è la nuova normativa europea ECSP (si vedano le pagine precedenti) che introduce un processo di autorizzazione anche per le piattaforme *crowdfunding* di *business lending* equiparandole sostanzialmente a quelle *equity*. Come detto, fino ad oggi i portali italiani di *lending* sono stati inquadrati come Istituti di Pagamento o loro agenti e per loro (a differenza dei portali *equity*, già soggetti ad un processo autorizzativo) gli adempimenti si sono fatti decisamente più onerosi e costosi.

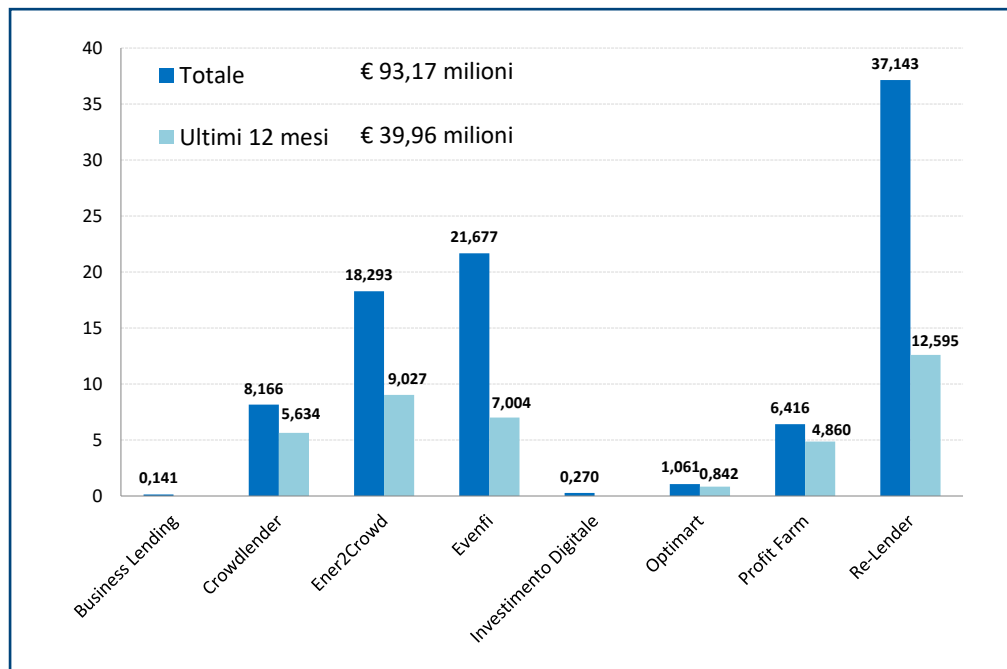


Figura 2.7

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane non immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2023: valori totali e flusso annuale in milioni di euro. Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Lending-based crowdfunding: i portali attivi

Alla data del 30 giugno 2023 risultavano operative sul mercato italiano 37 piattaforme di *lending crowdfunding* aperte alle PMI, aventi stabile organizzazione sul territorio. Il numero è in ulteriore crescita rispetto a un anno fa. Di queste, ben 27 sono specializzate su operazioni nel *real estate*. L'elenco è riportato nelle Tabelle 2.4 e 2.5, dove si evidenziano anche le piattaforme autorizzate ai sensi del Regolamento ECSP alla data del 17/11/2023. Si sottolinea che tutte le piattaforme censite utilizzano il modello 'diretto' nell'erogazione dei finanziamenti.

Sito web	Società gestore	Qualifica	Focus
Businesslending.it	Europay Srl	Agente istituto di pagamento	-
Crowdlender.it	Opstart Srl	Agente istituto di pagamento	-
Ener2crowd.com (*)	Ener2crowd Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Energia
Evenfi.com (*)	Criptalia Srl	Agente istituto di moneta elettronica	-
Investimentodigitale.it	Investimento digitale Srl	Agente istituto di pagamento	-
Longevy.finance	Longecy Finance SpA SB	Agente istituto di pagamento	Salute
Optimart.it	Optimart Srl	Agente istituto di pagamento	Arte
Profitfarm.it	Profit Farm Srl	Agente istituto di pagamento	Crediti
Relender.eu	RE-Lender SpA / Pay Area (MytripleA Financiación PFP SL)	Agente istituto di pagamento	Riconversione
Theartfinance.com	The Art Finance SpA SB	Agente istituto di pagamento	Cultura

Tabella 2.4

I portali di *lending crowdfunding* italiani attivi alla data del 30/6/2023 nei prestiti alle imprese prevalentemente per progetti non immobiliari

(*) = piattaforma autorizzata ex Regolamento ECSP alla data del 17/11/2023

Non va dimenticato che esistono altri portali che gestiscono finanziamenti a favore di singole persone fisiche, ma non sono oggetto di interesse in questo quaderno di ricerca. Rispetto al passato, abbiamo adottato criteri più restrittivi nella definizione dei portali di *crowdfunding*, limitando l'attenzione a chi raccoglie capitale su Internet da piccoli investitori. Ricordiamo, quindi, che le piattaforme di Credimi e Opyv vengono classificate nella sezione dedicata alle operazioni di *direct lending* (si veda il Capitolo 4). October è pure considerata in quella sezione; è vero che una parte della raccolta arriva anche da piccoli risparmiatori sul *web*, ma è decisamente minoritaria.

La Figura 2.7 riporta i dati sull'erogato dalle piattaforme non immobiliari, finanziato sia da investitori *retail* sia dagli istituzionali, evidenziando anche il contributo degli ultimi

12 mesi. Il valore cumulato complessivo per le piattaforme non immobiliari risulta pari a € 91,77 milioni, con un contributo dell'ultimo anno pari a € 39,36 milioni. Il primo semestre del 2023 è andato discretamente, con un flusso di € 21,03 milioni, in leggero aumento rispetto al secondo semestre 2022.

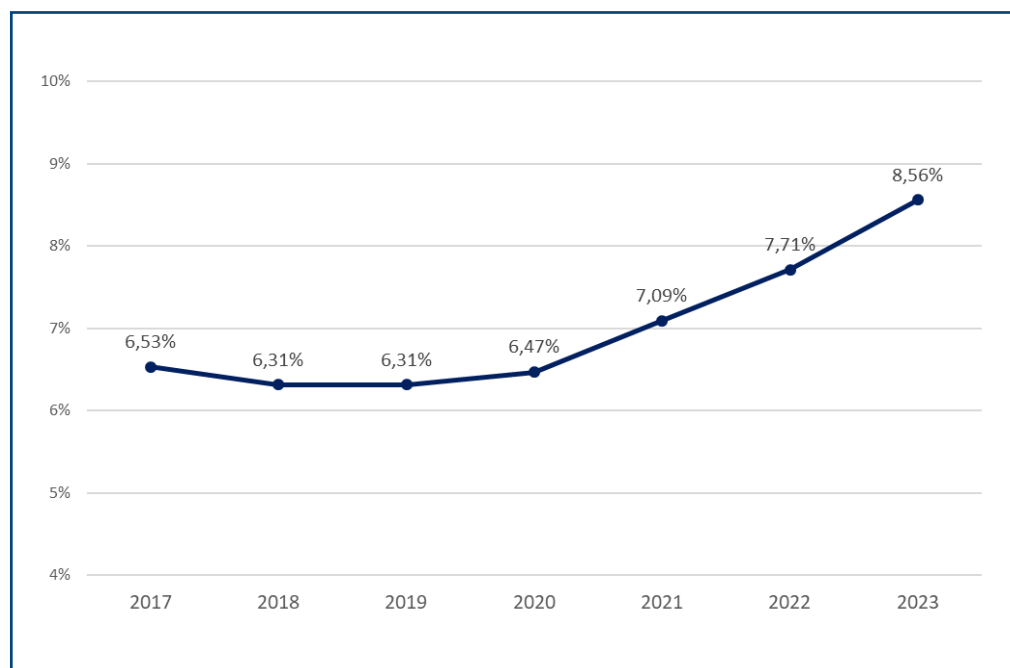
Al primo posto troviamo Re-Lender (che fino all'anno scorso veniva classificata fra i portali immobiliari), con € 12,595 milioni raccolti negli ultimi 12 mesi. Re-Lender propone operazioni di 'riconversione', non solo nell'immobiliare (categorie Re-Urban, Re-Build, Re-Green), ma in generale anche in progetti industriali (categorie Re-Convert, Re-Start e Re-Digital). La tipologia di progetti maggiormente lanciata, circa il 47% dei prestiti totali, è quella Re-Start. Re-Lender è al primo posto anche se si considera la raccolta cumulata totale, con € 37,143 milioni e ben 146 progetti finanziati. La società che gestisce la piattaforma ha da poco chiuso una campagna sul portale di *equity crowdfunding* Finnexa con una raccolta pari a poco più di € 1 milione.

Ener2Crowd, portale specializzato su progetti *green* e su investimenti sostenibili (produzione di energia rinnovabile, efficienza energetica industriale e residenziale, mobilità sostenibile e progetti con impatto sociale) è al secondo posto per la raccolta dal 1/7/2022 al 30/6/2023 con € 9,027 milioni. Lo scorso gennaio la piattaforma ha chiuso un aumento di capitale da € 1 milione cui hanno partecipato alcuni *family office* italiani. La società, che recentemente ha avviato l'operatività anche in Spagna, può vantare più di 90 progetti finanziati con una raccolta totale di € 18,293 milioni e un impatto *green* che ammonta a oltre 16.000 tonnellate di CO2 equivalenti evitate.

Nella classifica segue EvenFi con un flusso annuale pari a € 7,004 milioni complessivi e un cumulato di € 21,68 milioni (che posiziona EvenFi al secondo posto sui dati complessivi). EvenFi opera anche in Spagna e i numeri si riferiscono solo all'operatività in Italia. La piattaforma finanzia anche *startup* attraverso prestiti-ponte verso eventi di liquidità come il pagamento di contributi pubblici o aumenti di capitale. La peculiarità è l'utilizzo di *blockchain* pubbliche e *token* digitali per rendere gli investimenti sicuri e sempre disponibili. Anche EvenFi ha condotto con successo un *round equity* su una piattaforma *crowd* (WeAreStarting): nel luglio 2022 ha raccolto € 521.500, che sommati all'investimento del fondo Pacific Capital Partners diventano € 2,2 milioni.

Crowdlender è la piattaforma di *lending* di Opstart, portale di *equity crowdfunding*. Negli ultimi 12 mesi ha raccolto € 5,634 milioni portandosi a un cumulato di € 8,166 milioni. I progetti spaziano fra diversi *business* e spesso sono proposti o da società immobiliari o da imprese che chiedono prestiti-ponte appena prima di una campagna di *equity crowdfunding*, i cui proventi saranno utilizzati per riscattare il prestito.

Figura 2.8
Andamento del tasso di interesse medio offerto dalle campagne di *lending crowdfunding* nel segmento *business* non immobiliare. Il dato del 2023 si riferisce al solo primo semestre



Profit Farm è specializzata nelle richieste di finanziamento da parte di imprese che vogliono acquistare crediti fiscali o verso privati. Negli ultimi 12 mesi ha raccolto € 4,86 milioni da 19 campagne, portandosi ad un cumulato complessivo di € 6,416 milioni.

Optimart si focalizza sui finanziamenti per la realizzazione di opere d'arte; i prestiti vanno a vantaggio di società attive in questo particolare mercato e vengono poi ripagati grazie ai proventi generati dall'opera stessa. Al 30/6/2023 ha superato la soglia di € 1 milione raccolto.

Infine, abbiamo le piattaforme Investimento Digitale e Business Lending che non risultano avere chiuso con successo nuove campagne negli ultimi 12 mesi dopo le prime campagna di raccolta chiuse fra il 2021 e i primi mesi del 2022.

Siamo andati a considerare le caratteristiche principali dei prestiti proposti dalle piattaforme *business* non immobiliari. Il rimborso del prestito è nel 60% dei casi di tipo *bullet*, ovvero in unica soluzione alla scadenza del prestito, mentre nel 40% è di tipo *amortizing*, con rimborsi periodici e programmati che comprendono sia gli interessi che una quota del capitale. Con riferimento agli ultimi 12 mesi si nota un maggiore ricorso a questa seconda modalità (48% dei casi) anche se la modalità *bullet* rimane maggioritaria (52%). La Figura 2.8 ci mostra invece l'andamento annuale del tasso di interesse offerto. È possibile notare come gli ultimi anni abbiano sicuramente segnato un incremento dei tassi di interesse, anche a seguito dei cambiamenti avvenuti a livello macroeconomico internazionale, rendendo questo tipo di opzione di accesso al credito più costosa rispetto al passato per le imprese e, allo stesso tempo, offrendo un ritorno più vantaggioso per gli investitori. Dal 2017 ad oggi i tassi di interesse offerti si sono alzati di più di 200 punti base, raggiungendo il valore medio di 8,56% nel primo semestre del 2023.

Passiamo ora alle piattaforme specializzate in progetti immobiliari operanti in Italia, elencate in Tabella 2.5.

Sito web	Società gestore	Qualifica
Bridgeasset.it	Bridge Real Estate Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Buildlenders.it	Build Lenders Srl	Agente istituto di pagamento
Crowd2be.com	Crowd2Be Srl	Agente istituto di pagamento
Demetralending.com	Demetra Lending Srl SB	Agente istituto di pagamento
Invest-t.it	Invest-t Srl	Agente istituto di pagamento
Isicrowd.it	Easycrowd Srl	Agente istituto di pagamento
Italy-crowd.com	Italy Crowd Srl	Agente istituto di pagamento
Its lending.it	Crowdvillage Srl (ITS Italy)	Agente istituto di pagamento
Leoneinvestments.it	Leone Investment Srl	Agente istituto di pagamento
Prepayinvestimenti.it	Prepay Srl	Agente istituto di moneta elettronica
Realestatesource.it	Re-source Srl	Agente istituto di pagamento
Recrowd.com	Recrowd Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Rendimentoetico.it (*)	Rendimento etico Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Starcrowd.it	Starcrowd Srl	Agente istituto di pagamento
Thebuilder.it	The Builder Srl	Agente istituto di pagamento
Trusters.it	Trusters Srl / Lemon Way SA (gruppo Crowdfundme)	Agente istituto di pagamento
Valorecondiviso.it	Valore Condiviso Srl	Agente istituto di pagamento

Tabella 2.5

I portali di *lending crowdfunding* italiani attivi alla data del 30/6/2023 nei prestiti alle imprese per progetti immobiliari

(*) = piattaforma autorizzata ex Regolamento ECSP alla data del 17/11/2023

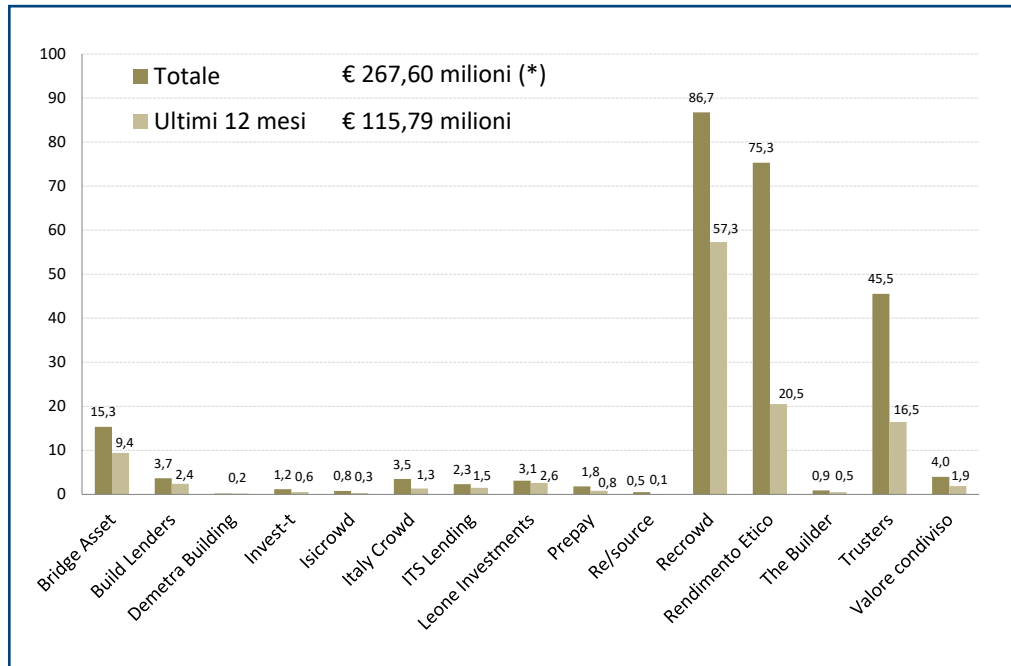
Si sottolinea che le piattaforme Housers e Crowdstates al momento non sembrano più operative con progetti sul territorio italiano per cui vengono escluse dalle statistiche (Crowdstates è comunque stata autorizzata ad operare anche in Italia sotto il Regolamento ECSP). Non risulta più attivo il sito *web* della piattaforma Invest4Italy mentre le piattaforme Crowd2Be e Starcrowd non avevano ancora chiuso campagne con successo.

La Figura 2.9 mostra la raccolta cumulata delle piattaforme fino al 30/6/2023, evidenziando anche il contributo degli ultimi 12 mesi. Le piattaforme *business* operanti in Italia

Figura 2.9

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2023: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.
 Fonte: dati forniti dalle piattaforme

(*) comprende la raccolta fatta in passato su progetti italiani da Crowdestate e Housers



principalmente (o esclusivamente) nel *real estate* hanno raccolto fino allo scorso giugno € 267,60 milioni (considerando anche il contributo in passato di Crowdestate e Housers), di cui ben € 115,79 milioni nell'ultimo anno, con una crescita del 39% rispetto al flusso dell'anno precedente. Il primo semestre del 2023 è andato molto bene, con € 69,30 milioni raccolti, con un balzo di quasi il 50% rispetto al secondo semestre del 2022.

Risulta evidente la presenza di 3 piattaforme *leader*, non a caso fra quelle che sono attive da più tempo.

Recrowd sale in testa alla classifica, con una raccolta negli ultimi 12 mesi per € 57,26 milioni e un cumulato storico di € 86,74 milioni. Segue Rendimento Etico, che ha raggiunto da inizio attività una raccolta complessiva pari a € 75,33 milioni; nell'ultimo anno il flusso di raccolta è stato pari a € 20,54 milioni grazie a 84 progetti chiusi con successo. Rendimento Etico supporta finanziariamente le ristrutturazioni di debiti ipotecari contratti da persone e imprese che hanno difficoltà a onorare gli impegni presi e quindi rischiano il pignoramento. I professionisti che collaborano con la piattaforma aprono una trattativa con i creditori prima che l'immobile venga messo all'asta, al termine della quale viene acquistato l'immobile con il supporto finanziario degli investitori *crowd* e viene preso in carico anche l'eventuale debito residuo. In alcuni casi il denaro raccolto serve invece per acquistare un immobile ancora non completato oggetto di asta giudiziaria. Trusters, acquisita dalla piattaforma equity CrowdFundMe, è terza con € 45,53 milioni complessivi, di cui € 16,45 milioni negli ultimi 12 mesi.

Passiamo ora in rassegna le piattaforme arrivate sul mercato più recentemente.

Bridge Asset negli ultimi 12 mesi ha raccolto € 9,41 milioni raggiungendo un totale di 61 progetti (quasi tutti localizzati in Lombardia, Toscana e Puglia) e € 15,32 milioni mobilitati. Build Lenders ha aggiunto € 2,40 milioni al suo portafoglio arrivando a un cumulato di € 3,67 milioni e 25 progetti sparsi in tutta Italia.

Demetra Lending ha finalizzato il suo primo progetto con una raccolta di € 210.000. Invest-t porta all'attivo nell'ultimo anno € 552.000 e arriva a € 1,17 milioni con 15 campagne, quasi tutte in Lombardia. Isicrowd si attesta su valori simili (13 campagne localizzate nella zona di Napoli, raccolta annuale € 286.000 e controvalore cumulato € 778.000). La particolarità di questo portale è di offrire tre tipologie di rendimenti: 'istantaneo', 'dilazionato' o 'classico', in funzione di quando vengono composti gli interessi.

Italy Crowd spazia in tutta Italia e raggiunge all'attivo 39 campagne chiuse, con € 3,48 milioni raccolti; si propone come piattaforma 'nativa *blockchain*' poiché tutte le operazioni presentate sulla piattaforma sono inserite in un registro digitale decentrato e inalterabile. Negli ultimi 12 mesi ha raccolto € 1,33 milioni.

ITS Lending si focalizza su progetti di recupero di antichi borghi italiani attraverso un percorso sostenibile: gli immobili vengono restaurati con un uso consapevole delle risorse e con i migliori *standard* di efficienza energetica. Ha all'attivo 34 campagne; la raccolta è pari a € 2,30 milioni di cui € 1,52 milioni nell'ultimo anno. Leone Investments con i suoi 12 progetti su Roma e dintorni ha raccolto € 3,08 milioni con un contributo annuale di € 2,58 milioni. Prepay propone anche progetti industriali ed è arrivata a € 1,79 milioni, raccogliendo negli ultimi 12 mesi € 834.000.

Re/source ha all'attivo 6 progetti con € 503.000 raccolti; The Builder propone tre tipologie di progetti: finanziamento di operazioni di riqualificazione e ristrutturazione legate al Superbonus 110%, sviluppi immobiliari e messa a reddito. Con i suoi 9 progetti ha raccolto € 945.000 (di cui circa la metà nell'ultimo anno). Infine Valore Condiviso si focalizza sull'area di Milano e Monza; i suoi 23 progetti hanno raccolto € 3,97 milioni, di cui quasi la metà dal 1/7/2022 al 30/6/2023.

Lending crowdfunding: le imprese finanziate

Le tipologie di imprese che ricorrono ai prestiti attraverso il *crowdfunding* sono molto variegata e i portali censiti servono segmenti diversi del mercato: alcuni si rivolgono pre-

Box 2.2

Casi di studio di PMI finanziate attraverso il *lending crowdfunding*

Creazioni Editoriali Srl

Parliamo di una PMI milanese che raccoglie e gestisce dati e informazioni giornalistiche destinate agli editori nazionali e internazionali per l'uso su diverse piattaforme informative e cura la restituzione in formato grafico dei contenuti attraverso l'attività di *visual design* e *information design*. All'inizio del mese di ottobre 2023, Creazioni Editoriali ha avuto accesso sul portale di EvenFi ad un finanziamento di € 35.000 della durata di 6 mesi, con un tasso di interesse del 5%, con l'obiettivo di promuovere l'ammodernamento tecnologico e l'automazione dei processi aziendali. Il rimborso previsto è in modalità *amortising*. Il prestito prevede una fidejussione personale da parte dell'amministratore della società.

Gedil 84 Srl

La società immobiliare Gedil 84 Srl ha proposto lo scorso settembre una opportunità sulla piattaforma Leone Investments che consiste nel cambio destinazione d'uso e totale ristrutturazione interna con frazionamento di un locale commerciale, dove nel tempo si erano susseguite varie attività, sito nel Comune di Roma in Via Placanca. Per lo sviluppo della prima fase dell'operazione, la società proponente ha chiesto ed ottenuto un finanziamento di € 742.000 da parte di 123 finanziatori, a fronte di una soglia minima che era stata fissata a € 680.000. Il rendimento previsto consiste in un tasso di interesse annuale pari al 10% in 12 mesi.

R2M Solutions Srl

La società R2M Solutions Srl ha promosso sul portale Ener2Crowd il finanziamento di € 60.000 utilizzati per la costruzione e l'installazione di un impianto fotovoltaico con potenza nominale di 82,88 kWp sul tetto del punto vendita NaturaSi sito a Pordenone in Via Ungaresca. Il progetto prevede un tasso annuale del 5% che può arrivare fino a 7,5% per particolari categorie di investitori fidelizzati. Inoltre ai partecipanti è stata offerta una ricarica gratuita di 25 kW presso un qualsiasi punto di ricarica "SiRicarica" situato sul territorio nazionale.

Ventuno Srl

Ventuno Srl è una società che opera da oltre un decennio nel settore degli investimenti immobiliari, grazie al bagaglio di esperienze tecniche maturate sin dal 1986. Sul portale Trusters, Ventuno Srl ha già promosso e restituito con successo 2 raccolte, entrambe a Milano, Via Caldara, per un totale di € 250.000 più interessi. La concessione del terzo prestito, avvenuta nel mese di settembre 2023 sempre su Trusters, per un importo di € 250.000 da ben 230 finanziatori ha permesso alla società di finanziare l'investimento finalizzato all'acquisto, riqualificazione e successiva rivendita di un appartamento situato in una zona di alto valore commerciale e posizione strategica nel centro di Bergamo. Il rendimento atteso previsto su un periodo di 12 mesi è pari all'11%.

valentemente a micro-imprese, le quali spesso non riescono ad accedere al credito bancario senza adeguate garanzie; altri hanno come *target* aziende più grandi e più strutturate, che però le piattaforme riescono a servire solo attraverso capitali da investitori istituzionali, con eventuale co-finanziamento da parte della folla di Internet.

Nel mondo dell'immobiliare ci sono delle specificità, poiché si tratta di progetti ben individuati e tipicamente di breve durata. Da una parte gli investitori chiedono un adeguato rendimento, tenendo conto che si tratta di investimenti illiquidi (anche nel caso in cui sia previsto un mercato secondario nella piattaforma) e di solito non garantiti, a favore di PMI e microimprese con bilanci non certificati. Secondo i dati raccolti dall'Osservatorio Crowdfunding del Politecnico di Milano, il rendimento annuale medio offerto fino al primo semestre 2023 è stato intorno al 9,8%. Dall'altra parte gli sviluppatori immobiliari devono ovviamente 'chiudere il cerchio' e sanno bene che se finanziassero una consistente frazione del *budget* di progetto attraverso il *crowdfunding*, il conto economico non starebbe in piedi. Ecco perché di solito la raccolta su Internet costituisce una parte minoritaria del *budget* necessario, che comprende anche credito bancario e auto-finanziamento. Si tratta però di una frazione 'preziosa' perché consente di ottenere liquidità velocemente e senza eccessiva burocrazia, il che può fare la differenza per la partenza del cantiere.

Vi sono però alcuni elementi comuni a tutte le imprese finanziate: da una parte il desiderio di sperimentare e conoscere nuove opportunità di *funding*, dall'altra l'apprezzamento verso la velocità di risposta da parte dei portali. Come però evidenziato nei nostri Report, sarebbe desiderabile una maggiore trasparenza (anche per chi magari non è stato ancora investitore) sui ritardi e sui crediti incagliati (se non addirittura inesigibili). Si auspica che la nuova regolamentazione ECSP possa contribuire anche per le piattaforme *lending* ad alzare la qualità dell'informativa, soprattutto su eventuali conflitti di interesse.

Il Box 2.2 (si veda la pagina precedente) riporta alcuni casi interessanti che riguardano PMI finanziate negli ultimi mesi.

3. Invoice trading



L'*invoice trading*, ovvero la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma *online*, non è propriamente un'operazione di raccolta di capitale, ma rappresentando lo smobilizzo di un'attività (appunto una fattura commerciale) è associata agli stessi effetti finanziari, traducendosi in un ingresso di cassa. Seguendo il *trend* internazionale, anche in Italia negli ultimi anni sono nati - e continuano a nascere - diversi portali, con l'effetto di confermare l'*invoice trading* quale uno dei comparti più importanti nella finanza alternativa per le PMI e l'unico dove i volumi in Italia non sfiorano rispetto a quelli europei.

Secondo lo European Payment Report 2023 di Intrum¹ 6 società su 10 (più precisamente il 59%) si attendono un ulteriore incremento del livello di inflazione, mentre il 57% del campione ha evidenziato come l'aumento dei tassi di interesse possa concretamente andare ad intaccare i ricavi di quest'anno. Nella medesima percentuale, le aziende si sono mostrate preoccupate delle ripercussioni che questa situazione avrà sui propri debitori e sulle loro difficoltà finanziarie. L'analisi statistica di Intrum del 2023 ha registrato un aumento delle domande da parte dei debitori volte alla possibilità di poter posticipare la data del pagamento. È interessante notare come questa tendenza sia in aumento a prescindere dalla tipologia di debitore, sia esso una PMI, una multinazionale o una società appartenente al settore pubblico. Stando a quanto riportato dall'European Payment Report 2023, il 48% del campione ha evidenziato come ci siano state richieste da parte dei clienti di poter modificare elementi chiave del contratto con effetto retroattivo, al fine di posticipare il pagamento oppure ottenere uno sconto. A livello di negoziazione, il 53% delle aziende segnala difficoltà nell'aderire con i propri clienti sul tema delle modalità e delle tempistiche di pagamento. L'Italia è al terzo posto tra i Paesi che spendono più giorni per ottenere i pagamenti in ritardo dai propri debitori con in media 81 giorni, a pari merito con Germania e Spagna, e dietro Finlandia e Polonia rispettivamente con 83 e 82 giorni. L'aumento dell'inflazione e l'innalzamento dei tassi di interesse hanno fatto sì che in Italia il tempo medio di pagamento delle fatture B2B sia tornato a risalire, passando da 37 giorni a 56 giorni, equivalente anche alla media europea, con un ritardo rispetto ai termini contrattuali che in media si aggira intorno ai 15 giorni.

Anche gli analisti di Cerved² hanno registrato per la prima volta da 3 anni un incremento dei tempi medi di pagamento delle fatture (+5,6 giorni per le grandi imprese) che impatta soprattutto sulla liquidità delle PMI fornitrici.

¹ www.intrum.com/publications/european-payment-report/european-payment-report-2023/

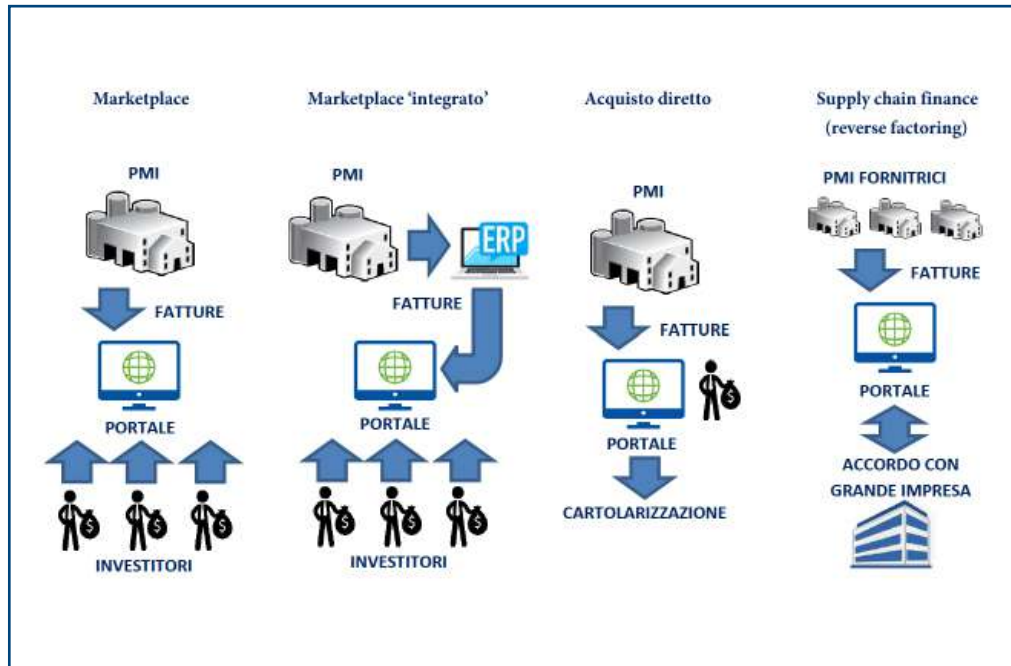
² Si veda il rapporto "Le abitudini di pagamento delle imprese italiane", luglio 2023

Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi

Gli articoli 1260 e successivi del Codice Civile disciplinano le operazioni di cessione dei crediti in generale. La cessione del credito può essere effettuata (i) *pro-soluto*, se il cedente non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito: il rischio di insolvenza, quindi, viene trasferito insieme al credito e il cessionario non può esercitare alcuna azione di regresso verso il cedente; (ii) *pro-solvendo*: il cedente risponde dell'eventuale insolvenza del debitore, quindi potrebbe subire una azione di regresso da parte del cessionario.

Si tratta di un'operazione comunemente offerta dalle società specializzate nel *factoring*, che offrono alle imprese l'opportunità di smobilizzare i propri crediti affidandoli a organizzazioni specializzate nella loro gestione.

Figura 3.1
 I modelli delle
 piattaforme di *invoice*
trading



La possibilità di cessione di una fattura commerciale assume, ovviamente, tanto più valore per un'impresa a corto di liquidità quanto maggiori sono i tempi di pagamento che i clienti si concedono. Le piattaforme di *invoice trading* offrono questo servizio attraverso diversi modelli (si veda la Figura 3.1).

Il processo prevede inizialmente che l'impresa interessata alla cessione della fattura inviata ad un'altra società privata (generalmente le piattaforme non accettano quelle inviate alla Pubblica Amministrazione) sottoporrà la documentazione richiesta al portale. Quest'ultimo selezionerà le proposte da accettare sulla base di una serie di parametri relativi sia alla fattura presentata (rispetto in particolare al merito di credito del cliente) sia all'impresa stessa. Il processo di *rating* viene effettuato con il supporto di *provider* specializzati, agenzie di *rating* e consultando *database* commerciali. Qualora l'istruttoria venga superata, si configurano diversi modelli per perfezionare l'operazione:

- 1) alcuni operatori agiscono come veri e propri *marketplace*, mettendo in contatto le imprese che vogliono essere finanziate con gli investitori; le fatture vengono proposte dalle imprese creditrici al portale e se passano la selezione iniziale dopo una prima valutazione del costo di cessione vengono proposte ai possibili acquirenti; essi vengono contattati a volte singolarmente, oppure viene organizzata un'asta competitiva;
- 2) una variante di questo modello, che potremmo chiamare il '*marketplace integrato*', prevede che il canale di acquisizione delle fatture sia integrato nei sistemi gestionali ERP che normalmente l'impresa utilizza per gestire il ciclo attivo e passivo, oppure che la piattaforma sia separata dal sistema ERP ma riesca comunque a 'pescare' i dati da esso; questo facilita il processo per le imprese creditrici, perché con un semplice *click* possono candidare le loro fatture alla cessione;
- 3) altri operatori acquistano invece direttamente le fatture, proponendo una quotazione definitiva all'impresa; si tratta di portali che hanno concluso accordi con investitori istituzionali e che tipicamente implementano *in house* operazioni di cartolarizzazione dei crediti, sottoscritte dagli investitori; da questo punto di vista non agiscono molto diversamente dalle società di *factoring* tradizionale;
- 4) infine, alcuni portali puntano alle operazioni di *supply chain finance*, in cui il ruolo chiave è svolto da una grande azienda, che offre ai suoi fornitori l'opportunità di cedere la fattura agli investitori accreditati nella piattaforma di *procurement (reverse digital)*.

In ogni caso la remunerazione dell'investitore dipenderà dalla differenza fra il prezzo di acquisizione del credito e il corrispettivo della fattura. L'acquirente della fattura dovrà quindi anticipare all'impresa una percentuale significativa del corrispettivo (tipicamente 85% o 90%) mentre il saldo sarà liquidato alla scadenza. Il rischio dell'operazione

viene generalmente sopportato dall'investitore (*pro soluto*), il quale dovrà attivarsi in proprio in caso di mancato pagamento della fattura. Il servizio genera vantaggi sia lato cedente, il quale acquisisce liquidità al di fuori del sistema bancario, senza alcun obbligo di cessione continuativa, sia lato ceduto, con la possibilità di generare cassa allungando i tempi di pagamento dei fornitori, e una flessibilità che permette di gestire le condizioni di funzionamento del *reverse*.

Benché da un punto di vista legale non sia obbligatorio, si cerca di ottenere sempre il parere favorevole del debitore. Del resto va segnalato che alcuni clienti richiedono esplicitamente clausole contrattuali volte a impedire la cessione della fattura. Non a caso da più parti è stato proposto di rendere nulle le clausole contrattuali che vietano la cessione del credito e proteggere gli intermediari finanziari dall'attivazione di procedure di revoca dei crediti ceduti. La proposta è stata avanzata formalmente ormai da tempo dall'associazione ItaliaFintech ed è stata ribadita nel Position Paper "Invoice Trading: analisi, opportunità, proposte" presentato nel febbraio 2023.

I portali attivi

Alla data del 30 giugno 2023 risultavano attivi in Italia 15 operatori nell'*invoice trading*: Anticipay (gruppo Zucchetti), Borsa Fattura, Cashinvoice, CashMe, Crescitalia, Crowdcity, Demetra Capital, Finanza.tech, Incassa Subito (gruppo TeamSystem), Italia Comfidi, Jacash, MyCreditService, Polaris (gruppo TXT), Sardinia Fintech e Workinvoice. L'anno scorso avevamo censito 13 piattaforme; è uscita dalla lista Clevera (il cui portale non è più operativo) mentre sono entrate Borsa Fattura, Jacash e Sardinia Fintech.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Due piattaforme (Borsa Fattura e Workinvoice) prevede un meccanismo di cessione tramite asta, mentre quasi tutti gli altri *marketplace* propongono un modello di offerta partendo da una quotazione 'suggerita'. Polaris è specializzata nelle operazioni di *supply chain finance*. Crescitalia segue un modello di acquisto diretto che potremmo definire 'integrato': le fatture vengono acquistate direttamente dai fondi per i quali la società agisce come *advisor e servicer* e la piattaforma può interfacciarsi con i sistemi ERP più diffusi.

Sito web	Società gestore	Meccanismo di cessione	Importo fatture accettate
Anticipay.it	Anticipay Srl (gr. Zucchetti)	Marketplace	> € 5.000
Borsafattura.it	European Brokers Srl	Asta	n.d.
Cashinvoice.it	Cashinvoice Srl	Marketplace	> € 5.000
Cashme.it	CashMe SpA	Marketplace	> € 5.000
Comfidi.it	Italia Com-fidi Scarl	Marketplace	Nessun limite
Crescitalia-mctech.com	Crescitalia Mediazione Creditizia Srl	Acquisto diretto	> € 1.000 (*)
Crowdcity.it	CrowdCity SpA	Marketplace	> € 1.000
Demetracapital.com	Demetra Capital Srl	Marketplace	> € 2.000
Finanza.tech	Finanza.Tech SpA SB	Marketplace	> 5.000
Incassasubito.com	Gruppo Teamsystem	Marketplace integrato	> € 1.000
Jacash.it	Finera Srl Società Benefit	Marketplace	Limite su fatturato (minimo € 1 mln)
Mycreditservice.com	Credit Service SpA	Marketplace	Nessun limite
Polaris.txtgroup.com	TXT Working Capital Solutions Srl (gr. TXT)	Supply chain finance	n.d.
Sardiniafintech.com	SFIRS SpA (Regione Sardegna)	Acquisto diretto	> € 10.000
Workinvoice.it	Workinvoice Srl	Asta	> € 10.000

Tabella 3.1

I portali di *invoice trading* italiani attivi alla data del 30/6/2023

(*) > € 1.000 nell'ambito di rapporti continuativi e > € 10.000 per eventuali cessioni *spot*

Gli anni scorsi avevamo evidenziato l'arrivo sul mercato di importanti *player* del settore IT/ERP come TeamSystem (che nel 2019 ha rilevato le attività della piattaforma Whit-e

di Factor@Work integrando la gestione della piattaforma di *invoice trading* già esistente nei suoi sistemi ERP), il gruppo TXT che propone la sua soluzione di *supply chain finance* attraverso Polaris Working Capital Solutions e il gruppo Zucchetti con l'acquisizione di Anticipay. Avevamo registrato anche l'ingresso del gruppo Siav nel capitale di Credit Service, gestore di MyCreditService.

Non consideriamo nella nostra ricerca l'attività di mediatori creditizi che si rivolgono direttamente alle imprese per la gestione dei loro crediti con un ruolo attivo di brokeraggio o negoziazione (a titolo di esempio citiamo il servizio di CreHo - Officine MC Srl, quello di Change Capital e Gruppo NSA).

Una peculiarità nel comparto dell'*invoice trading* è l'elevata rotazione delle risorse: le fatture vengono liquidate nel giro di qualche mese e il denaro viene poi reinvestito nel giro di pochi giorni, al contrario delle altre forme di finanza alternativa.

Nel seguito, andiamo a descrivere più nel dettaglio le singole piattaforme, evidenziando - laddove possibile - le tendenze del mercato.

Anticipay (gruppo Zucchetti)

Anticipay è un mercato digitale per le fatture dove è l'imprenditore stesso a selezionare il tasso di finanziamento e, a seconda della forchetta scelta, i fondi di investimento possono scegliere se acquistare immediatamente il credito oppure attendere sino alla scadenza dell'offerta. Le fatture devono essere di importo almeno pari a € 5.000 e con scadenza compresa fra 30 e 180 giorni. Non sono ammesse in piattaforma fatture emesse nei confronti della Pubblica Amministrazione. Dal 2020 Anticipay è diventata parte del gruppo Zucchetti, che ha integrato le soluzioni *fintech* di *invoice trading* nella propria offerta di fatturazione elettronica e nei propri gestionali. Nel 2023 Anticipay ha lanciato il portale dedicato alle PMI www.anticipofatture.it.

Per *policy* aziendale il portale non fornisce dati sull'operatività.

Borsa Fattura

Borsa Fattura è una delle *new entry* di quest'anno. Il servizio è rivolto ad aziende che possono smobilizzare rapidamente le proprie fatture cedendole a compratori che competono in asta digitale per aggiudicarsi il credito in questione. Una volta registrata sul portale e dopo aver confermato la propria identità nel giro di 24 ore, l'azienda sarà in grado di caricare sul portale i crediti commerciali che intende cedere, fissando per ciascuno un prezzo minimo richiesto. Effettuati dei controlli da parte della piattaforma, un'asta competitiva verrà aperta e il miglior offerente si aggiudicherà il credito. A questo punto, entro 2 giorni dalla chiusura dell'asta, l'azienda riceverà un importo pari al 90% del prezzo di aggiudicazione, mentre la rimanente parte verrà incassata solamente nel momento in cui il cliente pagherà alla scadenza dei termini.

CashInvoice

CashInvoice.it è un portale attivo da settembre 2017; è gestito dalla società Cashinvoice SpA, mediatore creditizio iscritto all'OAM (Organismo Agenti e Mediatori). Nata come piattaforma di comparazione, dove sono accreditati soggetti finanziari, come *factor*, banche e investitori istituzionali, oggi, dopo diversi anni di evoluzione, gestisce l'Invoice Trading in modalità *pro-soluto* su fatture commerciali attive e passive, in Italia ed estero, direttamente con i propri soci investitori.

CashInvoice dal 2023 opera anche nella cessione dei crediti fiscali, (IVA e bonus edilizi, in primis il SuperBonus), sia per cedenti, che sul mercato secondario, per conto di large *corporate* in qualità di cessionari.

CashInvoice opera inoltre nel Buy Now Pay Later B2B (BNPL) con 'PausePay', in *partnership* con Allianz Trade. All'interno delle piattaforme di *e-commerce* che integreranno PausePay sarà quindi possibile accedere a una nuova forma di pagamento che consentirà al venditore di incassare in modo istantaneo, al netto di una piccola *fee* di servizio, e al cliente acquirente di pagare a 90 giorni senza costi aggiuntivi. Oggi PausePay opera anche in modalità 'InStore', mantenendo tutte le caratteristiche della soluzione *online*,

come l'estrema flessibilità (adattandosi ai diversi cicli di vendita/incasso, ovvero per le rete agenti, per gli ordini telefonici, per la vendita in presenza); altri vantaggi sono l'annullamento del rischio di insolvenza, l'ottenimento della liquidità immediata, la verifica del *plafond* massimo, e soprattutto non è richiesta nessuna implementazione o sviluppo IT aggiuntivo.

Negli ultimi 12 mesi CashInvoice ha gestito complessivamente la cessione di fatture per un importo superiore a € 200 milioni.

CashMe

La piattaforma CashMe è gestita dall'omonima società che fa parte del Gruppo Finservice, operatore *leader* in Italia nel mondo della finanza agevolata.

Il meccanismo di cessione delle fatture selezionate dalla piattaforma è un *marketplace*. Possono accedervi tutte le società di capitali che abbiano depositato almeno un bilancio e che presentino un fatturato pari ad almeno € 500.000. Sono possibili eccezioni laddove i clienti presentino un buon merito creditizio. CashMe chiede una percentuale media dello 0,6% del valore del credito venduto tramite la piattaforma.

Grazie alla rete di Finservice, il portale si è dotato di una struttura distributiva diretta sul territorio che si occupa dell'*origination* visitando i clienti, mentre l'erogazione del servizio avviene completamente *online*. CashMe ha avviato dal 2022 anche il *reverse digital*, servizio offerto alle medie/grandi imprese che vogliono supportare la filiera dei piccoli fornitori (artigiani, micro, piccole e medie imprese) poco o mal serviti dagli operatori tradizionali, con *onboarding* in 2 giorni lavorativi.

Nel primo semestre 2023 la piattaforma ha registrato 2.108 fatture cedute per circa € 103 milioni, in leggera diminuzione rispetto allo stesso periodo del 2022. Le previsioni per l'anno in corso sono di arrivare a € 250 milioni.

CrescItalia

CrescItalia è un *advisor fintech* indipendente che svolge un ruolo di cerniera tra i capitali non bancari e le imprese, con lo scopo di agevolare l'incontro tra il tessuto imprenditoriale italiano e gli investitori. Grazie alla sua piattaforma digitale integrata di *servicing* (CrescItalia Lab), accompagna gli investitori istituzionali nei processi di valutazione e validazione dei crediti commerciali nonché nella gestione delle operazioni di investimento. Sulla piattaforma le PMI possono cedere le loro fatture con formula *pro-soluto*, il che rende il rischio di insolvenza totalmente a carico dell'investitore. In questo modo, l'azienda riesce a ottenere liquidità immediata evitando la segnalazione alla Centrale Rischi e senza dover pagare *fee* annuali né riconoscere costi di transazione.

Quest'anno CrescItalia Servizi Imprese, unitamente alla Divisione Investment Banking di Illimity Bank, ha strutturato un programma di cartolarizzazione di crediti *performing* a supporto delle PMI italiane. I crediti oggetto di cartolarizzazione saranno originati e garantiti da Confidcoop Marche, Confeserfidi e Garanzia Etica, e saranno processati e analizzati *end-to-end* mediante la piattaforma tecnologica di CrescItalia, che consente di gestire l'intero ciclo di vita dell'operazione.

CrowdCity

CrowdCity è un Mediatore Creditizio vigilato che trova il suo fondamento nel *peer to peer* applicato al mondo dei servizi finanziari e del credito. La piattaforma è aperta a due modalità principali: (i) *invoice exchange*, per facilitare la compravendita di crediti commerciali costituiti da fatture esigibili nella forma della cessione *pro-soluto*; (ii) *lending exchange*, per facilitare prestiti aziendali mediante l'incontro sulla piattaforma di imprese richiedenti ed investitori *private/institutional lenders*. In particolare, nel caso di *invoice trading*, la piattaforma prevede due diverse componenti di costo: una prima commissione '*una tantum*' per l'utilizzo della piattaforma e lo sconto applicato al credito ceduto. I requisiti richiesti alla società per poter accedere a questo tipo di strumento sono un fatturato pari almeno a € 5 milioni e un importo unitario per fattura di almeno € 1.000.

Box 3.1

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*

Lavorazione Tecnica Lamiera LTL Srl

Nata a Roma nel 1995, LTL progetta e produce porte ed incastellature per ascensori e piattaforme. L'impresa si è ampliata nel corso del tempo con nuovi impianti e una nuova sede produttiva, puntando su tecnologia e qualità. Nel 2022 è arrivata ad un volume di ricavi pari a € 12,9 milioni. Fondamentale per sostenere la crescita è stata la possibilità di anticipare la liquidità delle fatture sul portale Workinvoice.

Secondo Riccardo Tomassi, responsabile amministrazione e controllo, lo strumento dell'*invoice trading* si è dimostrato snello, veloce e pratico. È molto apprezzata anche l'opportunità di poter organizzare operazioni '*spot*' su singole fatture senza legarsi permanentemente ai finanziatori. Il costo dell'operazione viene poi giudicato del tutto competitivo rispetto alle banche.

Uniplast Srl (dal Blog di Cashme.it)

Azienda familiare di Oderzo (TV), giunta alle soglie della seconda generazione dopo essere stata fondata e diretta dal 1977 dalla famiglia Lesimo, Uniplast è oggi tra le poche aziende italiane specializzata nell'estrusione della materia plastica per il settore del mobile (in particolare doghe per letti, comparto dove detiene un brevetto), dell'illuminazione, dell'edilizia e dell'automazione. L'impresa nel 2022 ha fatturato € 5,7 milioni interamente sul territorio nazionale, con un EBITDA margin vicino al 20%, e da oltre 5 anni è cliente della piattaforma CashMe dove ha ceduto fatture per un importo superiore a € 2 milioni.

Secondo il direttore finanziario Paolo Spessotto, "la cessione del credito commerciale *pro soluto* tramite *invoice trading* è un vero e proprio paracadute per le aziende e assicura alla nostra azienda un livello di serenità dal punto di vista finanziario che non trova paragoni in altre soluzioni analoghe".

Nel 2022 CrowdCity ha aperto il portale BonusCrediti.com dedicato alla compravendita di crediti d'imposta legati agli incentivi per le ristrutturazioni e il risparmio energetico.

Demetra Capital

Demetra Capital è partecipata da Banca Privata Leasing Spa e fa parte del gruppo Ifin Holding, attivo nei settori siderurgico, agroalimentare, immobiliare e finanziario. Gestisce una piattaforma dove le fatture commerciali vengono acquistate a sostegno del credito di filiera da investitori professionali dopo essere state assicurate. Sono ammesse sulla piattaforma tutte le aziende italiane (società di capitali o di persone), senza pregiudizievole o protesti, interessate a cedere fatture con una durata dai 30 ai 180 giorni e con un importo unitario IVA compresa superiore a € 5.000. La piattaforma prevede un costo fisso, una *fee* annuale di adesione alla piattaforma di € 400 che viene richiesta solo dopo aver concluso la prima cessione, più una commissione variabile dipendente dall'importo della fattura, dalla sua durata e dalla qualità del credito.

Nel secondo semestre 2022 le fatture di PMI cedute sono state 304 per un totale di € 13,67 milioni e nel primo semestre 2023 c'è stato un buon aumento: 483 crediti ceduti per un valore di € 23,18 milioni.

Finanza.Tech

Finanza.Tech è un *brand* rappresentativo di un gruppo di società quotato su Euronext Growth Milan, una piattaforma che permette alle aziende iscritte di migliorare la propria comunicazione finanziaria ed avere accesso ad un ampio ventaglio di servizi di consulenza finanziaria. Tra i vari servizi offerti, la società propone anche il '*factoring digitale*', scegliendo tra i vari metodi di cessione del credito: *pro-solvendo*, *pro-soluto*, con o senza notifica, con o senza accettazione. È necessario che sia cedente che ceduto siano società di capitali; le fatture devono avere un importo minimo di € 5.000 (indipendentemente dal numero, basterà raggiungere in aggregato il valore-soglia) e una durata compresa tra i 45 e i 180 giorni.

Incassa Subito

La piattaforma Incassa Subito è la soluzione di *invoice trading* del Gruppo TeamSystem,

aperta agli utenti dei sistemi ERP proprietari e operativi da almeno 2 anni, che fatturano almeno € 250.000 all'anno verso debitori con ricavi almeno pari a € 1 milione. L'importo minimo della fattura è di € 1.000 e la scadenza può arrivare a 150 giorni. Vengono accettate anche fatture verso la Pubblica Amministrazione (in tal caso l'importo minimo è € 5.000 con scadenza superiore a 59 giorni).

La piattaforma utilizzata è quella della *startup* Whit-e, entrata a far parte del Gruppo TeamSystem nel 2019 insieme a Factor@Work, operatore già attivo da tempo nell'investimento nei crediti commerciali. Sulla piattaforma sono state cedute fatture per più di € 500 milioni da oltre 4.000 utenti.

Nel 2020 è stata costituita, all'interno del gruppo, Capital at Work SGR, società specializzata nella gestione di *asset class* alternative (con focus su credito e *direct lending*) attraverso lo sviluppo di prodotti di investimento innovativi e digitalizzati, fra cui il fondo chiuso Credito PMI che investe proprio in crediti commerciali non scaduti e crediti fiscali e il nuovo fondo FPAM1, che acquisterà direttamente fatture verso enti della Pubblica amministrazione e crediti rinvenienti dal PNRR.

ItaliaComfidi

ItaliaComfidi è una società consortile iscritta nell'Elenco Speciale degli Intermediari Finanziari ex art. 107 del TUB. La piattaforma propone tra i vari servizi anche quello relativo all'anticipo fatture: attraverso un modulo di sottoscrizione compilabile in pochi minuti, la società verrà ricontattata entro 48 ore con una risposta in termini di costi e un'analisi finanziaria dei ceduti. I requisiti richiesti per beneficiare di questo servizio sono quelli di essere una società di capitali italiana (Srl o SpA), fatturare oltre € 1 milione ed avere fatture emesse con una scadenza superiore ai 30 giorni. Ci sono, inoltre, delle restrizioni a livello di settore, legati ai criteri ESG della piattaforma: la società non deve commerciare armi, tabacco, o giochi d'azzardo. ItaliaComfidi preclude questo tipo di servizio anche alle aziende di costruzioni.

Jacash

Il nuovo portale Jacash, marchio di Finera Srl Società Benefit (gruppo Allcore), offre il servizio di anticipo fatture dedicato solamente a Srl o Spa che fatturano più di € 1 milione, non attive nel settore edilizio e/o immobiliare e con almeno 3 bilanci depositati. Jacash è una piattaforma gratuita che permette alle aziende, dopo essersi registrate, di cedere i propri crediti commerciali incassando, previa verifica di fattibilità, il 90% dell'importo entro 48 ore, senza vincolo o obbligo di cessione continuativa. Nel caso in cui si tratti della prima operazione sul portale, Jacash si riserva di effettuare una raccolta documentale e un'analisi approfondita sulle aziende coinvolte: in questo caso la tempistica di erogazione è generalmente compresa tra i 7 e i 10 giorni, riducendosi sensibilmente (1-2 giorni) per le operazioni successive alla prima.

MyCreditService

MyCreditService è una piattaforma tecnologica *multilevel*, basata su diverse componenti che collaborano ad una gestione integrata del credito commerciale. La piattaforma è gestita dalla *scale-up* Credit Service Spa, protagonista di una campagna di raccolta con *equity crowdfunding* sul portale Fundera nel 2019. Nel 2021 sono entrati nella compagine societaria Banca Valsabbina e il gruppo informatico Siav, rilevando le quote degli investitori della campagna di *crowdfunding*. All'interno di MyCreditService la fase di *trading* dei crediti sul *marketplace* avviene a valle di un processo di valutazione del credito che consente di capire la fattibilità dell'operazione e dei relativi costi, dove è coinvolta specificatamente la società di *rating fintech* modefinance.

In particolare, la piattaforma si interfaccia con il sistema ERP dell'azienda, 'pescando' i dati relativi alle fatture, elaborandoli e fornendo in tempo reale alla PMI un preventivo sulle condizioni di cessione. Dall'altra parte, gli acquirenti sono investitori professionali selezionati. Nel corso del secondo semestre del 2022, le fatture cedute tramite il portale sono state 908 per un importo totale pari a oltre € 30 milioni. Il primo semestre del 2023

ha registrato invece un leggero rallentamento, con oltre 500 fatture cedute e un importo totale ceduto di circa € 20 milioni, dovuto perlopiù al calo della domanda e a criteri di selezione del credito più severi rispetto a prima.

Polaris

Polaris è la soluzione di *supply chain finance* del gruppo TXT, uno dei maggiori *player* in Italia nel mondo ICT.

La piattaforma è integrata con i sistemi SAP e incentiva la collaborazione tra *buyer*, fornitori e *partner* finanziari per mettere a fattore comune i punti di forza e minimizzare il rischio per tutta la filiera. Le aziende potenziali beneficiarie del servizio di *invoice trading* sono le società di capitali con un fatturato maggiore o uguale a € 1 milione. I crediti cedibili sono quelli verso imprese private di medio grandi dimensione e con un buon *rating*, che accettino la cessione e che abbiano un fatturato superiore ai € 10 milioni. I crediti devono avere un importo superiore a € 10.000 e, per ragioni di concentrazione del rischio, non devono superare i € 500.000 per singola fattura. Uno dei primi accordi strategici della piattaforma è stato stipulato con il gruppo Maire Tecnimont.

Sardinia Fintech

Sardinia Fintech è il portale lanciato da SFIRS, la finanziaria della Regione Sardegna. Sul portale possono accedere alla cessione delle fatture le società di capitali, società di persone e ditte individuali, operative in Sardegna, non insolventi e in regolarità contributiva. L'oggetto del servizio di anticipo digitale è rappresentato da fatture commerciali non scadute del valore compreso tra € 10.000 e € 2.000.000 e della durata massima di 120 giorni (prorogabile a 30 giorni). I debiti ceduti ammessi devono essere società di capitali italiane, attive da almeno due anni e con bilanci regolarmente depositati. Ogni impresa può presentare all'anticipo un massimo di 5 ceduti entro un limite nominale pari a € 300.000. Condizione necessaria per il perfezionamento dell'operazione è l'accettazione della cessione del credito da parte del ceduto, debitore principale. Il fondo di Sardinia Fintech interviene attraverso un apporto di capitale, a condizioni di mercato, fino ad un massimo del 70% dell'importo complessivo del finanziamento concesso. Lo studio di fattibilità è effettuato mediante l'applicazione di metodologie statistiche avanzate per l'analisi del rischio di insolvenza delle fatture e la stesura di un profilo di solvibilità dei richiedenti.

Workinvoice

Attiva dal 2015, Workinvoice è una società *fintech* che offre servizi a valore aggiunto per le imprese, collegando risorse finanziarie al settore produttivo. Specializzata nel mercato *online* italiano di *invoice trading*, ha instaurato una *partnership* industriale con Cribis (gruppo Crif) nel 2018. Nel 2020 ha introdotto Smart Reverse, un servizio di *reverse factoring*, e insieme a Cribis e con il supporto di PWC, ha lanciato il primo mercato europeo per la cessione dei crediti fiscali (TaxCreditPlace).

La società fa parte di un ecosistema che comprende istituti finanziari, banche, aziende *leader* di filiera, produttori di *software* gestionali e infrastrutture di soluzioni per la *supply chain*. Durante il periodo 2020-2021, Workinvoice ha potenziato la propria offerta diventando un fornitore di servizi *plug & play*, integrando la propria piattaforma con quelle di istituti come Banca Sella, Sparkasse, Azimut e Enel X, permettendo così un accesso alla liquidità attraverso il servizio digitale di anticipo fatture.

Workinvoice è inoltre attiva nella realizzazione di soluzioni innovative di *supply chain finance* per grandi aziende ed è in grado di fornire prodotti finanziari *fully integrated* 'API-based'. Le sue linee di servizio includono: *marketplace* per i crediti commerciali, anche di singole aziende, *marketplace* di *reverse factoring*, e integrazione con *e-invoicing* per la cessione dei crediti commerciali.

Nel 2022 Workinvoice ha raggiunto la soglia di € 700 milioni di fatture anticipate sulla piattaforma. I volumi intermediati hanno registrato una crescita del 50% nel primo semestre del 2023 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Le imprese finanziate

Il profilo tipico delle imprese finanziate (si veda il Box 3.1 nelle pagine precedenti) è quello di PMI che trovano difficoltà ad essere affidate da una banca, vuoi perché escono da procedure come concordati, vuoi perché ottengono commesse di rilevante dimensione, difficilmente finanziabili attraverso i fidi esistenti, o semplicemente perché non riescono ad avere risposte in tempi accettabili. Il tasso di interesse non è quindi necessariamente competitivo rispetto a quello praticato dal circuito bancario. Il vantaggio non trascurabile sta sia nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral* (preclusa attraverso altri canali) sia nella rapidità di risposta. Un altro vantaggio per le imprese è che la cessione non richiede segnalazione alla Centrale Rischi del circuito bancario. Nelle nostre interviste abbiamo rilevato inoltre che la possibile cessione degli effetti è percepita di per sé come un fattore di 'disciplina' nel pagamento del credito; avere come controparte della fattura un investitore finanziario professionale è certamente più 'scomodo' per un cliente, rispetto al suo fornitore abitudinario verso il quale può spendere un maggiore potere contrattuale. Inoltre, soprattutto per le micro-imprese, la gestione informatizzata delle fatture è la leva per l'ottimizzazione del ciclo di conversione della cassa, che consente un migliore controllo sulla *performance* dei debitori.

L'*invoice trading* si presta bene anche a supportare il credito di filiera, in un'ottica strategica di lungo termine, come strumento di *supply chain finance*.

Per quanto riguarda gli investitori, si tratta di soggetti con un grado di conoscenza finanziaria elevata, come fondi di credito e fondi chiusi. Molto spesso si tratta di investitori esteri, perché - purtroppo - in Italia questa forma di investimento alternativo è poco conosciuta fra assicurazioni, casse di previdenza, fondi pensione. Il frequente utilizzo di veicoli di cartolarizzazione (come si è visto adottato da quasi tutte le maggiori piattaforme per fare leva sui volumi delle cessioni) consente però di allargare notevolmente la platea degli investitori in questa nuova *asset class*.

Nei prossimi mesi le prospettive sono particolari. Da una parte la riduzione dell'offerta di credito delle banche potrebbe essere un'opportunità e tutti gli operatori delle piattaforme di *invoice trading* prevedono un incremento della domanda da parte delle imprese, ma dall'altra parte ci si attende una qualità più bassa, a causa del deterioramento degli indici di liquidità. Sarà quindi importante mantenere uno *standard* elevato sull'analisi del rischio. Non aiuta il fatto che per le imprese non quotate i bilanci vengano pubblicati una volta all'anno e quindi ci si trova spesso ad esaminare dati contabili ormai non più attuali.



4. Direct lending



Il *direct lending* può essere definito come l'attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari, tipicamente fondi di investimento alternativi specializzati che forniscono prestiti a medio-lungo termine a PMI e grandi imprese finalizzati a progetti di crescita, ad acquisizioni o al rifinanziamento del credito. A livello mondiale si tratta di un comparto in continua crescita. Il mercato più sviluppato è indubbiamente quello statunitense, dove il processo di disintermediazione bancaria è iniziato già negli anni Ottanta, a seguito di cambiamenti normativi e politiche che hanno promosso un modello di finanziamento per le imprese che assegna un ruolo importante al mercato mobiliare.

Il contesto del mercato

L'ultima versione del *report* di Deloitte "Private Debt Deal Tracker" ha censito in Europa 256 operazioni di *direct lending* durante il primo semestre del 2023, con un calo di oltre il 25% rispetto al semestre precedente e del 37% rispetto allo stesso periodo del 2022. La Francia ha superato il Regno Unito con 74 *deal* rispetto a 68 mentre al terzo posto troviamo la Germania con 29 investimenti. Il *report* di Deloitte prende in considerazione i 76 maggiori operatori di *private debt* presenti in Europa, quindi non riesce a catturare l'intero mercato, soprattutto per le PMI.

AIFI, l'associazione nazionale che raggruppa anche i fondi di *private debt*, stima in € 3,2 miliardi l'importo investito nel 2022 da questi soggetti nel debito di 133 aziende, di grande e piccola dimensione (di cui € 1,4 miliardi nel primo semestre e € 1,8 miliardi nel secondo semestre). Nel primo semestre del 2023 invece il flusso è sceso a € 1,3 miliardi. Nel 2022 il 59% degli investimenti è stato erogato tramite un finanziamento diretto mentre la parte rimanente è rappresentata da strumenti obbligazionari (come i *minibond*) e ibridi. Sempre secondo AIFI, il 49% delle aziende creditrici sono PMI.

Così come abbiamo visto per gli altri comparti, anche nel *direct lending* si evidenzia quindi una frenata tendenziale, più marcata in altri mercati europei che in Italia.

La regolamentazione in Italia

Il *direct lending* è stato introdotto a pieno titolo in Italia con il D.L. 18/2016 che riporta "misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio". Nello specifico, all'articolo 17, vengono indicate le modalità operative per la concessione di prestiti da parte dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) italiani ed esteri.

Già nel 2014 il legislatore aveva ampliato la classe di soggetti abilitati a concedere finanziamenti alle imprese (specie se di piccola e media dimensione) intervenendo sulla riserva in favore delle banche e degli intermediari finanziari come stabilito dall'art. 106 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB). Il 'Decreto Competitività' 91/2014 (convertito dalla Legge 116/2014) aveva esteso la possibilità di erogare direttamente prestiti ad assicurazioni e veicoli di cartolarizzazione e mostrato una prima apertura nei confronti dei fondi comuni di investimento modificando la definizione di organismi di investimento collettivo (OICR) contenuta nell'art. 1 del Testo unico delle

disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), includendo tra gli investimenti in crediti “quelli a valere sul patrimonio”. La mancanza di disposizioni che definissero i contorni operativi dell’attività degli OICR aveva tuttavia portato a dubbi sull’effettiva possibilità di concessione diretta di finanziamenti (ferma restando la possibilità di svolgere attività di acquisto crediti), dubbi su cui ha fatto chiarezza il D.L. 18/2016 precisando che i crediti a valere sul patrimonio dovranno essere erogati solo a favore di soggetti diversi dai consumatori.

Tecnicamente, il D. L. 18/2016 ha introdotto modifiche al TUF tramite gli articoli 46-bis, 46-ter e 46-quater, con riferimento alla disciplina degli OICR. L’articolo 46-bis disciplina appunto l’attività di investimento in crediti da parte dei FIA italiani sotto forma di erogazione diretta di finanziamenti, mentre l’articolo 46-ter disciplina l’attività di investimento in crediti da parte dei FIA europei, sotto forma sia di erogazione diretta di finanziamenti che di acquisto crediti. Secondo l’articolo 46-quater infine, i FIA italiani ed esteri sono soggetti alle disposizioni in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela e alla relativa disciplina sanzionatoria, secondo quanto indicato nel TUB.

Per quanto riguarda i FIA europei, bisogna far riferimento al provvedimento di Banca d’Italia del 23 dicembre 2016 (in vigore dal 5 gennaio 2017) che ha integrato il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio del 19 gennaio 2015, dando attuazione all’articolo 46-ter, specificando condizioni e obblighi per l’operatività sul mercato italiano. A livello burocratico, per poter svolgere attività di *direct lending* in Italia i FIA europei devono effettuare comunicazione preventiva alla Banca d’Italia, documentando il possesso dei requisiti necessari e illustrando lo schema di funzionamento del FIA.

La Banca d’Italia a sua volta, vagliata la documentazione ricevuta, ha 60 giorni per esprimersi negativamente in merito, secondo la regola del silenzio-assenso. Tre i requisiti necessari: 1) il fondo deve essere autorizzato a svolgere attività di *direct lending* nel proprio Paese di origine; 2) il fondo deve avere forma chiusa ed uno schema di funzionamento analogo a quello dei FIA italiani che investono in crediti; 3) le norme del Paese d’origine in materia di contenimento e di frazionamento del rischio devono essere equivalenti alle norme stabilite per i FIA italiani che investono in crediti.

Piattaforme e investitori

Come evidenziato nei capitoli precedenti, abbiamo leggermente modificato, sulla base dell’evoluzione del mercato, i criteri di inclusione degli operatori nel segmento del *direct lending*. Oltre ai fondi di credito, andiamo a considerare anche piattaforme digitali di *lending* che non fanno raccolta presso piccoli risparmiatori su Internet (o lo fanno solo marginalmente), come Azimut Direct, October e Opyn.

I *player* specializzati presenti sul mercato nazionale e mappati dalla ricerca risultano dunque essere:

- Anima Alternative SGR che dopo avere chiuso la raccolta del fondo di *direct lending* Anima Alternative 1 sta ora promuovendo il fondo Anima Alternative 2 (che ha già acquisito CDP e il Fondo Europeo per gli Investimenti come *anchor investor*); il fondo investirà prevalentemente in strumenti di debito di PMI e *mid-cap* italiane e ad oggi ha ottenuto sottoscrizioni per oltre € 180 milioni perfezionando già i primi investimenti;
- Anthilia Capital Partners SGR, uno dei ‘pionieri’ nel *private debt* italiano; costituita nel 2007, ha all’attivo diversi fondi di *private debt*; l’ultimo in ordine di tempo è il fondo d’investimento alternativo Anthilia GAP – Special situation credit fund, nato per sostenere le imprese italiane ad alto potenziale che trovano difficoltà di accesso al credito attraverso i canali tradizionali (proprio nelle scorse settimane ha perfezionato i suoi primi investimenti in Conbipel e DigitalPlatforms); è in raccolta invece il fondo Anthilia MUST, un PIR alternativo *multistrategy* che utilizzerà diversi strumenti del *private capital*, dal debito all’*equity*;
- Azimut Direct; è la società *fintech* del gruppo Azimut specializzata in *minibond*, *direct lending*, *private* e *public equity*. Fra il 1/7/2022 e il 30/6/2023 Azimut Direct ha originato

Box 4.1

Casi di PMI finanziate attraverso il *direct lending*

Infrastrutture SpA

Infrastrutture S.p.A. opera da oltre 60 anni nel settore energetico e dal 1995 come IPP (Independent Power Producer) nella produzione di energia rinnovabile e negli investimenti sostenibili. La società, guidata da Pier Francesco Rimbotti, è presente in Europa, Asia e America Latina ed è attiva nei settori del fotovoltaico, dell'eolico e del biometano. Ha contribuito allo sviluppo di oltre 1.000 MW di energie rinnovabili. Il valore della produzione del gruppo nel 2022 ammonta a € 12 milioni con un EBITDA consolidato che supera € 5 milioni.

Nel novembre 2022 il gruppo, tramite la controllata Hergo Renewables Italia Srl, ha ottenuto un prestito *junior* dal fondo Predirec EnR 2 gestito dal *player* francese Sienna Capital e classificato come Art. 9 SFDR. L'investimento è pari a € 7 milioni da rimborsare in 20 rate semestrali, tasso annuale 7%, e va a supportare il capitale necessario per la costruzione di progetti fotovoltaici con una capacità totale di 13 MWp.

Metro.Ferr Srl

Metro.Ferr è attiva nella progettazione, costruzione e manutenzione di sistemi di trasporto urbano e ferroviario offrendo tecnologie innovative e prodotti per l'analisi, il miglioramento dell'efficienza e della sicurezza degli impianti esistenti. Grazie alle recenti acquisizioni (fra cui Impresa ACV attiva nei lavori edili e stradali), il gruppo ha evidenziato una forte crescita nell'ultimo triennio, arrivando nel 2022 a generare un valore della produzione aggregato pari a € 27 milioni.

Nel giugno 2023 Metro.Ferr ha ottenuto un *direct loan* dai fondi Anthilia Bit III e Anthilia Bit IV gestiti da Anthilia SGR con un finanziamento di medio-lungo termine di € 3 milioni. Si tratta della seconda operazione a sostegno del gruppo. Il prestito prevede la scadenza a dicembre 2027 e rimborso *amortizing* a partire da dicembre 2023. Il capitale andrà a supportare il *budget* degli investimenti necessari per gestire le numerose commesse acquisite ad oggi.

Sealence SpA

Sealence S.p.A. Società Benefit è una *startup* innovativa milanese costituita con l'obiettivo di progettare, produrre e commercializzare soluzioni tecnologiche per il settore navale, in particolare DeepSpeed, il propulsore marino elettrico basato su idrogetto ad alta efficienza e già brevettato in numerosi Paesi.

A inizio 2023 ha concluso un'operazione di *direct lending* da € 2,5 milioni tramite Azimut Direct. Il finanziamento, sottoscritto da un investitore istituzionale, ha una durata di 5 anni e si colloca nell'ambito del processo di *funding* della *startup*, al fine di sostenere e accelerare il processo di crescita e strutturazione. Il CEO, William Gobbo, ha sottolineato l'importanza di trovare un *partner* finanziario capace di comprendere il prodotto, il mercato e il *business model*, il contesto in cui l'azienda opera e la sua unicità.

39 prestiti in *direct lending* a PMI con una raccolta di € 33 milioni; il dato tendenziale per il primo semestre è di 16 operazioni con € 11,2 milioni raccolti. In totale, fra PMI e altre imprese, la piattaforma ha originato 59 prestiti nell'ultimo anno con € 157 milioni finanziati;

- Azimut Libera Impresa SGR, Azimut Capital Manager SGR e Azimut Investments S.A., i cui fondi si prefiggono l'obiettivo di investire in tutte le fasi del ciclo di vita di un'azienda, immettendo liquidità sotto forma sia di *equity* che di debito. Il gruppo si propone con un portafoglio di numerosi prodotti di *private capital*, fra cui ben 16 dedicati al *private debt*, riservati e non riservati (ultimi in ordine di tempo Azimut ELTIF – Private Debt Digital Lending III e Azimut Private Debt Capital Solutions II - ELTIF);
- Clessidra Capital Credit SGR, che ha lanciato nel 2022 il fondo Clessidra Private Debt con un approccio orientato ai temi ESG su un *target* complessivo di € 250 milioni e già 5 investimenti in portafoglio;
- Endeka SGR, che dopo il primo *closing* per il fondo di debito Endeka Credito Italia I, focalizzato su piccoli finanziamenti diretti alle PMI assistiti nella massima misura possibile dalla garanzia pubblica, di taglia da € 150.000 a € 900.000, ha ottenuto un *commitment* da € 25 milioni dal Fondo Europeo per gli Investimenti; a metà 2023 il fondo aveva già investito € 16 milioni in 50 PMI in tutta Italia;

- Equita Capital SGR, che ha all'attivo in ambito *private debt* due fondi di credito (Equita Private Debt Fund I e II) lanciati rispettivamente nel 2016 e nel 2019, per un valore di € 100 milioni nel primo caso e € 237 milioni nel secondo, che sta per completare la fase di investimento;
- Eurizon Capital SGR ha da poco annunciato la nascita del suo primo fondo di *private debt* per supportare le PMI e Mid Cap italiane; l'obiettivo iniziale è raccogliere € 150 milioni presso investitori istituzionali con una quota di partecipazione diretta della capogruppo Intesa Sanpaolo;
- Finint Investments SGR, un altro nome storico nel *private debt* per le PMI, con all'attivo numerosi investimenti; l'attività è partita nel 2013 con il fondo Minibond PMI Italia, che ha raccolto € 65 milioni, e nel 2014 con la gestione del Fondo Strategico Trentino-Alto Adige, a *focus* territoriale, con una raccolta di € 223 milioni; nel 2017 è stato lanciato il fondo PIR aperto anche a investitori *retail* Finint Economia Reale Italia e nel 2020 è partito il nuovo fondo PMI Italia II che investe in strumenti di *private debt* sia *secured* che *unsecured*, in titoli rappresentativi del capitale di debito anche di natura partecipativa e in crediti/titoli rappresentativi di crediti emessi da PMI italiane;
- Green Arrow Capital SGR SpA; la SGR è stata tra le prime autorizzate ad erogare finanziamenti *senior* a medio termine direttamente alle PMI. Nei giorni scorsi ha annunciato il primo *closing* a € 90 milioni del suo secondo fondo di credito (Green Arrow Private Debt Fund II);
- Hedge Invest SGR con i fondi HI Crescitalia PMI Fund e HI Confilend Fund, un fondo chiuso e riservato che eroga finanziamenti di piccolo taglio a medio/lungo termine a PMI e liberi professionisti in *partnership* con una rete di 8 Consorzi Fidi nazionali;
- Ingenii SGR; dopo aver investito il primo fondo di *direct lending* Ingenii Sviluppo Impresa, è già pronto il secondo veicolo, battezzato Ingenii Open Finance, un fondo chiuso e riservato a clienti professionali con un *target* di € 120 milioni. Erogherà finanziamenti a medio-lungo termine alle PMI assistite dal Fondo di Garanzia nazionale;
- Merito SGR, che nel 2022 ha lanciato il fondo chiuso riservato Merito Private Debt, destinato a investire con tagli fra € 4 milioni e € 7 milioni in un'ampia gamma di strumenti di debito, focalizzandosi su posizioni *senior*, sia a livello operativo che strutturalmente subordinato, e adottando un approccio opportunistico su posizioni di *equity* o *quasi equity* a completamento della struttura di capitale; ad oggi sono già 9 gli investimenti fatti;
- Muzinich & Co SGR, attiva dal 2017 e conosciuta in precedenza con il nome di Springrowth SGR; offre attraverso il suo "Fondo di Credito Diversificato per le Imprese" un modello di *parallel lending* incentrato su prestiti co-originati con banche italiane ed internazionali e aggregati in portafogli altamente diversificati. Il fondo ha già investito in decine di aziende italiane, quasi tutte grandi imprese;
- Nextalia SGR, che ha annunciato un nuovo fondo di *private debt* (Nextalia Credit Opportunities) già arrivato al primo *closing* da € 300 milioni che interverrà in imprese *distressed*;
- October; opera in Italia dal 2017 e il suo modello di *business* prevede che il 51% dell'importo dei prestiti offerti sia coperto da investitori professionali mentre il restante 49% è a disposizione dei prestatori privati su Internet, con i fondi che completano poi l'eventuale importo non sottoscritto dai privati. I prestiti erogati a imprese italiane nel 2022 ammontano a € 52 milioni (di cui € 36,39 milioni nel secondo semestre). Il primo semestre 2023 mostra un flusso di 86 prestiti per € 16,175 milioni. La quota sottoscritta da investitori *crowd* è molto piccola (meno dell'1%). La liquidità è originata primariamente dai fondi Eltif francesi October SME IV e October SME V, lanciato nel settembre 2022 e classificato articolo 8 SFDR. Nei fondi hanno investito, fra l'altro, Cassa Depositi e Prestiti, Finlombarda e il Fondo Europeo per gli Investimenti;
- OpyN; è una piattaforma di *digital lending* per le PMI, totalmente proprietaria e gestita da un gruppo societario, avente come *holding* Business Innovation Lab SpA che controlla al 100% ART SGR SpA (autorizzata a gestire fondi alternativi di investimento riservati ad investitori professionali) e Mo.Net SpA, iscritta all'Albo degli istituti di pagamen-

to autorizzati da Banca d'Italia. Anche grazie al suo fondo di investimento alternativo Magellano, in cui ha investito il Fondo Europeo per gli Investimenti, nel 2022 ha erogato prestiti a imprese italiane (in gran parte PMI) per € 752 milioni, di cui € 371 milioni nel secondo semestre; il primo semestre 2023 è andato altrettanto bene con € 1.310 prestiti per un importo di € 368 milioni;

- Tenax Capital; ha lanciato da poco il sesto fondo di *private debt* (Tenax Sustainable Credit Fund) con un *target* di € 300 milioni e una strategia di supporto verso le imprese orientate verso la transizione tecnologica. Il fondo vede come *anchor investor* CDP e il Fondo Europeo per gli Investimenti attraverso la garanzia InvestEU e ha già cominciato a finalizzare i primi investimenti;
- Ver Capital SGR, che da settembre 2022 ha lanciato il fondo Ver Capital ELTIF Italia (fondo chiuso, PIR alternativo) della durata di 7 anni con possibilità di uscita anticipata a partire dal quinto anno. Si tratta di un fondo ibrido da € 200 milioni che colloca le proprie risorse al 70% in strumenti di debito (*private debt* a medio/grandi società italiane e obbligazioni/prestiti *corporate* a grandi aziende europee) e al 30% in *equity*. I vincoli sull'area geografica di investimento richiedono che almeno il 70% delle risorse sia destinato ad imprese sul suolo italiano, mentre la restante parte può essere investita in altri Paesi europei.

Ricordiamo che ci sono anche altre società di gestione europee con fondi di *private debt* che investono in Italia (ultima in ordine di tempo la francese CAPZA), ma quasi mai nelle PMI. Anche Cassa Depositi e Prestiti sta procedendo in un programma di prestiti diretti ma pure in questo caso si tratta più che altro di grandi imprese.

Il mercato del *direct lending* per le PMI italiane

Le operazioni di *direct lending* non sono facilmente rintracciabili, se non con la collaborazione di investitori e imprese; infatti, nella maggior parte dei casi, le informazioni a riguardo non sono pubblicamente depositate al Registro delle Imprese. Inoltre, a meno di comunicati stampa, i dettagli possono essere rilevati solo l'anno successivo all'operazione, quindi dopo la pubblicazione del bilancio, sempre che siano riportate informazioni disaggregate sui debiti finanziari; purtroppo lo schema di bilancio semplificato che molte piccole imprese utilizzano non consente sempre di ottenere un riscontro.

Dalle interviste condotte con gli attori coinvolti nella filiera per sondare le potenzialità e le opinioni riguardo a questo strumento di finanza alternativa (si vedano anche i casi di studio riportati a pagina 49) emerge che il *direct lending* si adatta sia a grandi imprese sia alle PMI che non hanno la possibilità di affrontare costi fissi elevati quando si affacciano sul mercato mobiliare. Sul mercato i *player* sono abbastanza segmentati: alcuni - soprattutto quelli internazionali - sono interessati alle grandi imprese, altri si sono specializzati sulle PMI.

Un altro elemento interessante è che il *direct lender* si candida come soggetto in grado di comprendere il *business model* proposto dall'impresa entrando nel merito del progetto di investimento che richiede capitale e contribuendo ad aggiungere valore, anche dopo l'investimento; le banche a volte non riescono a rispondere con adeguatezza a questa esigenza.

Un ulteriore vantaggio riscontrato è la rapidità di erogazione del finanziamento rispetto al circuito bancario. Possiamo poi menzionare l'elevata personalizzazione che il *direct lending* consente, in fase di contrattazione, nel definire un accordo sulla base delle necessità e delle potenzialità finanziarie esprimibili dall'impresa.

A fronte di questi vantaggi, il *direct lending* comporta in generale un costo più elevato in termini di tasso di interesse; tuttavia ciò non scoraggia alcune PMI, che si sono dimostrate ben disposte a pagare un *premium price* in cambio di finanziamenti rapidi ed utili all'implementazione dei propri piani di sviluppo. I *covenant* finanziari, ovvero impegni presi dal creditore per rispettare determinati parametri contabili o evitare decisioni che mettano a rischio la solvibilità del prestito, sono frequenti nel *direct lending*, mentre non ci risultano particolari richieste riguardo garanzie su *asset* reali.

Il *direct lending* si è rivelato uno strumento utile nel colmare una carenza nell'offerta di credito esistente. Inoltre, viene considerata vantaggiosa la possibilità di diversificazione delle fonti di finanziamento in modo da non dipendere da un unico interlocutore.

5. Tokenization e crypto-asset



Il Fintech esemplifica a pieno titolo il potere ‘*disruptive*’ dell’innovazione, coniugando il mondo della finanza con quello della tecnologia. Grazie a Internet e alla digitalizzazione, negli ultimi anni si sono affacciati sul mercato nuovi attori e nuovi servizi che in prospettiva possono cambiare radicalmente il modo con cui oggi le PMI gestiscono i pagamenti, stipulano contratti come assicurazioni e prestiti, raccolgono capitale.

Una delle innovazioni più recenti nel mondo della finanza è stato il fenomeno delle criptovalute, ovvero di ‘monete digitali’ come bitcoin, ripple, ether, utilizzate dapprima come strumento di pagamento e poi anche come mezzo per raccogliere capitali, disintermediando completamente i circuiti (e gli adempimenti) tradizionali, attraverso l’offerta di *token* digitali su Internet (Initial Coin Offerings, ICOs, dette anche *token offerings*). Si tratta di operazioni che hanno come scopo la raccolta di mezzi finanziari, rivolta potenzialmente ad un grande pubblico ed effettuata sfruttando la tecnologia della *blockchain*, non senza problematiche di natura regolamentare e autorizzativa e con tanti rischi, come hanno dimostrato i recenti clamorosi casi delle piattaforme FTX e Thodex.

Blockchain, crypto-asset e ICOs

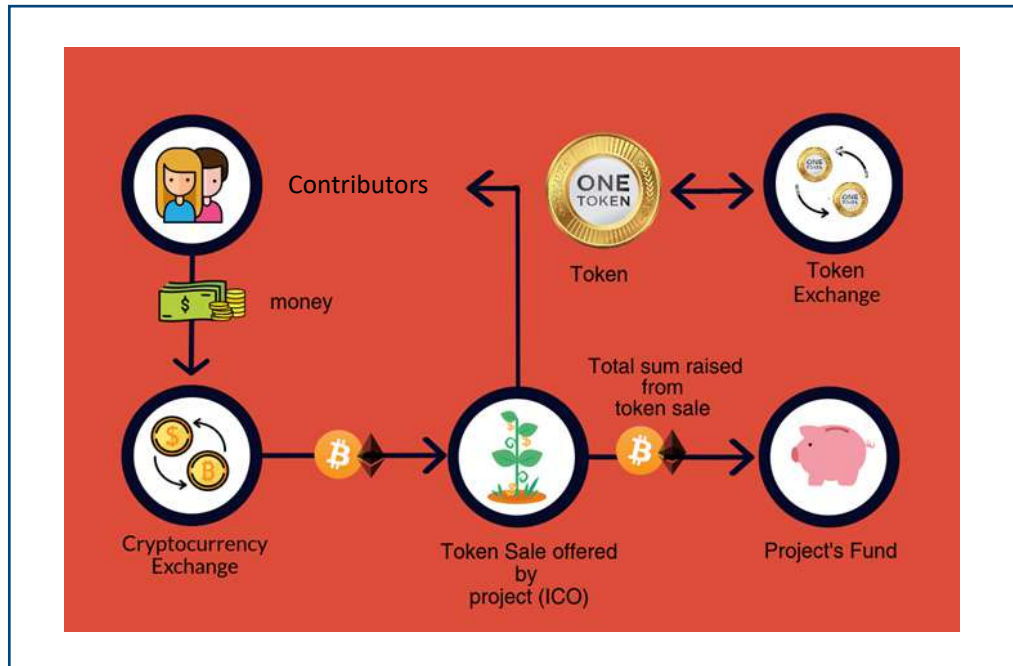
Una *blockchain* è fondamentalmente un registro distribuito in una rete che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente aggiungendo ogni volta un ‘blocco’ ad una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti, i dati in un ‘blocco’ non possono essere retroattivamente alterati senza che vengano modificati tutti i blocchi successivi ad esso e ciò, per la natura del protocollo e dello schema di validazione, necessiterebbe il consenso della maggioranza della rete. In pratica, se un utente volesse modificare un unico blocco all’interno di una *blockchain* dovrebbe possedere almeno il 51% della capacità computazionale della rete, che di fatto rende irrisorie le probabilità di successo nell’operazione. Ciò non vuole dire che una *blockchain* sia sempre sicura al 100%, perché alcuni episodi di frode sono pure avvenuti, laddove gli *hacker* hanno individuato delle ‘falle’ nel sistema.

Una criptovaluta è una valuta paritaria, decentralizzata e digitale la cui implementazione si basa sulla tecnologia *blockchain* per convalidare le transazioni e la generazione di moneta in sé (processo di ‘*mining*’). Essa utilizza tecnologie di tipo *peer-to-peer* su reti i cui nodi sono *computer* di utenti disseminati in tutto il globo. Su questi computer vengono eseguiti appositi programmi che svolgono funzioni di portamonete (*wallet*). Non c’è attualmente alcuna autorità centrale che controlla il mercato delle criptovalute. Le transazioni e il rilascio avvengono collettivamente in rete, pertanto non c’è una gestione di tipo centralizzato, né alcuna garanzia da banche centrali.

In una Initial Coin Offering (ICO) le criptovalute e la tecnologia della *blockchain* (progettandone una *ad hoc* o appoggiandosi su una esistente, di solito Ethereum) vengono utilizzate per raccogliere capitale destinato a un progetto, attraverso Internet, esattamente come in una campagna di *crowdfunding*, ma con due importanti differenze:

- 1) non c’è bisogno di una piattaforma abilitante, che seleziona le campagne da pubblicare scartando quelle meno affidabili;
- 2) grazie alla peculiarità della tecnologia *blockchain* in termini di sicurezza, garantita dalla crittografia distribuita, non c’è bisogno di un ente terzo che processi il pagamento (una carta di credito, una banca che gestisca il bonifico...) con ciò disintermediando

Figura 5.1
 Schema delle fasi di una
 Initial Coin Offering



totalmente i sistemi di pagamento tradizionali, con vantaggi (costi ridotti) e svantaggi connessi (riferiti ad esempio alle procedure anti-riciclaggio).

La Figura 5.1 mostra le diverse fasi di una ICO. Il *team* di progetto offre sul mercato virtuale dei *'token'* che possono essere acquistati in cambio di pagamenti in criptovalute (a volte anche in valute tradizionali). Tutte le informazioni riguardo l'offerta sono contenute in un documento denominato *'white paper'*, creato dai proponenti e non approvato da alcuna autorità di mercato o soggetto terzo. Nel documento vengono descritte, con maggiore o minore dettaglio, tutte le informazioni utili ad un potenziale contribuente per valutare il progetto, gli obiettivi da realizzare con il denaro e la qualità del *team* proponente. Esattamente come in un progetto di *crowdfunding*, l'offerta può prevedere un *target* minimo (*soft cap*) e massimo (*hard cap*) per la raccolta.

I *token* sono dei *crypto-asset* e possono essere utilizzati dai contributori in tanti possibili modi. Alcune volte danno diritto semplicemente a far parte della *community* legata al progetto, senza vantaggi economici particolari. Altre volte possono dare diritto all'utilizzo di un prodotto o di un servizio (come nel caso del *reward-based crowdfunding*) come potrebbe essere un *software*, un videogioco, un servizio in *cloud* (*'utility token'*). Teoricamente potrebbero dare diritto a ricevere anche un vantaggio di natura finanziaria (*'security token'*), come la compartecipazione agli utili del progetto (come nell'*equity crowdfunding*) o alla remunerazione e rimborso del capitale investito (come nel *lending crowdfunding*). A enfatizzare questa possibile applicazione vi è la possibilità di costruire, attraverso la *blockchain*, dei meccanismi contrattuali (*smart contracts*) immutabili, sicuri ed eseguiti in automatico che replicano meccanismi comuni nel mondo della finanza e del *venture capital* come *buyback*, clausole di *drag along* e *tag along*, *carried interest*, meccanismi di *lock-up*, *escrow accounts*.

I *token* possono essere utilizzati essi stessi come una criptovaluta (*'digital currency token'*) per acquistare su Internet beni o servizi e possono anche conferire diritti di *governance* nel progetto, quali la possibilità di decidere su alcuni aspetti o di contribuirne allo sviluppo in una logica di *open innovation*.

Un'altra importante differenza rispetto al *crowdfunding* è che i *token* possono essere facilmente scambiati sul mercato secondario dopo l'ICO grazie alla tecnologia *blockchain*, il che accade molto spesso, su piattaforme Internet specializzate. Al contrario, l'investimento nell'*equity crowdfunding* e nel *lending crowdfunding* è molto meno liquido e comporta costi di transazione significativi sul secondario.

Va da sé che partecipare ad una ICO comporta rischi elevati di perdere il denaro, perché non vi è nessuna garanzia particolare sugli impegni dichiarati nel *'white paper'*, né vi è

la possibilità di verificarne gli aspetti più importanti e molto spesso non esiste nemmeno un veicolo societario già costituito che realizzerà il progetto. Si sono scoperti casi di offerte evidentemente truffaldine (che presentavano profili di persone inesistenti, o millantavano meriti falsi) piuttosto che casi di progetti spariti nel nulla dopo la raccolta. Sembrano lontanissimi gli anni dal 2017 al 2019 in cui le ICOs hanno raccolto su Internet somme di denaro davvero rilevanti. È il caso del progetto EOS, una piattaforma di sviluppo per applicazioni decentralizzate costruita sulla *blockchain* di Ethereum, che è riuscita a raccogliere più di \$ 4 miliardi. La piattaforma di messaggistica istantanea russa Telegram si è assicurata \$ 1,7 miliardi a vantaggio del progetto di lanciare una propria criptovaluta, il Gram. Bitfinex ha raccolto \$ 1 miliardo con l'emissione di *token* utili per ottenere sconti sulle *fee* di utilizzo dei servizi della piattaforma). Oggi i volumi di offerte di crypto-asset sul mercato sono molto più contenuti.

Come documentato lo scorso anno, negli ultimi tempi hanno acquisito notorietà gli NFT (Non-Fungible Token), *crypto-asset* non interscambiabili, che rappresentano titoli unici ed esclusivi di proprietà su contenuti digitali che replicano *asset* come opere d'arte, musica, prodotti editoriali.

In risposta alle richieste di maggiori trasparenza, sicurezza informatica e garanzie per i finanziatori, sono arrivate le Security Token Offerings (STOs), che prevedono le normali autorizzazioni necessarie per chiunque intenda offrire investimenti al pubblico, e le Initial Exchange Offerings (IEOs) che sono gestite da una piattaforma terza, e non direttamente dai proponenti (si vedano gli schemi nella Figura 5.2).

La regolamentazione

Le autorità statali che vigilano sui mercati finanziari considerano il tema dei *crypto-asset* come una priorità nelle loro agende. Il loro approccio dipende chiaramente dal tipo di ricompensa che è prevista per chi sottoscrive i *token* in un'offerta. Qualora essi dovessero configurarsi come strumento di investimento, si renderebbe necessario applicare le normative in tema di sollecitazione del pubblico risparmio, e quindi risulterebbero illegali se organizzate come descritte in precedenza.

Negli Stati Uniti, la SEC (Security Exchange Commission) ha sanzionato alcune ICOs perché chiaramente in contrasto con la normativa sul collocamento di attività finanziarie. In Cina e in Corea del Sud le ICOs sono state vietate. Altri Paesi come Svizzera e Singapore hanno mostrato un approccio più favorevole, anche per attrarre *startup fintech* sul territorio.

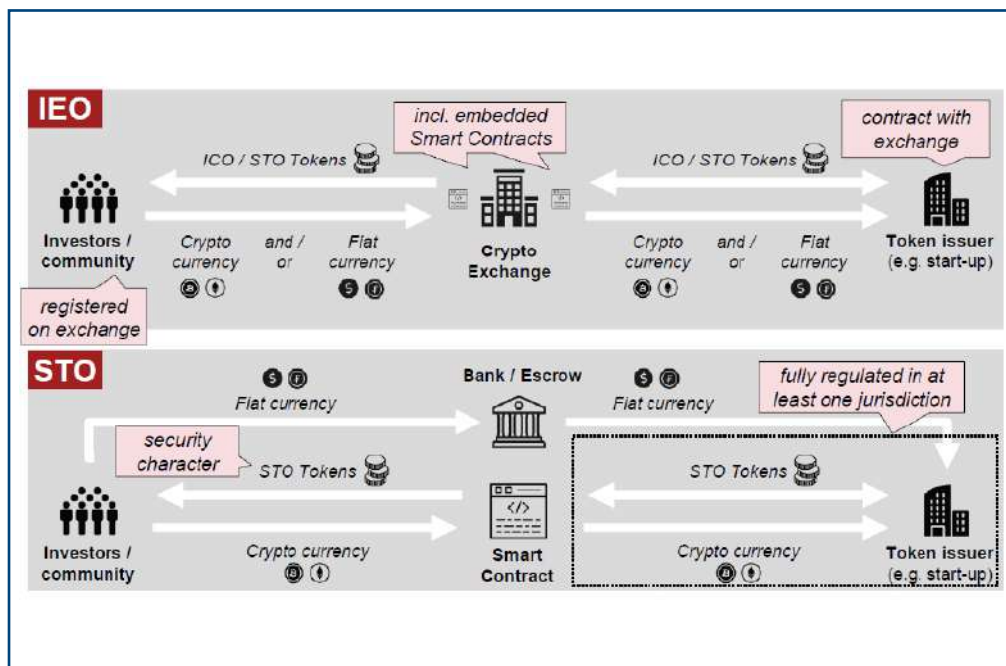


Figura 5.2
Schema di una Initial Exchange Offering (IEO) e di una Security Token Offering (STO).
Fonte: Strategy&, Pwc Network, 5th ICO / STO Report

Box 5.1
Il Regolamento MiCAR

Il nuovo Regolamento UE 2023/1114 MiCAR (Market in Crypto-Assets Regulation) definisce gli obblighi di trasparenza e informativa per l'emissione, l'offerta al pubblico e l'ammissione di *crypto-asset* alla negoziazione su una piattaforma Internet, nonché i requisiti per l'autorizzazione e la vigilanza dei prestatori di servizi per le cripto-attività e degli emittenti di *token* digitali. Il Regolamento entra nel merito dei meccanismi di funzionamento, organizzazione e *governance* necessari per la tutela dei partecipanti alle emissioni, all'offerta al pubblico e alla negoziazione dei *crypto-asset*, comprese le misure volte a prevenire l'abuso di informazioni privilegiate, la comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato.

Il nuovo Regolamento definisce i *crypto-asset* come "una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analogica"; nello specifico il Regolamento delinea tre tipologie di cripto-attività: *token* collegati ad attività (*asset-referenced token*), *token* di moneta elettronica (*e-money token*) e *utility token*.

Non rientrano nell'ambito di applicazione del nuovo Regolamento le cripto-attività che sono uniche e non fungibili nonché quelle che rientrano nelle definizioni di strumenti finanziari, fondi, prodotti assicurativi e pensionistici.

Il Regolamento MiCAR si applicherà a decorrere dal 30 dicembre 2024; tuttavia i requisiti stabiliti per i *token* collegati ad attività e per i *token* di moneta elettronica si dovranno applicare dal 30 giugno 2024. Si tratta di un passo importante nel quadro legislativo dell'Unione Europea, che si affianca al Regolamento UE 2022/858 e completa quindi la normativa sull'utilizzo dei registri digitali distribuiti per le transazioni economiche, finanziarie e non.

Nell'Unione Europea, il Regolamento UE 2022/858, entrato in vigore dal marzo scorso, propone un regime pilota (DLT Pilot Regime) per le infrastrutture di mercato basate sui registri distribuiti, anche per disciplinare la 'tokenizzazione' degli strumenti finanziari, ovvero la loro trasformazione in *crypto-asset*.

In Italia i prestatori di servizi relativi all'utilizzo di valuta virtuale sono tenuti a comunicare al Ministero dell'Economia e delle Finanze la loro operatività (per tentare di limitarne l'utilizzo per scopi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo). L'Agenzia delle Entrate ha chiarito che ai *token* si applica lo stesso trattamento fiscale dei *voucher*, se utilizzati per ottenere un prodotto o un servizio; l'IVA è quindi dovuta non al momento della sottoscrizione, ma al momento del successivo utilizzo, così come l'introito per l'azienda è imponibile come reddito non al momento dell'ICO ma quando i diritti connessi al *token* verranno esercitati. È stato precisato che anche le operazioni di cambio sulle criptovalute non sono rilevanti ai fini IVA. Come documentato nelle recenti edizioni del Quaderno di Ricerca, ci sono stati *team* italiani che hanno promosso offerte di *token* digitali sul mercato, a volte appoggiandosi su giurisdizioni estere. La Consob è intervenuta per 'stoppare' alcune di esse considerate vere e proprie offerte di investimento destinate nei fatti a risparmiatori italiani cui si prospettava un rendimento.

Riconoscendo la validità della tecnologia e le sue potenzialità, il D.L. 135/2018 (convertito nella Legge 12/2019) ha introdotto le definizioni di "tecnologie basate su registri distribuiti" e di "*smart contract*". Nel 2019 la Consob ha avviato una consultazione che mirava a raccogliere pareri su una possibile regolamentazione del fenomeno in Italia.

Il recente D.L. 25/2023 (Decreto 'Fintech') ha dato attuazione al Regolamento UE 2022/858 normando le emissioni e la circolazione di strumenti finanziari come azioni di SpA, obbligazioni e quote di fondi in forma digitale ('*digital securities*'). L'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari digitali dovranno avvenire attraverso un registro distribuito gestito da un responsabile iscritto ad un apposito elenco della Consob. Le infrastrutture di negoziazione saranno distinte in tre categorie: sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) DLT, sistemi di regolamento (SS) DLT e sistemi di negoziazione e regolamento (TSS) DLT.

Lo scorso luglio la Consob ha lanciato una consultazione su una bozza di Regolamento relativo all'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari in applicazione del Decreto 'Fintech'. Nelle prossime settimane si attendono dunque gli esiti della consultazione e la pubblicazione del Regolamento definitivo.

Ultimo in ordine di tempo, va citato il Regolamento UE 2023/1114 MiCAR (Market in

Crypto-Assets Regulation), volto a far fronte alla frammentazione del quadro giuridico applicabile alle cripto-attività e, più precisamente, agli offerenti o alle persone che ne chiedono l'ammissione alla negoziazione e ai prestatori di servizi ad esse collegati (si veda il Box 5.1). Anche in questo caso la Consob si è mossa insieme alla Banca d'Italia e all'Organismo degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi (OAM) promuovendo una consultazione fra gli operatori del mercato italiano sull'interesse a svolgere le attività rientranti nell'ambito applicativo del Regolamento MiCAR. Il questionario, disponibile su Internet, potrà essere valutato e trasmesso entro il 24 novembre.

La *sandbox* regolamentare italiana

Il D.L. 58/2019 ('Decreto Crescita') ha previsto una sperimentazione relativa alle attività *fintech* "volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti", ovvero una *sandbox* regolamentare dove le innovazioni *fintech* potranno essere sperimentate in collaborazione con le autorità di vigilanza. Nel 2020 il Ministero dell'Economia e Finanze (MEF) ha promosso una consultazione pubblica per arrivare a un Regolamento attuativo. Il 2/7/2021 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il Decreto Ministeriale n. 100 che ha istituito il Comitato FinTech e ha definito le modalità per chiedere di testare nuovi servizi e prodotti legati all'impiego di tecnologie informatiche, nei settori finanziario, creditizio e assicurativo per un periodo definito. La prima finestra temporale per la richiesta di ammissione alla *sandbox* si è chiusa il 15/1/2022 con 12 progetti accettati (si veda la lista del Quaderno pubblicato l'anno scorso).

La seconda finestra temporale per la presentazione delle richieste di ammissione alla sperimentazione è aperta e scade il 5 dicembre 2023. Stavolta non sono state previste limitazioni in termini di numero massimo e area tematica dei progetti ammissibili alla sperimentazione. La sperimentazione avverrà in costante dialogo con le autorità di vigilanza (Banca d'Italia, CONSOB e IVASS, sui cui siti *web* si trovano moduli e istruzioni per candidarsi), potendo eventualmente beneficiare di un regime semplificato transitorio. Attraverso lo strumento della *sandbox*, si persegue l'obiettivo di sostenere la crescita e l'evoluzione del mercato italiano grazie all'introduzione di modelli innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo garantendo adeguati livelli di tutela dei consumatori e di concorrenza, preservando la stabilità finanziaria. Allo stesso tempo, le autorità responsabili per la regolamentazione potranno osservare le dinamiche dello sviluppo tecnologico e individuare gli interventi normativi più opportuni ed efficaci per agevolare lo sviluppo del *fintech*, contenendo già in avvio la diffusione di potenziali nuovi rischi.

Le opportunità per il futuro

Non è facile stimare il flusso di risorse raccolte finora da imprese italiane e PMI attraverso le emissioni di *token digitali*. Come detto, infatti, il più delle volte le campagne di raccolta sono state organizzate da *team* composti da persone fisiche, in assenza di un veicolo societario già esistente e con riferimenti incerti ad una giurisdizione specifica (che spesso non è quella italiana).

Più recentemente, a seguito della maggiore attenzione delle autorità di mercato e della progressiva regolamentazione, le operazioni di collocamento di *token* digitali si sono rarefatte e sono state condotte nell'alveo delle norme in vigore.

Negli ultimi mesi possiamo citare la PMI veneta Quargentan Srl con l'emissione di un *bond* nativo digitale su piattaforma *blockchain* Fleap, sviluppata da Sandbox Srl, *startup fintech*, partecipata al 32% da Banca Valsabbina e incubata presso Polihub, acceleratore d'impresa del Politecnico di Milano. La raccolta è stata pari a € 1 milione ed è stata finanziata da Banca Valsabbina stessa.

Pochi mesi fa Azimut ha 'tokenizzato' le quote di un fondo di investimento lussemburghese in collaborazione con Bnp Paribas e Allfunds Blockchain. Già in precedenza, nel 2021, aveva ideato Azimut Token, una cartolarizzazione digitale di un *asset* finanziario

disponibile per investire in un portafoglio di prestiti a PMI italiane originati sulla piattaforma di Borsa del Credito e garantiti dal Fondo di Garanzia statale. Anche Mediobanca ha condotto una sperimentazione simile, introducendo una classe specifica di un fondo mobiliare aperto armonizzato; il progetto è stato realizzato proprio nell'ambito della Sandox regolamentare italiana.

È sicuro che le operazioni di 'tokenizzazione' si diffonderanno sul mercato italiano ed è probabile che il 'fai da te' visto in passato sarà soppiantato da processi più strutturati che inevitabilmente - viste le nuove normative - coinvolgeranno comunque nella fase iniziale gli intermediari finanziari.

6. *Private equity e venture capital*



Il *private equity* è un'attività finanziaria attraverso la quale un investitore professionale rileva quote del capitale di rischio di un'impresa tipicamente non quotata in Borsa. Questo può avvenire mediante due modalità: acquisendo azioni esistenti dai suoi soci (*buyout*) oppure sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando capitali 'freschi' all'interno della società *target*.

In questo capitolo descriviamo lo sviluppo di questo mercato in Italia, a sostegno soprattutto delle PMI e delle società *startup* (focalizzando sul *venture capital*). Consideriamo due diverse tipologie di attori protagonisti del mercato: i fondi di investimento e i *business angel*.

Caratteristiche del *private equity* e del *venture capital*

Gli investimenti in *private equity* raggruppano un ampio spettro di operazioni, in funzione sia della fase nel ciclo di vita aziendale, sia della tecnica di investimento usata.

Il *venture capital* può essere definito come una categoria peculiare del *private equity*, in cui il *target* di investimento è rappresentato da un'impresa in fase di costituzione (*seed*), in un settore ad alto potenziale di crescita, o da una società in fase di *start-up*. Si parla di '*early stage financing*' se l'impresa è nata da poco e necessita capitali per finanziare gli investimenti necessari per arrivare al mercato, o di '*expansion financing*' se l'impresa ha già iniziato a vendere i suoi prodotti o servizi e si cercano capitali per consolidare ed accelerare la crescita in atto.

Gli investitori professionali nel capitale di rischio intervengono anche in operazioni dedicate alla ristrutturazione di imprese (*special situations*) in crisi oppure nel caso di *bridge financing*, ossia interventi 'ponte' finalizzati all'agevolazione di importanti operazioni finanziarie, come fusioni e acquisizioni.

L'investitore si propone come un *partner* 'a termine', il cui obiettivo ultimo è la realizzazione di una plusvalenza finanziaria nel medio periodo. Egli collaborerà attivamente con l'imprenditore per incrementare il valore dell'azienda, apportando competenze complementari, favorendo sinergie e supportando i *manager*. Esistono operazioni in cui i *private equity investor* ottengono la maggioranza del capitale di rischio, e quindi il controllo, piuttosto che situazioni in cui sottoscrivono una quota minoritaria del capitale.

La fase di disinvestimento (*exit*) è cruciale e delicata per gli investitori. Essa viene già pianificata - a grandi linee - nella fase di negoziazione dell'investimento e può avvenire il più delle volte dopo qualche anno (di norma da 3 a 7) con la cessione delle azioni (*trade sale*) ad un altro investitore (ad esempio una grande impresa, o un altro soggetto del *private equity*, o l'imprenditore stesso, interessato a riscattare la quota del capitale ceduta) o con la quotazione in Borsa (attraverso un'Offerta Pubblica Iniziale, IPO, in cui le azioni verranno cedute al pubblico dei risparmiatori per costituire il capitale flottante).

L'investimento nel *private equity*, e soprattutto nel *venture capital*, è caratterizzato da un significativo profilo di rischio, e quindi non si può escludere il fallimento dell'impresa investita, con l'azzeramento del valore del capitale (*write off*).

Come precisato, il principale obiettivo degli investitori è quello di ottenere un *capital gain*, ma esistono tipologie di *player* mossi anche da altri obiettivi. Diversi grandi gruppi industriali investono risorse finanziarie a sostegno di attività di *private equity* e *venture capital* anche per maturare opzioni reali sulle innovazioni generate, o per creare sinergie

con le proprie attività (*corporate venture capital*). È una decisione che sempre più gruppi stanno valutando, tanto è vero che negli ultimi mesi imprese come Generali e Stellantis si sono aggiunte agli investitori già attivi.

Esistono poi soggetti pubblici (sia a livello centrale sia a livello regionale) che stanziavano risorse per gli investimenti, direttamente o tramite fondi di fondi, con l'obiettivo di creare innovazione, posti di lavoro, nuove imprese.

La letteratura accademica¹ mostra una relazione positiva fra vivacità dell'industria del *venture capital* e del *private equity* e crescita economica. Dal punto di vista di una PMI, l'opportunità di avere supporto da investitori professionali nel capitale di rischio è rilevante per molteplici ragioni. Innanzitutto, facendo ricorso ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, l'impresa è in grado di raccogliere capitale "paziente", che può essere utilizzato per sostenere piani di sviluppo, il rafforzamento della struttura finanziaria della società, acquisizioni aziendali, oppure per lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove tecnologie. Il *private equity* risulta essere vantaggioso anche perché può essere utilizzato per la risoluzione di problemi connessi con la proprietà dell'impresa oppure con il fenomeno del passaggio generazionale. Per contro, gli investitori accettano di compartecipare al rischio dell'imprenditore, ma al fine di tutelare il proprio investimento chiedono la sottoscrizione di patti parasociali abbastanza complessi, che contengono numerose clausole quali diritti di veto, la sottoscrizione di classi di azioni con privilegio in caso di liquidazione dell'impresa, regole anti-diluizione, la nomina di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, una suddivisione del denaro non proporzionale alle quote in caso di liquidazione (*liquidation preference*), diritti di co-vendita e di trascinarsi (*tag-along* e *drag-along*). Questa è una delle differenze rispetto all'*equity crowdfunding* dove invece il potere contrattuale dei finanziatori è molto basso.

Il mercato del *private equity* e del *venture capital* in Italia

Gli investimenti fatti in Italia da operatori professionali nel capitale di rischio delle imprese sono monitorati dall'associazione di categoria², l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). In questa sezione riportiamo tutte le statistiche elaborate da AIFI negli ultimi 5 anni aggiungendo il primo semestre 2023.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte. Il 2022 è stato un anno *record* per l'industria con € 23,66 miliardi investiti in 848 operazioni; la parte più significativa (€ 7,34 miliardi) riguarda i *buyout* e poi abbiamo € 4,3 miliardi sulle infrastrutture. I dati parziali del primo semestre del 2023 mostrano luci e ombre: gli investimenti arretrano (€ 3,19 miliardi rispetto a € 10,86 miliardi del primo semestre 2022) ma il numero di *deal* è in aumento (346 rispetto a 338). Ciò implica che gli investimenti in *startup* e PMI hanno sostenuto il mercato visto che il taglio medio degli importi si è abbassato. Nei primi 6 mesi dell'anno gli investimenti si sono concentrati in Lombardia (51%) e nel settore ICT (31%) seguito da beni e servizi industriali (16%) e medicale (14%).

La Figura 6.2 focalizza sui segmenti del mercato più interessanti per questa ricerca, finalizzata a capire le opportunità di raccolta di capitale per le PMI: *venture capital* ed *expansion*, dove avviene un aumento di capitale di solito. Le operazioni di *buyout* invece riguardano acquisizioni di quote già esistenti, solitamente in imprese di grande dimensione (alcune volte addirittura quotate in Borsa, che vengono poi 'delistate').

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *venture capital*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese in fase di *seed* o *startup*, si conferma una buona crescita tendenziale a partire dal 2020, sia nel numero di operazioni (ben 547 nel 2022, un *record* per l'Italia) sia nel flusso di investimento che per la prima volta hanno superato € 1 miliardo. Anche il 2023 è partito bene nonostante le difficoltà congiunturali, con 232 operazioni per € 410 milioni nei primi 6 mesi. Riteniamo che il risultato sia legato alla maggiore attenzione che i *policymaker* e gli operatori hanno riservato per questa fascia del mercato negli ultimi anni, in particolare con l'istituzione delle '*startup* in-

¹ Si veda ad esempio Kortum, S., Lerner, J. (2000) "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", The RAND Journal of Economics Vol. 31, No. 4, pp. 674-692. Si veda anche la ricerca condotta da AIFI e PwC "L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia"

² Sul sito dell'associazione www.aifi.it/associati/ è possibile osservare l'elenco degli operatori nel mondo del *private equity* e del *venture capital* attivi in Italia

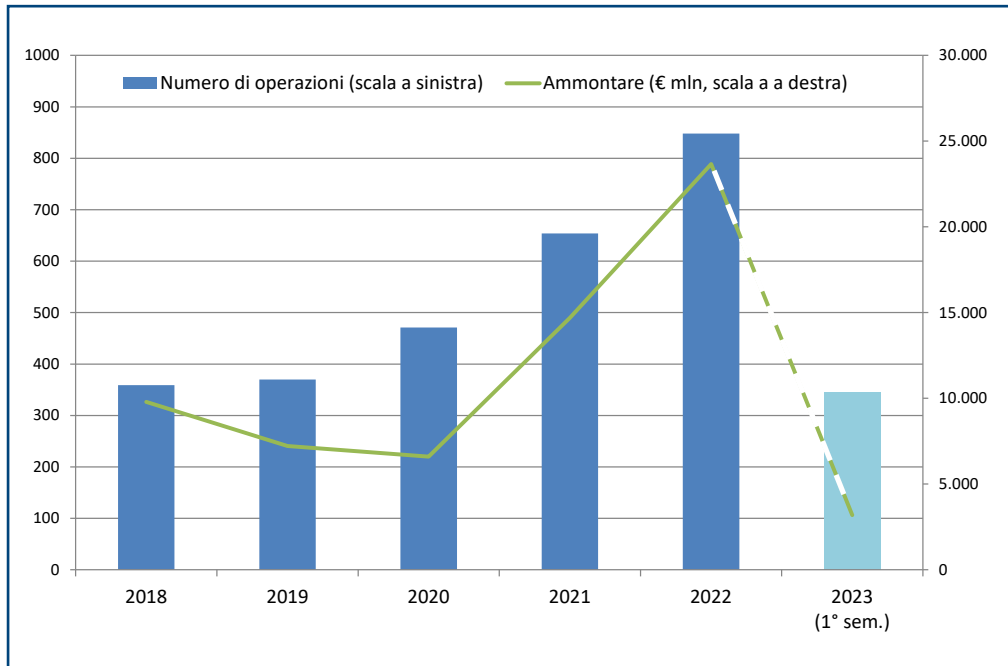


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio dei fondi di *private equity* e *venture capital*: i dati italiani dal 2018 al primo semestre 2023.

Fonte: AIFI

novative' e delle 'PMI innovative', nonché con le risorse catalizzate dal Fondo Nazionale Innovazione gestito da CDP Venture Capital SGR.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI attive anche in settori tradizionali) il *trend* si conferma decisamente inadeguato rispetto al potenziale italiano, soprattutto per il numero di operazioni. Nel 2022 AIFI ha registrato 46 *deal* con € 483 milioni investiti (con un calo del 44% rispetto al 2021). Il primo semestre 2023 non ha portato buone notizie con solo 18 *deal* e € 210 milioni investiti. Sembrano dunque sistematici gli elementi di debolezza del mercato su questa fascia di PMI che vogliono crescere.

Rispetto alle modalità di *exit*, i dati di AIFI mostrano che nel 2022 i flussi dei disinvestimenti sono stati buoni (€ 4,4 miliardi), mentre il 2023 sembra confermare le metriche dell'anno precedente, soprattutto se guardiamo al numero di *deal*. Il canale di *exit* più frequente si conferma essere la cessione ad un operatore industriale o ad un altro fondo di *private equity*. In alcuni casi si assiste alla quotazione in Borsa dell'azienda (IPO) o al riscatto delle azioni da parte dell'imprenditore, o dei *manager* aziendali attraverso un

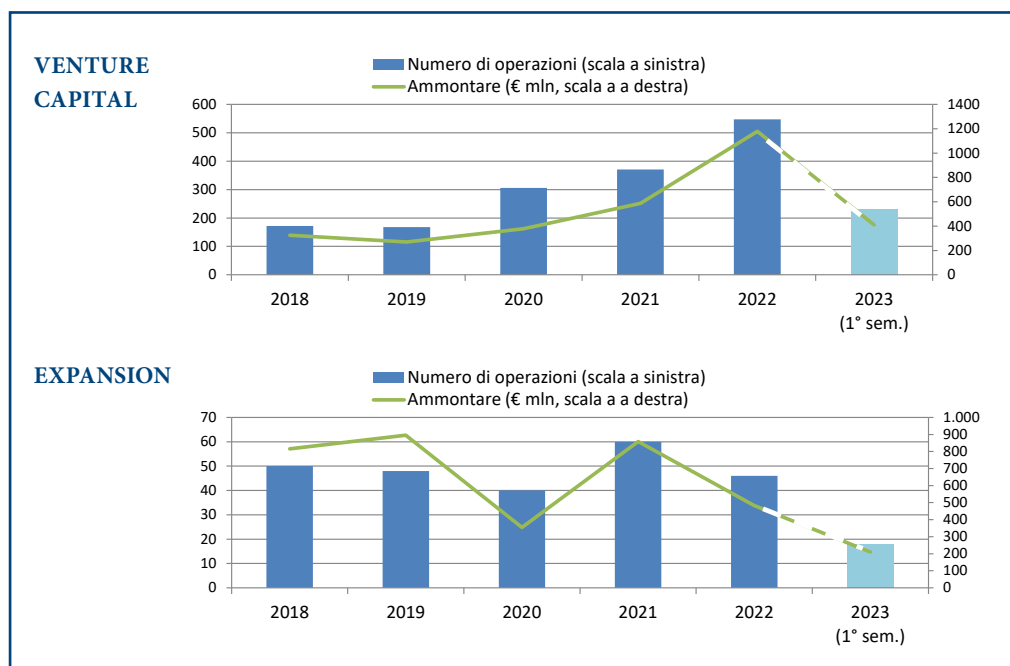


Figura 6.2

Focus sugli investimenti in *venture capital* ed *expansion*.

Fonte: AIFI

Box 6.2Casi aziendali
di *venture capital* e
*private equity***Magic SpA**

Magic, fondata nel 1987, è un'azienda a conduzione familiare con sede a Oleggio (NO), guidata da Mauro Giani, CEO e figlio del fondatore, e Mara Galli, CFO. L'azienda è attiva nella produzione e lavorazione di prodotti assorbenti per diverse applicazioni, tra cui il settore alimentare (che rappresenta il 70% del fatturato), medicale, industriale e igienico-sanitario. Grazie alla costante spinta all'innovazione, Magic ha sviluppato e brevettato un particolare tessuto non tessuto realizzato con le fibre di cellulosa e lattice naturale interamente biodegradabile e compostabile. L'azienda nel 2022 ha realizzato un fatturato di € 26,3 milioni esportando in 37 Paesi. Nel 2023 ha chiuso un accordo con il fondo di *private equity* Sviluppo Sostenibile, classificato come Art. 8 SFDR e gestito da DeA Capital Alternative Funds SGR, che ha acquisito il 60% dell'impresa con un investimento di € 10,15 milioni (soggetto a clausole di *earn-out*). Il fondo aiuterà Magic nella crescita e nel percorso ESG, proseguendo nel processo di lancio di nuovi prodotti, di diversificazione geografica e supportando lo sviluppo in altri segmenti di mercato.

Repron Therapeutics Srl

Si tratta di una *spin-off* dell'Irccs Ospedale San Raffaele di Milano e del Consiglio Nazionale delle Ricerche, fondata dai dottori Vania Broccoli e Alessandro Sessa per sviluppare i silenziatori epigenetici, una nuova classe di fattori antitumorali che prendono di mira specifiche regioni del DNA per inibire l'attività della cascata oncogenica, e che sono anche oggetto di due brevetti, di cui Repron Therapeutics ha acquisito la licenza esclusiva.

Nel giugno 2023 la *startup* ha completato un *seed round* da € 2 milioni sottoscritti da Claris Ventures SGR tramite i fondi Claris Biotech I e Claris Biotech I - Parallel Fund, in cambio del 50% del capitale. Il fondo di *venture capital* ha sottoscritto quote di tipo B con diritto di trascinarsi e liquidazione preferenziale. Grazie all'investimento verrà accelerato lo sviluppo della piattaforma epigenetica che mira a prevenire le recidive in alcuni tipi di tumore mediante il silenziamento di reti di oncogeni, ampliando lo spettro delle indicazioni perseguibili.

management buyout (MBO). I *write-off*, contestuali al fallimento del progetto imprenditoriale e alla perdita dell'investimento sono una piccola minoranza.

Le prospettive nel breve termine non appaiono del tutto favorevoli per i mondi del *private equity* per le PMI e del *venture capital* a causa dell'aumento dei tassi di interesse. D'altro canto la riduzione dei multipli di valutazione sul mercato rilevata dagli analisti potrebbe favorire le operazioni future e rendere più attrattivo il comparto.

Il potenziale di sviluppo è sempre significativo ricordando che, sulla base degli ultimi dati del 2022 forniti da Invest Europe³, in Italia gli investimenti nel *growth capital* e nel *venture capital* ammontano rispettivamente allo 0,033% e 0,037% del Prodotto Interno Lordo (PIL). In Germania i valori sono 0,071% e 0,088% mentre in Francia troviamo 0,317% (quasi dieci volte tanto) e 0,137% (quasi quattro volte tanto). Il confronto è ovviamente impietoso rispetto a mercati come Stati Uniti e Regno Unito.

Come affermato in passato, pensiamo che i fondi del PNRR siano un'occasione irripetibile per trascinare gli investimenti del *private capital*, soprattutto in chiave di sostenibilità e transizione ecologica e di ammodernamento delle infrastrutture produttive e tecnologiche.

Il contributo dei *business angel*

Accanto agli investitori professionali del *private equity* e *venture capital* esiste una 'galassia' di piccoli investitori che a titolo personale supportano la crescita di *startup* e PMI (i *business angel*), con gli stessi identici obiettivi di fondi e investitori istituzionali e la volontà di contribuire attivamente alla creazione di valore, ma con due importanti differenze: (i) i *business angel* investono i propri risparmi personali, mentre gli altri soggetti raccolgono a loro volta risorse dal mercato (banche, fondazioni, assicurazioni, fondi di fondi, *family office*) cui devono rendicontare; (ii) i *business angel* sono spinti anche da motivazioni intrinseche, come la volontà di mettersi in gioco, di sentirsi attivi accettando una sfida e il senso di *'giving back'* alla comunità, soprattutto verso i giovani. Queste differenze comportano alcune conseguenze, come ad esempio la più rapida dinamica

³ www.investeurope.eu

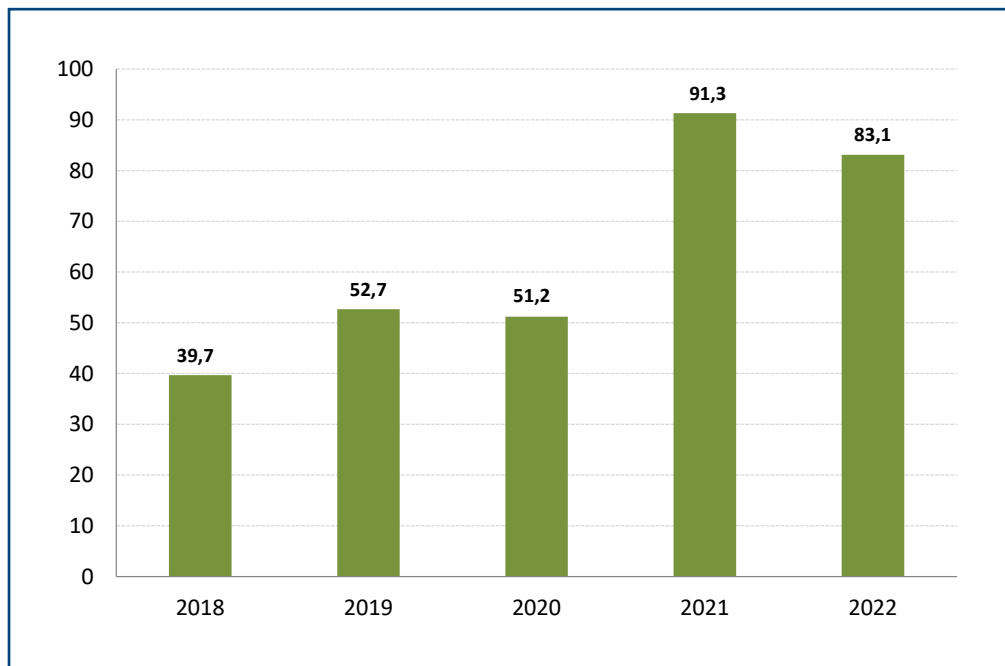


Figura 6.3

Flusso degli investimenti annuali dei *business angel* italiani (conclusi singolarmente o in *syndication*). Valori in € milioni.

Fonte: IBAN

decisionale degli *angel* (mentre i fondi tipicamente devono seguire procedure formali più complesse) ma anche l'impossibilità di investire per importi molto elevati, se non magari in *syndication* con altri soggetti.

I *business angel* sono in genere *ex* titolari di impresa, *manager* in attività o in pensione, che dispongono di una solida capacità gestionale, di una buona rete di conoscenze, di mezzi finanziari e di un buon bagaglio di esperienze, in grado quindi di fornire preziosi consigli gestionali e conoscenze tecnico-operative oltre che una consolidata rete di relazioni nel mondo degli affari.

I *business angel* si costituiscono in *network* associativi, per condividere le opportunità, scambiarsi informazioni e organizzare sessioni di *pitch* con gli imprenditori. Le due maggiori associazioni in Italia sono IBAN (Italian Business Angels Network) e IAG (Italian Angels for Growth); esistono poi diversi altri gruppi con radicamento regionale o organizzati su base tematica (ad esempio Club degli Investitori, Angels for Women, Angels4Impact, Pro.BAN).

Secondo l'ultima indagine del Social Innovator Monitor del Politecnico di Torino⁴ in Italia sono censiti 1.505 *business angel* e il numero è in progressivo aumento. Le donne sono solo il 14%.

L'ultima indagine annuale di IBAN, effettuata sugli investimenti del 2022 presso 304 soggetti⁵, ha individuato 348 *deal* in cui sono intervenuti *business angel* (in lieve aumento rispetto alle 340 operazioni dell'anno precedente) con un controvalore investito di € 83,1 milioni, come evidenzia la Figura 6.3. Nel 2021 il totale stimato era risultato maggiore (€ 91,3 milioni) e quindi vuol dire che anche nel caso dell'*angel investing* si è visto un taglio più basso. In particolare il valore mediano è stato € 360.000 a livello della società *target* e € 30.000 a livello individuale.

Nel 2022 il 48% degli investimenti è stato effettuato su imprese lombarde. I settori preferiti sono stati quelli dell'ICT (47% del totale) e dei servizi, seguiti da *healthcare*. Nel 48% dei casi (percentuale in costante crescita) si trattava di investimenti *seed*, nel 52% di imprese in fase di *startup*.

Il 62% delle imprese oggetto di investimento sono *startup* innovative mentre il 22% sono PMI innovative. È interessante notare che il 62% delle PMI finanziate solo da *business angel* senza il coinvestimento dei fondi di *venture capital* hanno condotto campagne di *equity crowdfunding*. Ciò denota, secondo IBAN, l'attrattività dello strumento come canale di *origination* e come opportunità di *syndication*. Come specificato nel Capitolo 2, alcuni portali di *equity crowdfunding* hanno proprio come *target* specifico i *club deal* partecipati da *business angel*.

⁴ www.socialinnovationmonitor.com

⁵ www.iban.it/wp-content/uploads/2023/07/SurveyIBAN_rev_sb_v2a-2022_-FINAL.pdf

Secondo i dati di IBAN, il 70% degli investitori applica criteri di valutazione ESG e/o di *impact investing* nel valutare le opportunità di investimento. Nella fase successiva all'investimento, più del 60% dei *business angel* dichiara di avere un grado di coinvolgimento nella vita quotidiana delle partecipate medio, alto o molto alto. Le risorse principali che hanno fornito alle imprese finanziate sono innanzitutto relative alle competenze di tipo strategico ed in secondo luogo al *network* relazionale e alle conoscenze finanziarie, oltre al capitale.

Nei primi mesi del 2023, i dati del Venture Capital Monitor della LIUC Business School hanno censito 17 *round* di investimenti di *business angel* per un totale di € 15 milioni.

⁶ www.italianangels.net

IAG (Italian Angels for Growth) nel suo IAG Index semestrale⁶ ha rilevato una flessione del mercato nel primo semestre dell'anno, con 15 nuove operazioni e € 5 milioni investiti.

7. Quotazione in Borsa



La quotazione in Borsa è una delle modalità citate di *exit* dall'investimento nel capitale di rischio di una PMI per *private equity* e *venture capital*, nonché ora per l'*equity crowdfunding*, ma è anche un importante canale di raccolta di risorse finanziarie.

La ricerca accademica indica numerosi vantaggi per le imprese che si quotano: (i) benefici finanziari (si pensi anche alla possibilità di finanziare acquisizioni con un concambio di titoli), (ii) benefici operativi, in termini di *marketing*, visibilità ed 'effetto certificazione' della qualità dell'azienda, (iii) benefici organizzativi, in termini di attrattività per *manager* talentuosi, di una maggiore managerializzazione e di un migliore controllo di gestione interno. Non si può negare che la quotazione comporti anche costi e oneri, nonché maggiori responsabilità verso il mercato.

Riconoscendo la rilevanza dell'obiettivo di portare le imprese alla quotazione, come incentivo per la crescita, lo Stato può inoltre offrire vantaggi fiscali. In Italia, ad esempio, la Legge di Bilancio 2018 ha introdotto un credito d'imposta per le PMI che decidono di quotarsi in un mercato borsistico, pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di € 500.000. La misura è stata poi prorogata di anno in anno ma alla chiusura di questo Quaderno non è ancora definito se sarà confermato nel 2024.

L'accesso al mercato borsistico è un traguardo impegnativo per una piccola impresa, chiamata a modificare radicalmente la propria organizzazione e le regole di *governance* e a sostenere costi e adempimenti impegnativi. Per questo, accanto ai listini regolamentati ai sensi della Direttiva MiFID II, esistono anche mercati borsistici non regolamentati, fra cui gli SME Growth Market, categoria cui appartiene il listino Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, introdotto a Milano 14 anni fa sul modello dell'Alternative Investment Market di Londra.

Il progetto ELITE

Condividere buone pratiche ed esperienze è fondamentale per le PMI, che spesso conoscono molto bene il canale bancario ma sono meno familiari con il mercato mobiliare.

ELITE - lanciato da Borsa Italiana nel 2012 - è l'ecosistema che aiuta le piccole e medie imprese a crescere e ad accedere ai mercati dei capitali privati e pubblici; ad oggi, continua ad ampliare il suo *network* raggiungendo le oltre 2.200 società internazionali.

Dal 2021 parte di Euronext, il principale gruppo borsistico pan-europeo, si impegna nella promozione dei mercati dei capitali europei e nel sostegno diretto alle piccole e medie imprese con alto potenziale che vogliono affrontare un percorso di sviluppo organizzativo e manageriale volto ad incrementare la competitività e la visibilità verso gli investitori. Le aziende selezionate possono contare su un *set* di strumenti e servizi pensati per prepararsi al reperimento dei capitali e cogliere nuove opportunità di visibilità e *networking* facilitando così la crescita e l'avvicinamento culturale delle imprese alle diverse forme di *funding* disponibili, compresi i mercati dei capitali, pubblici e privati.

Ad oggi, grazie al supporto diretto di ELITE, oltre 260 aziende hanno raccolto circa € 1 miliardo attraverso strumenti di finanza strutturata. Ben 66 sono le società appartenenti al *network* che si sono quotate raccogliendo € 3,8 miliardi, mentre 187 imprese hanno emesso 230 obbligazioni raccogliendo € 3,5 miliardi e circa 500 aziende hanno gestito 1.500 operazioni di fusione e acquisizione. Fra le iniziative più rilevanti di ELITE possiamo citare i *basket bond* regionali, settoriali e/o di filiera che hanno coinvolto quasi

200 emittenti per un ammontare complessivo di oltre € 700 milioni raccolti destinati alla crescita delle imprese (si veda il Capitolo 1), il lancio di nuovi strumenti di finanza alternativa quali il Basket Eque con la Regione Campania, Sviluppo Campania e il Fondo Italiano di Investimento ed, infine, l'avvio di un programma di espansione europea in Francia (attraverso un acceleratore italo-francese che ha attratto in totale quasi 70 società per supportare la loro crescita reciprocamente in questi due mercati), in Portogallo e in Olanda.

Euronext Growth Milan e gli SME Growth Market

Euronext Growth Milan dà la possibilità alle PMI di quotarsi con procedure più snelle rispetto a quelle richieste per il listino principale e a costi più bassi, mantenendo comunque un presidio per tutelare i piccoli risparmiatori. Questi ultimi possono infatti operare sul secondario, comprando e vendendo i titoli quotati sul listino, ma tipicamente non partecipano al collocamento in fase di quotazione, riservato a investitori professionali. L'impresa che vuole quotarsi è tenuta a nominare un Euronext Growth Advisor, scelto tra i soggetti iscritti nell'elenco di Borsa Italiana. Egli affianca l'emittente prestando la propria attività di consulenza e svolgendo alcune funzioni di controllo.

La Tabella 7.1 riporta il numero di aziende quotate sul listino Euronext Growth Milan alla fine di ogni anno, i fondi raccolti attraverso aumenti di capitale e quelli raccolti al momento della quotazione (IPO) ma solo per la parte di sottoscrizione di nuovi titoli (escludendo l'offerta di titoli esistenti già detenuti dai soci).

Come si vede, nell'arco di 14 anni il listino è stato in grado di attirare molte imprese verso la quotazione, che hanno raccolto circa € 5,12 miliardi di mezzi freschi in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione (€ 4,88 miliardi) e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi (€ 242,94 milioni), in cui presumibilmente gli imprenditori e i soggetti controllanti hanno svolto un ruolo rilevante (a volte con sottoscrizioni riservate per un concambio di azioni).

Tabella 7.1

Società quotate su Euronext Growth Milan: raccolta di fondi da aumenti di capitale e da offerta pubblica alla quotazione (OPS).
Fonte: Borsa Italiana

Anno	Numero di società quotate a fine anno	Raccolta di capitale da aumenti di capitale (€ milioni)	Raccolta di capitale alla quotazione da OPS (€ milioni)	Raccolta di capitale da OPS senza le SPAC (€ milioni)
2009	5	-	31,51	31,51
2010	11	-	20,30	20,30
2011	14	-	58,56	8,56
2012	18	2,00	9,10	9,10
2013	36	8,40	159,78	74,78
2014	57	15,20	186,30	186,30
2015	74	5,00	241,40	121,40
2016	77	73,90	202,30	51,80
2017	95	11,80	1.212,40	129,40
2018	113	25,90	1.309,30	152,30
2019	132	8,90	192,89	162,89
2020	138	33,11	123,30	123,30
2021	174	31,80	748,40	390,40
2022	190	8,30	300,50	300,50
2023 (1° sem.)	192	18,63	80,94	80,94
Totale	-	242,94	4.876,98	1.843,48

Nel computo sono considerate anche le SPAC (*special purpose acquisition companies*), ovvero società di nuova costituzione che si quotano in Borsa raccogliendo capitale che verrà poi impiegato per l'acquisizione di società non quotate, con cui si fonderanno assumendone la denominazione. Al netto di queste operazioni, che comunque servono

Box 7.1

Casi aziendali
di PMI quotate su
Euronext Growth Milan

ReWay Group SpA

Nata alla fine del 2021, Reway Group ha sede a Licciana Nardi (MS) e attraverso le sue controllate MGA (Manutenzioni Generali Autostrade), Soteco e TLS (Tecnologie Lavori Stradali) opera nella costruzione, manutenzione e demolizione di gallerie, viadotti, barriere di sicurezza e nella bonifica acustica. I ricavi consolidati del 2022 ammontano a € 110,2 milioni con un EBITDA di € 19,6 milioni.

Nel marzo 2023 ReWay Group ha debuttato a Piazza Affari quotandosi su Euronext Growth Milan; il controvalore dell'IPO è stato pari a € 20 milioni con il collocamento di 6.451.000 azioni ordinarie, di cui 5.806.000 azioni di nuova emissione e 645.000 azioni messe a disposizione dai soci nell'ambito dell'opzione di *green shoe*. L'azienda è stata assistita da Integrae SIM in qualità di Euronext Growth Advisor e Joint Global Coordinator e da illimityBank in qualità di Joint Global Coordinator. Ha dichiarato il presidente Paolo Luccini: "la quotazione in Borsa agevolerà l'attrazione di nuovi interlocutori, comunità finanziaria, clienti e *partner*, che vorranno credere nella nostra visione e nella nostra strategia di *business*".

Valtecne SpA

La valtelinese Valtecne dal 1983 è attiva nel settore della meccanica di alta precisione, per applicazioni industriali e medicali. Valtecne ha conseguito nel 2022 un valore della produzione *proforma* pari a € 27,7 milioni e un EBITDA *margin* pari al 19,9%. Il tasso medio di crescita dei ricavi negli ultimi 7 anni è stato pari al 14,2%.

Nel febbraio 2023 Valtecne ha chiuso con successo il collocamento azionario, finalizzato alla quotazione sul mercato Euronext Growth Milan. L'offerta, rivolta esclusivamente ad investitori qualificati italiani, ha riguardato 1.109.700 azioni di nuova emissione con una raccolta di € 5,55 milioni e una capitalizzazione iniziale di mercato pari a € 30,5 milioni. Il CEO Paolo Mainetti si dice convinto che "da società quotata Valtecne sarà più attrattiva per clienti che, soprattutto nella filiera medica, richiedono *standard* gestionali e organizzativi molto elevati". La società è stata affiancata da Bestinver SV SA, in qualità di Euronext Growth Advisor e Global Coordinator.

spesso per fare affluire risorse verso le imprese interessate, ma non è detto che poi in futuro portino effettivamente alla *business combination* (ci sono stati infatti casi di SPAC che non avendo finalizzato l'accordo con una società *target* hanno chiuso i battenti e liquidato i soci), la raccolta delle OPS scende a € 1,84 miliardi.

Il 2022 non è andato male, con 26 nuove imprese quotate e oltre € 300 milioni raccolti in IPO. Nel primo semestre 2023 sono stati raccolti € 80,94 milioni da 11 'matricole' (due casi sono descritti nel Box 7.1) e € 18,63 milioni da alcuni aumenti di capitale. Il totale delle imprese quotate a fine giugno 2022 era pari a 192, con solo 2 aziende in più rispetto a fine anno perché ci sono state alcune emittenti delistate per acquisizioni o perché (in 4 casi) trasferite al listino principale. Il secondo semestre 2023 sta andando abbastanza bene; si sono aggiunte già altre 18 imprese, di cui una attraverso una *business combination* con una SPAC.

Euronext Growth Milan prevede anche un segmento professionale, pensato per le PMI che desiderano accedere con maggiore gradualità al mercato borsistico, anche senza raccogliere nuovo capitale all'IPO (requisito invece sempre richiesto in precedenza). Ad oggi sono una decina le società che hanno scelto questa opzione.

Vanno poi citate anche le PMI italiane che hanno scelto di quotarsi in altri listini esteri che si qualificano come SME Growth Market. La pattuglia più numerosa è presente su Euronext Growth Access, il listino di Parigi (sempre parte del gruppo Euronext) dove si sono quotate Glass To Power SpA, Cesynt Advanced Solutions SpA, Innovative RfK SpA e Italy Innovazioni SpA.

Il DDL "Capitali"

Non è un segreto che il mercato borsistico italiano, così come in altri Paesi, risulti meno attrattivo rispetto al passato. Il rapporto capitalizzazione totale su PIL a fine 2022 era pari a al 33% mentre prima della crisi finanziaria, a fine 2007, era pari al 48%. Gli scambi

¹ Fonte: Borsa Italiana

medi giornalieri si sono ridotti sensibilmente e per il 90% sono concentrati sul FTSE MIB, l'indice delle *blue chips*¹. Diversi gruppi industriali hanno trasferito la propria sede legale nei Paesi Bassi.

Per dare una risposta a questi segnali negativi, nel 2022 il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in collaborazione con Consob e Banca d'Italia, le associazioni di categoria e gli operatori di mercato, ha avviato un'analisi volta ad individuare aree di potenziale intervento nell'ambito del quadro normativo dei mercati finanziari italiani, per la ricerca di una maggiore semplificazione, razionalizzazione ed ammodernamento, al fine di promuovere la competitività del sistema e delle imprese che operano al suo interno. Tale analisi ha condotto alla realizzazione di un Libro Verde che, prendendo le mosse dalla situazione del sistema finanziario italiano nell'attuale contesto internazionale, individua alcune possibili azioni finalizzate al miglioramento del quadro regolamentare ed applicativo. Alcune di queste proposte riguardano proprio i listini borsistici per le PMI; nel dettaglio si ipotizza di: (1) rendere più agevole l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione e in materia di prospetto informativo, (2) favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi (intervenendo ad esempio sulla disciplina degli abusi di mercato e degli emittenti titoli diffusi), (3) intervenire sugli aspetti concorrenziali dell'ordinamento societario per agevolare le offerte sul mercato secondario e valutare modifiche della disciplina in materia di strutture azionarie a voto multiplo.

Sulla scia delle proposte prima citate, Consob ha aggiornato il Regolamento Emittenti introducendo procedure più veloci e semplificate per l'approvazione dei prospetti informativi e la possibilità di produrre la documentazione in inglese. Si tratta però di provvedimenti marginali.

Da parte sua l'11 aprile 2023 il Consiglio dei Ministri ha approvato il disegno di legge che prevede "interventi a sostegno della competitività dei capitali" (DDL 'Capitali').

Come precisato nella relazione illustrativa, il progetto di legge mira da un lato a rimuovere i vincoli, normativi e operativi, all'accesso e alla permanenza sui mercati delle imprese e, dall'altro, a introdurre misure che incentivino la canalizzazione del risparmio privato verso il settore economico-produttivo, tutelando gli investitori e l'integrità dei mercati.

Il 24 ottobre 2023 il Senato ha approvato un aggiornamento del DDL, che contiene diverse innovazioni rilevanti, come ad esempio una modifica nella definizione di PMI ai sensi del T.U.F., innalzando a € 1 miliardo la soglia massima di capitalizzazione di Borsa prevista (rispetto alla soglia attualmente stabilita di € 500 milioni).

Inoltre viene introdotta la possibilità di dematerializzare le quote delle Srl per ridurre i costi e gli oneri amministrativi legati alla loro emissione e trasferimento, il che consentirà di includerle nei conti titoli e nelle gestioni patrimoniali. Questa novità potrebbe dare nuovo impulso anche alle operazioni di *equity crowdfunding* per le Srl poiché sarà più facile creare un mercato secondario e coinvolgere con maggiori incentivi il *private banking*.

Sono previste anche modifiche del Codice Civile rispetto alle procedure di emissione e circolazione delle obbligazioni, il che potrebbe supportare il mercato dei *minibond*.

Infine per le società di nuova quotazione è previsto l'incremento da tre a dieci del numero di voti che può essere assegnato, per statuto, alle azioni con voto plurimo; l'obiettivo è potenziare la flessibilità dell'ordinamento societario,

Con la prossima approvazione alla Camera dei Deputati, il DDL potrebbe quindi diventare esecutivo in tempi brevi.

La School of Management



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e consulenza nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

La School of Management possiede la "Triple crown", i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business, ottenuto nel 2021). Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei master Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System).

Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con il Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering e con l'Online MBA. In particolare nel 2023 l'International Flex MBA si posiziona 10° al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.

La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.

La Scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di QTEM (Quantitative Techniques for Economics & Management Masters Network).

Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e POLIMI Graduate School of Management che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dalla Commissione Europea, dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *investing* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione di POLIMI Graduate School of Management come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, l'International Master in Sustainable Finance, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli organizzati *ad hoc* per importanti *player* finanziari.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie. Gli studenti del Politecnico si sono anche distinti orgogliosamente per la vittoria in competizioni accademiche sul tema finanziario come il CFA Institute Research Challenge.

Internet: www.som.polimi.it



Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Paolo Belletti, Chiara Carzaniga, Giorgio Castelnovo, Matteo Conti, Giulio Giacomelli, Adriano Giunta, Gianmarco Paglietti.

Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:
info@osservatoriefi.it

Main partner

- Unioncamere
- Camera di Commercio Milano Monza Brianza Lodi
- Innexa

Partner

- Azimut Direct
- CrowdFundMe
- modefinance



Azimut Direct
www.azimutdirect.com

Azimut Direct S.p.A. è la società *fintech* del gruppo Azimut specializzata in *minibond*, *direct lending*, *private* e *public equity*.

Attraverso tecnologie all'avanguardia, consulenza professionale, tempi di risposta rapidi e strumenti di finanza alternativa, Azimut Direct supporta l'economia reale, accompagnando le PMI nel mondo degli investitori e connettendo le imprese con il mercato dei capitali.



CrowdFundMe
www.crowdfundme.it
Trusters
www.trusters.it

CrowdFundMe è una delle principali piattaforme italiane di finanza alternativa ed è il primo portale a essersi quotato nella storia di Piazza Affari (marzo 2019). Nel corso del 2022, ha perfezionato l'acquisizione della maggioranza di Trusters, realtà specializzata negli investimenti immobiliari.

È nato così il gruppo CrowdFundMe-Trusters, che vanta una raccolta complessiva di oltre € 158.000.000 (dato aggiornato a novembre 2023). Il gruppo è in grado di offrire un'ampia gamma di prodotti finanziari: Equity Crowdfunding (investimenti in startup e PMI), Real Estate Crowdfunding, *minibond*, Lending Crowdfunding. Dal lato delle imprese, le aziende possono raccogliere capitali per accelerare la propria crescita o realizzare progetti immobiliari. Dal lato degli investitori, il gruppo permette la costruzione di un portafoglio diversificato.

In particolare, grazie all'Equity Crowdfunding, è possibile investire in società non quotate, accuratamente selezionate tra quelle che presentano il maggiore potenziale di crescita. Gli investitori, sia *retail* che istituzionali, hanno così l'occasione di acquisire *asset* alternativi. Con il Lending Crowdfunding di Trusters, inoltre, si può investire in operazioni immobiliari di breve durata e con rendimento fisso, favorendo una maggiore rotazione del capitale e rendendo i ricavi più ricorrenti.

Grazie ai *minibond*, CrowdFundMe può offrire anche strumenti *fixed income* in ambito obbligazionario. Infine, il gruppo può avviare campagne di Equity Crowdfunding propedeutiche a successive quotazioni in Borsa delle emittenti interessate.

modefinance

a TeamSystem company

modefinance, società del gruppo TeamSystem, è una azienda TechFin specializzata nella valutazione dell'affidabilità creditizia di aziende e banche, e nello sviluppo di soluzioni di Intelligenza Artificiale per l'analisi e la gestione del rischio di credito. Grazie all'innovativa metodologia proprietaria MORE basata sull'Intelligenza Artificiale e alla base di tutti i servizi e prodotti offerti, modefinance opera senza limiti geografici, essendo in grado di valutare il rischio di credito di qualunque società, senza distinzioni di settore, dimensione o Paese: in quanto Agenzia di Rating (CRA, Credit Rating Agency) certificata a livello europeo, i *rating* emessi hanno valore legale e possono essere utilizzati a fini regolamentari.

Il cuore della filosofia aziendale è l'integrazione di diverse competenze e discipline: grazie alla compenetrazione tra modelli statistici, analisi finanziaria e AI, modefinance ha sviluppato MORE, acronimo di Multi Objective Rating Evaluation, la metodologia per la valutazione del rischio di credito basata su algoritmi multi-obiettivo, all'interno di un modello di reti neurali. Tale metodologia consente di analizzare ogni società, azienda o banca al mondo, nelle sue diverse aree economico-finanziarie, restituendo una valutazione approfondita del suo grado di affidabilità.

modefinance supporta l'intero panorama finanziario, dalle società di gestione del credito alle *corporate*, dalle piccole imprese alle banche, nella gestione quotidiana del rischio di esposizione fornendo valutazioni con alti requisiti di qualità, trasparenza e affidabilità. L'offerta si articola su quattro pilastri principali: i Credit Rating ufficiali, la piattaforma brevettata Tigran, le valutazioni di sostenibilità ESG, e l'*app* per la valutazione agile S-peek.

modefinance

www.modefinance.com

MAIN PARTNER

www.osservatoriefi.it



PARTNER



MEDIA PARTNER

