

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

5° Quaderno di Ricerca

La Finanza Alternativa per le PMI in Italia



1) minibond



2) crowdfunding



3) invoice trading



4) direct lending



5) ICOs 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>Equity crowdfunding</i> : le 'regole del gioco'	21
– <i>Equity crowdfunding</i> : i numeri in Italia	24
– <i>Equity crowdfunding</i> : le PMI emittenti	27
– <i>Lending-based crowdfunding (social lending)</i> : le 'regole del gioco'	30
– <i>Lending-based crowdfunding</i> : i portali attivi	32
– <i>Lending-based crowdfunding</i> : le imprese finanziate	36
3. Invoice trading	37
– Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi	37
– I portali attivi	39
– Le imprese finanziate	44
4. Direct lending	47
– Il contesto del mercato	47
– La regolamentazione in Italia	47
– Gli investitori	48
– Il mercato del <i>direct lending</i> per le PMI italiane	51
5. ICOs e token offerings	53
– <i>Blockchain, crypto-asset</i> e ICOs	53
– La regolamentazione	55
– La <i>sandbox</i> regolamentare italiana	55
– La situazione del mercato	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
– Euronext Growth Milan	65
La School of Management	69
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	71
Appunti	74



Prefazione

Il Quaderno di ricerca “La finanza alternativa per le PMI in Italia” curato dal Politecnico di Milano, con il supporto di Unioncamere ed Innexa, giunto alla sua quinta edizione, rappresenta ormai un punto di riferimento divulgativo fondamentale per le istituzioni, gli operatori finanziari ed il mondo delle imprese.

L’analisi realizzata sui mercati di finanza innovativa costituisce un elemento prezioso di supporto ad azioni e *policy* volte ad avvicinare la platea delle piccole e medie imprese a strumenti che consentono di differenziare le fonti di approvvigionamento finanziario, per affrontare al meglio le difficoltà di una congiuntura caratterizzata da rischi di indebitamento eccessivo, instabilità dei costi delle materie prime e dell’energia, rialzo dei tassi e criticità nel reperimento di nuova finanza.

Quelle che attendono le nostre imprese – e in particolare le PMI – sono sfide importanti, che comportano un notevole e deciso mutamento di prospettiva nel modo di fare impresa e nel modo di rapportarsi con il mercato finanziario.

Il sistema camerale, in questi ultimi anni, ha prodotto un grande sforzo per sostenere l’accesso delle imprese alla finanza innovativa, investendo sulla crescita della cultura finanziaria delle PMI attraverso sia iniziative informative e formative sia mediante la diffusione di strumenti digitali di autovalutazione degli equilibri economici e finanziari delle aziende, in un’ottica anche di prevenzione delle crisi aziendali.

Inoltre, in tempi più recenti, abbiamo deciso di intraprendere due nuove strade progettuali.

Il comparto del *crowdfunding* rappresenta una straordinaria opportunità per le imprese per accedere a nuova finanza tramite canali complementari al credito bancario. Abbiamo costituito così Finnexa, la piattaforma di *equity crowdfunding* che intende posizionarsi come uno strumento a disposizione delle imprese per la raccolta di capitali, con l’obiettivo di generare sinergie e raccordi tra Camere di commercio, imprese e *startup*, il mondo dell’innovazione e accademico, il mondo associativo e il settore creditizio.

D’altra parte, è necessario oggi accompagnare le imprese verso un approccio ESG. Le risorse messe in campo dal Governo per supportare e incoraggiare le imprese a intraprendere il percorso verso la transizione *green* sono importanti: una parte significativa degli investimenti previsti dal PNRR si concentra sulle azioni a favore della transizione ecologica e sui temi dell’inclusione sociale. Le norme adottate a livello europeo impongono regole ben precise in tema di trasparenza, rendicontazione e gestione dei rischi agli operatori di mercato che, sempre più, devono introdurre e tener conto di criteri di valutazione attenti alla componente ESG dei propri investimenti e dei propri impegni finanziari. Diventa di conseguenza cruciale per le aziende, anche e soprattutto quelle di minori dimensioni, comprendere le implicazioni e adeguarsi in tempi rapidi al nuovo paradigma, per evitare di essere tagliate fuori dal mercato e di dover fronteggiare un ulteriore peggioramento delle condizioni di accesso alla finanza. Il sistema camerale è ovviamente attento alle dinamiche in corso e ha posto tra le proprie priorità proprio l’accompagnamento delle imprese lungo questo percorso, sicuramente difficile, ma altrettanto ricco di opportunità, avviando un progetto strategico, di impatto nazionale, che preveda l’attivazione di un nuovo servizio per favorire la transizione delle imprese verso la sostenibilità.

Il punto focale del progetto sarà lo sviluppo di un vero e proprio Hub *online* della sostenibilità. Attraverso una piattaforma digitale, le aziende potranno accedere a un *set* di strumenti di autovalutazione che forniranno non solo un *check up* del loro livello di sostenibilità, ma permetteranno di individuare criticità, punti deboli, lacune su cui è necessario intervenire e individueranno le possibili soluzioni operative per migliorare il proprio *status*.

Dobbiamo essere ben coscienti che accesso ai capitali, prevenzione delle crisi, sostenibilità e competitività internazionale non sono obiettivi distinti, a sé stanti, da affrontare uno alla volta e con strumenti diversi. Questi sono quattro fattori di successo e sono indissolubilmente legati. Bisogna affrontarli con una visione unitaria e in un’ottica di sistema e, soprattutto, bisogna affrontarli con la consapevolezza che le Camere di commercio saranno al fianco delle imprese in questo ennesimo fondamentale passaggio storico.

Giuseppe Tripoli, Segretario Generale Unioncamere

Presentazione

Il mercato della finanza ‘alternativa’ per le PMI rispetto al credito bancario continua a crescere in Italia, come testimoniano i numeri presentati in questa ricerca, anche se rimane ben distante dai riferimenti di altri Paesi come la Germania e soprattutto la Francia. Nel 2021 ha mobilitato risorse per oltre € 4,5 miliardi (contro i € 3,2 miliardi del 2020) e il primo semestre del 2022 è andato molto bene, con un flusso *record* di € 2,6 miliardi. Si tratta di un risultato cui ha contribuito in misura significativa la mano ‘pubblica’ grazie ai capitali investiti direttamente e indirettamente (o garantiti) da istituzioni europee come il Fondo Europeo per gli Investimenti e da enti come Cassa Depositi e Prestiti e Fondo Italiano di Investimento SGR.

Entrando però nel merito, si cominciano a vedere gli effetti del ‘vento che cambia’. La raccolta dei fondi dedicati al *private capital* segna il passo, rallenta la corsa alla quotazione su Euronext Growth Italia, le campagne di *crowdfunding* raccolgono meno velocemente in confronto al passato.

Del resto, siamo in uno scenario del tutto inedito rispetto agli anni recenti. L’inflazione erode i rendimenti reali, i costi dell’energia e delle materie prime stanno creando problemi a molte imprese, il BTp decennale rende più del 4,5% annuale, offrendo un attrattivo rifugio per gli investitori italiani, già poco abituati a valutare le opportunità offerte dagli investimenti (illiquidi e spesso non quotati) nelle PMI. Le sempre più insistenti voci di una possibile recessione gettano ulteriori dubbi sulla crescita futura della finanza alternativa.

In questo scenario di maggiore incertezza e rischio, sono le *asset class* legate all’*equity* che mostrano segnali di debolezza, mentre corre il debito (*direct lending* e *minibond*). Una possibile chiave interpretativa è legata all’aspettativa che nel breve termine possa ulteriormente restringersi l’offerta di capitale dal mondo bancario, il che potrebbe anche favorire la finanza alternativa come canale ‘di riserva’ e incentivare le PMI a prevenire eventuali *gap* finanziari futuri cogliendo oggi l’opportunità immediata di ottenere credito dai fondi e attraverso le piattaforme *fintech*.

Sarà dunque interessante capire se un eventuale (e ovviamente non auspicabile) peggioramento del contesto economico e finanziario potrà frenare la rincorsa della finanza alternativa in Italia rispetto agli altri Paesi UE, oppure rafforzarne il ruolo di strumento addizionale utile per ridurre i vincoli di accesso al capitale per le PMI.

Buona lettura!

Il gruppo di ricerca

Introduzione

L'obiettivo di questa 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:

- 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) le Initial Coin Offerings (ICOs), ovvero 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</i> , <i>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
ICOs e <i>token offerings</i>	<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

(*) 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. La Figura 0.1 sintetizza le statistiche sulla raccolta che sono descritte nelle prossime pagine e che sono meglio dettagliate nella Tabella 0.2.

Tabella 0.2

Valori dei flussi di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane. Evoluzione negli ultimi semestri (valori in € milioni).

(*) = stima

(**) = solo operazioni di *early stage* ed *expansion*
(***) = OPS e aumenti di capitale, escluse le SPAC

Canale	1° semestre 2021	2° semestre 2021	1° semestre 2022
<i>Minibond</i>	112,4	277,5	559,0
<i>Crowdfunding: reward based</i>	3,2	2,1	2,8
<i>equity based</i>	65,4	82,9	59,0
<i>lending based</i>	76,3	89,7	95,9
<i>Invoice trading</i>	531,6	362,8	325,6
<i>Direct lending</i> (*)	462,4	524,7	719,0
<i>Private equity/VC: fondi</i> (**)	593,0	852,0	628,0
<i>business angel</i> (*)	28,0	63,3	27,0
Euronext Growth Milan (***)	106,5	315,7	190,1
TOTALE	1.978,8	2.570,7	2.606,4

Si può osservare che, secondo le nostre rilevazioni e stime, il 2021 ha fatto registrare un flusso complessivo di risorse destinate alle PMI per oltre € 4,5 miliardi, *record* storico in Italia. Il primo semestre del 2022 registra un valore di circa € 2,6 miliardi, con un incremento del 32% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, più marcato in alcuni ambiti come il *direct lending* e i *minibond*; maggiori difficoltà sono state registrate sul capitale di rischio. Nel seguito andiamo a esaminare le dinamiche dei singoli comparti.

I *minibond*

L'industria dei *minibond* si è ormai conquistata una quota di mercato stabile 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 oggi anche collocate su portali di *equity crowdfunding* (sebbene solo a particolari categorie di investitori e solo per i titoli delle SpA).

Le PMI non finanziarie italiane emittenti di *minibond* fino al 30 giugno 2022 sono state 614; fra queste, ben 65 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel primo semestre 2022. Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 836,5 milioni, di cui € 277,5 milioni nel secondo semestre 2021 e € 559,0 milioni nel primo semestre 2022 (con un aumento tendenziale molto significativo rispetto allo stesso periodo del 2021). Riteniamo che diverse PMI abbiano 'anticipato' l'incremento dei tassi di interesse per il futuro e abbiano voluto raccogliere capitale prima di trovarsi spiazzate nei prossimi mesi.

Si tratta di un mercato importante fra tutti quelli analizzati, che continuerà a crescere sostenuto dai progetti di *basket bond* esistenti ed annunciati.

Il *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 negli ultimi anni, anche grazie all'estensione a tutte le PMI di questa opportunità, inizialmente riservata a *startup* e PMI innovative. Sono 930 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme Internet autorizzate fino al 30 giugno 2022, portando a successo 799 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 € 141,9 milioni. Nel primo semestre 2022 la raccolta è stata di € 59,0 milioni, con un calo tendenziale del 10% sul 2021, legato alle incertezze congiunturali e ai timori per una futura recessione. I portali autorizzati ad oggi sono ben 49; in base al regola-

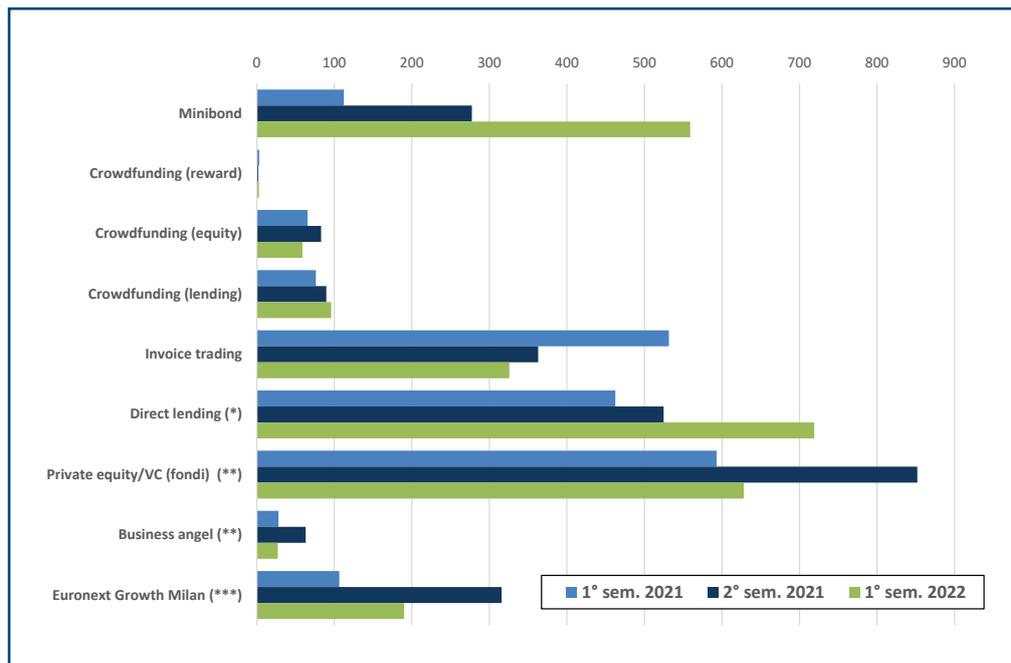


Figura 0.1

Il flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane. Evoluzione negli ultimi semestri (valori in € milioni).

(*) = stima

(**) = solo operazioni di *early stage* ed *expansion*

(***) = OPS e aumenti di capitale, escluse le SPAC

mento europeo ECSP dovranno adeguarsi entro novembre 2023 alle nuove regole; il cui recepimento vede l'Italia in ritardo.

Per quanto riguarda le piattaforme di *lending*, che erogano prestiti finanziati o co-finanziati dai piccoli risparmiatori su Internet, esse hanno canalizzato denaro alle PMI italiane per € 185,6 milioni nell'ultimo periodo annuale (€ 89,7 milioni nel secondo semestre 2021 e € 95,9 milioni nel primo semestre 2022). L'incremento tendenziale considerando gli ultimi 6 mesi è del 26%. In questa categoria sono state censite 30 piattaforme attive di cui 20 focalizzate sul comparto immobiliare. Anch'esse 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. Indichiamo in € 4,9 milioni la raccolta effettuata negli ultimi 12 mesi, stabile rispetto all'anno scorso.

Invoice trading

Le piattaforme di *invoice trading* italiane hanno mobilitato per le PMI € 688,4 milioni negli ultimi 12 mesi (€ 362,8 milioni nel secondo semestre 2021 e € 325,6 milioni nel primo semestre 2022). Il dato non è direttamente confrontabile con quello dell'anno scorso perchè una piattaforma significativa (Fifty) è stata acquisita da una banca. In totale gli operatori censiti ad oggi risultano essere 13, ma non sono tutti operativi.

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 possa crescere nei prossimi mesi, considerando anche l'arrivo di nuove risorse da fondi specializzati nell'investimento in crediti commerciali.

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. Nuovi fondi continuano ad arrivare sul mercato e hanno cominciato a investire, spinti anche dalla nascita di ELTIF e di 'PIR alternativi'.

Il contributo che è arrivato da questo segmento può essere stimato in € 1,2 miliardi per gli ultimi 12 mesi, con una buona crescita nel primo semestre 2022 (€ 719,0 milioni) rispetto ai 6 mesi precedenti (€ 524,7 milioni) e ancora di più rispetto al primo semestre 2021, con un incremento tendenziale del 55%. Si tratta quindi del mercato più vivace negli ultimi tempi.

ICOs e token offerings

Attraverso le Initial Coin Offerings (ICOs) è possibile raccogliere capitale su Internet offrendo in sottoscrizione *token* digitali e disintermediando completamente piattaforme terze e circuiti di pagamento tradizionali. Grazie alla tecnologia *blockchain*, i *token* consentono ai sottoscrittori di accedere a prodotti e servizi, a volte di partecipare attivamente al progetto imprenditoriale. Sono spesso scambiati su piattaforme specializzate e questo rende labile il confine fra le ICOs e la sottoscrizione di investimenti finanziari. La consultazione avviata da Consob per studiare una possibile definizione e regolamentazione del collocamento di '*crypto-asset*' non ha ancora generato risultati in termini di nuove opportunità. Nel frattempo sono stati definiti i progetti di sperimentazione *fintech* nell'ambito della *sandbox* regolamentare.

Il flusso delle offerte si è ormai ridotto ai minimi (non abbiamo infatti individuato negli ultimi 3 anni operazioni significative condotte da *team* italiani) mentre si affacciano sul mercato nuove modalità come le Initial Exchange Offerings (IEOs) e le Security Token Offerings (STOs). Negli scorsi mesi si sono affermati i collocamenti di NFT (Non-

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: un database analitico, facile da consultare, che permette di visualizzare le imprese italiane che offrono servizi Fintech alle PMI per l'accesso ai nuovi strumenti di finanziamento *online*. Il *tool* permette agli utenti di ricercare e comparare tutte le imprese censite e di accedere ad informazioni di dettaglio relative ai fondatori e *manager*, bilanci, contatti e molto altro;
- Crowdfunding Hub: una piattaforma che permette di consultare le schede di tutte le campagne di *equity crowdfunding* in corso o chiuse con successo e di tutte le imprese che hanno raccolto capitali utilizzando questo strumento. Il *tool* è stato realizzato con un duplice obiettivo: da un lato, garantire una maggiore trasparenza del mercato e, dall'altro, favorire una maggiore liquidità del mercato dell'*equity crowdfunding*;
- Tool di autovalutazione per PMI innovative: un breve questionario gratuito per conoscere il grado di 'preparazione' di un'azienda e sapere quali passi fare con l'aiuto della Camera di commercio per diventare una PMI innovativa.
- Suite digitale, una *web-app* finalizzata ad introdurre gli imprenditori all'utilizzo di strumenti di autovalutazione dell'impresa, utile per comprendere il grado di solidità del proprio *business*, l'equilibrio finanziario attuale e prospettico, la capienza potenziale di nuova finanza e che offre un *check up* dettagliato dello stato di salute economico-finanziario dell'azienda, anche nell'ottica della prevenzione di possibili tensioni finanziarie.

Inoltre, Innexa sta lavorando alla creazione di un servizio di valutazione delle *performance* ESG (ESG Pass) che sarà propedeutico all'accesso a forme di finanziamento innovative come *sustainability-linked bond*, *green bond* e *green loan*.

Fungible Tokens) ma con ancora limitate applicazioni in ambito imprenditoriale. Il tema della ‘tokenizzazione’ degli *asset* finanziari rimane comunque di grande attualità.

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 Francia. 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’ambizione 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 *early stage* 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. Ipotizzando che tutte le operazioni nei due sotto-comparti riguardino PMI (il che non è scontato), da luglio 2021 a giugno 2022 abbiamo un flusso di € 1,48 miliardi, in buona crescita. In particolare mostra una buona *performance* l’investimento *early stage* mentre il segmento *expansion* continua a segnare il passo rispetto alle sue potenzialità. Nel primo semestre 2022 il dato è buono (€ 628,0 milioni) rispetto allo stesso periodo del 2021 (€ 593 milioni) ma risulta inferiore a quello del secondo semestre 2021. Da una parte cresce il numero di investitori professionali che mostrano interesse verso questo comparto, dall’altra i segnali che arrivano dalla raccolta dei fondi non sono incoraggianti, sempre a causa dell’aumento dei tassi e dei timori per una possibile recessione.

Per quanto riguarda il contributo che i *business angel* generano per il settore, partendo dai dati raccolti da IBAN (Italian Business Angels Network), indichiamo in € 90,0 milioni l’apporto negli ultimi due semestri (*record* degli ultimi anni), ma in questo caso il primo semestre 2022 mostra un piccolo calo tendenziale sul 2021 (-4%).

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, che ha preso l’eredità di AIM Italia. A fine giugno 2022 il mercato ha raggiunto la soglia di 179 società quotate, con una raccolta (considerando gli aumenti di capitale condotti alla quotazione o anche successivamente, ed escludendo le SPAC) che è pari a € 315,7 milioni nel secondo semestre 2021 e ‘solo’ € 190,1 milioni nel primo semestre 2022; importo che però ha segnato un buon recupero rispetto allo stesso periodo del 2021 (+78%). In totale le risorse veicolate alle imprese negli ultimi 12 mesi sono pari a € 505,8 milioni, ma si nota un rallentamento nel flusso delle ‘matricole’; da settembre sono solo 2 le nuove emittenti arrivate su Euronext Growth Milan.

Pensiamo che lo sviluppo della finanza alternativa (o complementare) al credito bancario in Italia stia continuando generato vantaggi tangibili nei tempi e costi di accesso al capitale, in una fase che permane 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 citati nella ricerca a supporto di questa ipotesi.



1. Minibond



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 emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti 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).

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, 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 la Consob con la Delibera 21110 del 10 ottobre 2019 ha precisato che 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.

Alla data del 30/6/2022 le piattaforme di *equity crowdfunding* che avevano ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito erano tre (CrowdFundMe, Fundera e Opstart), lo stesso numero di un anno fa; ad oggi il numero è aumentato e si sono aggiunte le piattaforme 2meet2biz, FirmAid, ReRoi, The Best Equity. La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati fino a giugno.

Tabella 1.1

I titoli obbligazionari collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 30/6/2022

Portale	Offerte	Raccolta totale
Crowdfundme.it	7	€ 12.620.000
Fundera.it	60	€ 44.390.000
Opstart.it	7	€ 4.055.000

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, 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) al fine di ridurre il rischio per gli investitori e quindi il costo del capitale. 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 svantaggio 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.

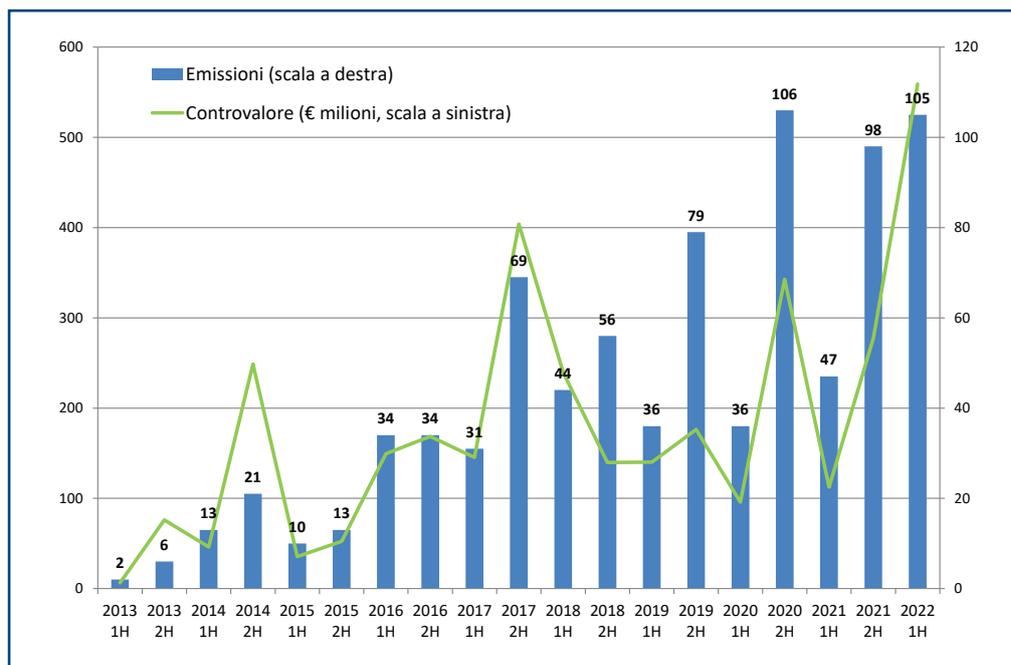


Figura 1.1

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.

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha censito fino alla data del 30 giugno 2022 1.332 *minibond* di importo inferiore a € 50 milioni collocati da società non finanziarie, per un controvalore complessivo di € 8,08 miliardi. In realtà, limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 838 operazioni per un controvalore di € 3,3 miliardi; il valore medio delle singole emissioni è pari a € 3,96 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 2021 è andato bene, soprattutto il secondo semestre. Il primo semestre 2022 mostra un ottimo andamento, osservando che di solito le emissioni si concentrano verso la fine dell'anno. In 6 mesi abbiamo registrato 105 collocamenti con € 559,0 milioni raccolti (*record* storico): il flusso degli ultimi 12 mesi è quindi pari a € 836,45 milioni contro € 455,05 milioni del periodo precedente, con una crescita dell'84%. Il controvalore medio delle emissioni risulta uguale a € 4,12 milioni, in leggera crescita. Abbiamo notato infatti un discreto numero di PMI che hanno raccolto importi sopra la media storica: potrebbe essere un segnale che alcune imprese, prevedendo un aumento dei tassi di interesse, abbiano voluto 'mettere il fieno in cascina' anticipando i propri fabbisogni per evitare l'impatto della crescita dei rendimenti nel futuro.

Occorre sottolineare che i numeri citati non considerano le emissioni avvenute fra il 2020 e il 2021 nell'ambito del programma 'Fondo Patrimonio PMI' di Invitalia. Si tratta di un provvedimento che ha sostenuto, durante il periodo della pandemia, la patrimonializzazione delle PMI che hanno effettuato un aumento di capitale di rischio, mediante il co-investimento da parte di Invitalia in obbligazioni o titoli di debito di nuova emissione. Le PMI italiane che hanno beneficiato della misura sono state 154, per un controvalore complessivo di € 264,5 milioni. Viste però le condizioni standardizzate (e agevolate) sul tasso di interesse, sono emissioni di *minibond* non considerate nelle nostre statistiche.

La Tabella 1.2 riporta alcuni dati statistici fondamentali sulle emissioni. La cedola annuale (calcolata solo sui titoli a tasso fisso, che sono la grande maggioranza) è tornata a salire seguendo le dinamiche del mercato; nel primo semestre del 2022 abbiamo una media pari a 4,81%. La scadenza media si è mantenuta sui livelli del 2021 (siamo a 5,6 anni) e il piano di ammortamento più utilizzato continua ad essere quello di tipo *amortizing*. I titoli quotati su un mercato borsistico rimangono la minoranza (4,8% nel primo semestre 2022) mentre sono stabili rispetto alla media storica quelli che hanno ottenuto un *rating* (28,7%). Rimane significativo il ricorso ad una garanzia reale, fornita o dall'emittente stessa o da soggetti esterni come il Fondo di Garanzia, SACE e i Confidi. Quasi due terzi dei *minibond* collocati nel primo semestre 2022 la prevedeva.

Tabella 1.2
 Statistiche sui *minibond* emessi dalle PMI italiane non finanziarie. La cedola è riferita ai soli titoli a tasso fisso.

Anno di emissione	Cedola media annuale	Maturity media (anni)	% titoli bullet	% quotati in Borsa	% con rating	% con garanzia
2013	6,75%	4,4	75,0%	75,0%	25,0%	37,5%
2014	5,40%	8,2	35,3%	76,5%	41,2%	38,2%
2015	5,24%	4,6	60,9%	43,5%	17,4%	30,4%
2016	5,04%	5,8	44,1%	55,9%	30,9%	39,7%
2017	4,80%	4,3	48,0%	55,0%	13,0%	48,0%
2018	5,26%	4,6	46,0%	47,0%	20,0%	44,0%
2019	3,74%	3,9	23,5%	25,2%	14,8%	47,0%
2020	3,55%	6,4	18,3%	16,2%	33,8%	83,1%
2021	3,91%	5,4	22,1%	7,6%	34,0%	80,0%
2022 (1H)	4,81%	5,6	32,4%	4,8%	28,7%	64,8%
Totale	4,85%	4,8	40,6%	39,4%	26,6%	51,3%

Le PMI non finanziarie emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 614 al 30 giugno 2022. La differenza rispetto al numero di emissioni è dovuta al fatto che molte emittenti hanno condotto più emissioni. È interessante notare che ben 65 sono state le PMI emittenti per la prima volta nel primo semestre 2022, a testimoniare la continua diffusione fra gli imprenditori di questa opportunità di raccolta di denaro.

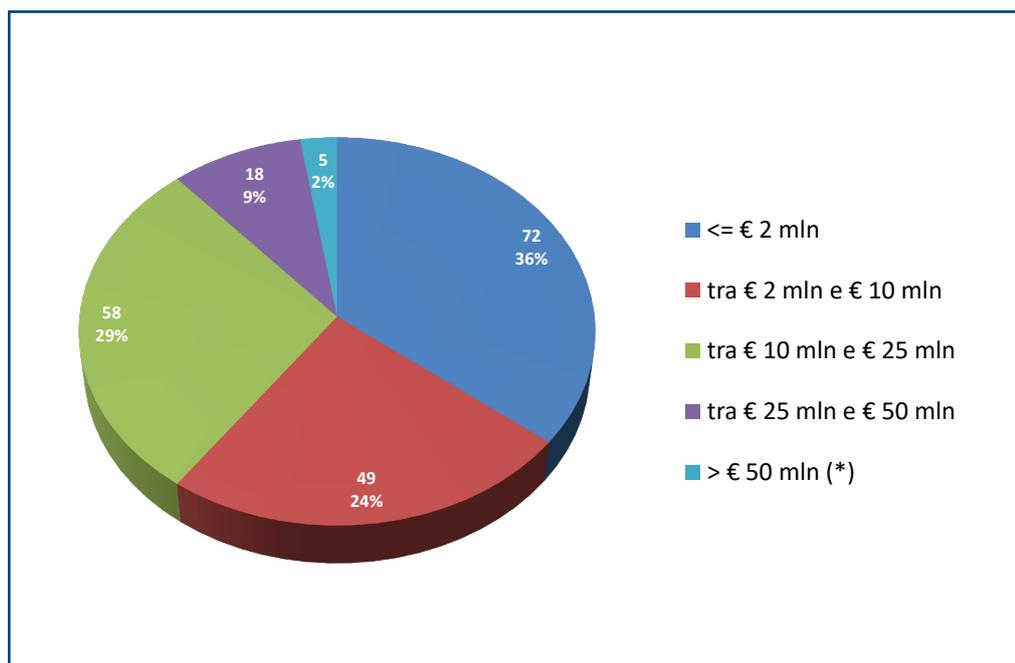
La Figura 1.2 suddivide il campione delle PMI emittenti negli ultimi 12 mesi per fatturato. Si può notare una distribuzione abbastanza equilibrata, a indicare che la tipologia di PMI che si avvicinano allo strumento dei *minibond* è diversificata. Abbiamo registrato ben 72 aziende con un fatturato da 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 49% società per azioni (SpA), per il 49% società a responsabilità limitata (Srl) e per il 2% società cooperative.

La Figura 1.3 evidenzia i settori di attività, in funzione del codice ATECO. Anche in 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 34% delle emittenti ma scende rispetto ai mesi precedenti. Il commercio (codice G) è stabile al 14% seguito dalle costruzioni (codice F) che si attestano al 12%.

La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica e si conferma sul podio la Lombardia con 50 PMI, pari al 25% del totale. Il Veneto è al secondo posto con 68 PMI (33%) e nel

Figura 1.2
 Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti di *minibond* dal 1/7/2021 al 30/6/2022 per classe di fatturato

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



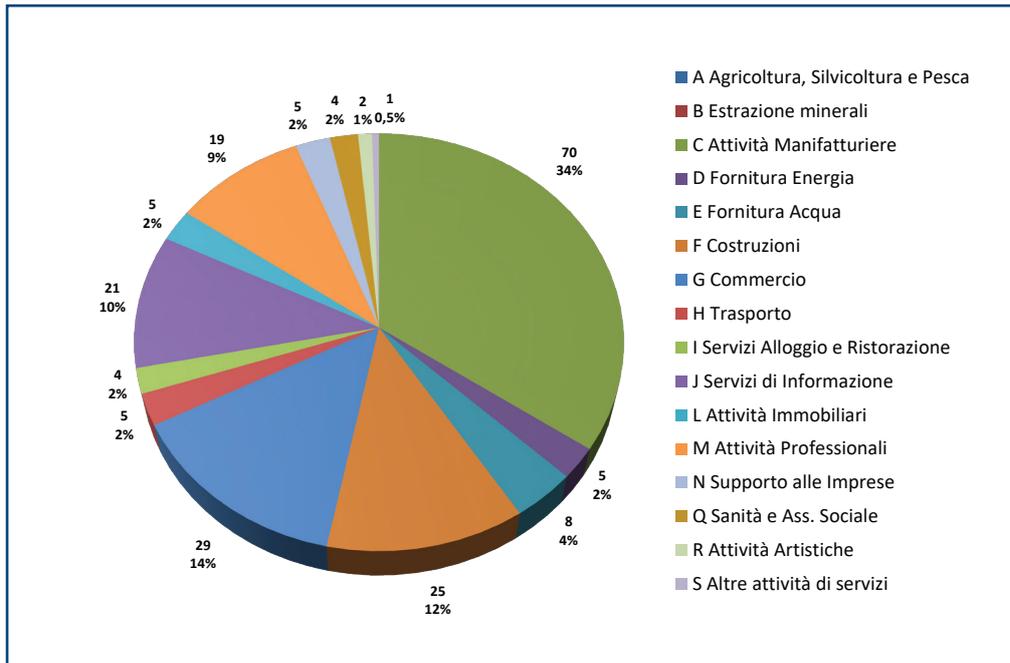


Figura 1.3
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2021 al 30/6/2022 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO

complesso il Nord arriva quasi a due terzi del campione. Campania e Piemonte registrano 20 emittenti a testa. Negli ultimi 12 mesi vediamo una crescita della Sicilia e un arretramento del Trentino-Alto Adige.

Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano tre casi nel Box 1.1 a pagina 17) si conferma che non sempre 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.

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

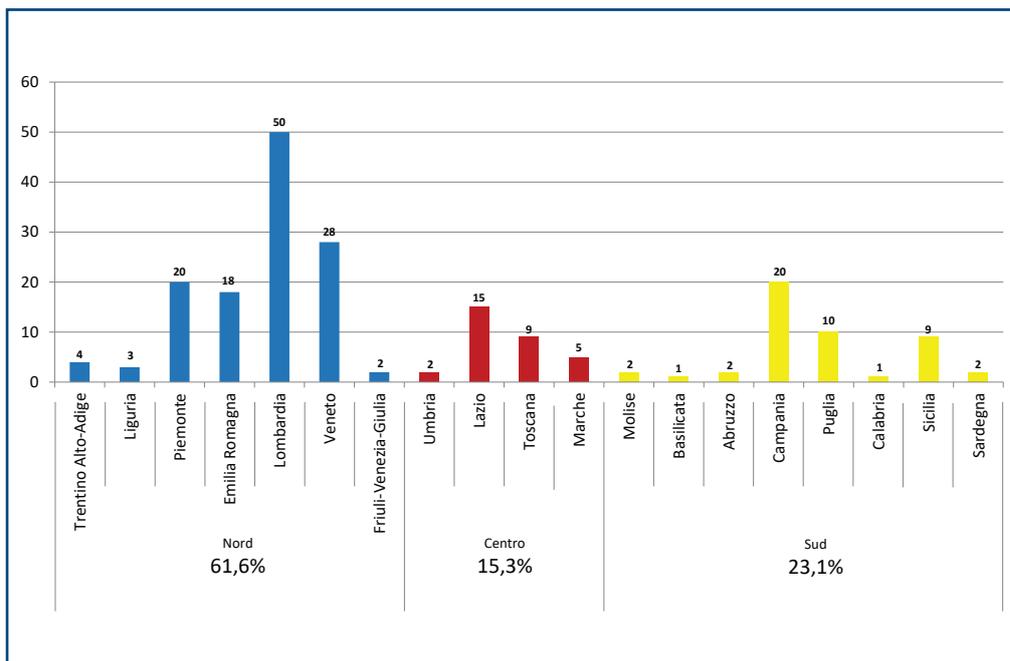


Figura 1.4
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2021 al 30/6/2022 per localizzazione geografica

come concordati 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.

Nell'ultimo anno sono stati registrati nuovi programmi di emissioni 'congiunte' nonché estensioni di programmi precedenti, organizzati sia per filiera produttiva sia per area geografica.

Nei primi mesi del 2022 è stata realizzata la nuova emissione Viveracqua Hydrobond (progetto aggregativo partito già dal 2014 e ideato da Banca Finint) per un importo complessivo di € 148,5 milioni, che consentirà investimenti di circa 350 milioni di euro nei prossimi quattro anni per sostenere l'ammodernamento e l'efficientamento della rete idrica del Veneto.

In Campania, il progetto Garanzia Campania Bond ha raggiunto in due anni 65 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 144,1 milioni. Anche in questo caso l'investitore principale è Cassa Depositi e Prestiti (CDP) affiancata da Mediocredito Centrale. Banca Finint è l'*arranger* dell'operazione mentre il garante è la finanziaria regionale Sviluppo Campania. A inizio 2022 sono state perfezionate le ultime *tranche* e proprio in questi giorni sta per partire la raccolta delle candidature per la seconda edizione del progetto.

CDP è l'*anchor investor* di altre iniziative. Insieme a Puglia Sviluppo ha sostenuto il progetto Basket Bond Puglia nel quale sono state coinvolte 21 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 87,2 milioni. I co-investitori sono Mediocredito Centrale e Unicredit, che svolge anche il ruolo di *arranger*.

Il 'Basket Bond di filiera' è invece il programma da € 200 milioni lanciato da UniCredit e CDP a marzo 2021 e che grazie alla terza emissione perfezionata nel 2022 arriva a sostenere con € 67 milioni erogati un gruppo di 12 imprese: otto del settore vitivinicolo e quattro della produzione cinematografica.

BPER Banca e CDP hanno promosso un programma di *basket bond* da € 250 milioni finalizzato a sostenere i piani di investimento e crescita delle PMI italiane; le prime emissioni sono state condotte nel 2022 e prevedono la garanzia parziale del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI).

Sempre CDP, questa volta con Banca Sella e Mediocredito Centrale, partecipa al *basket*

Box 1.1Casi di PMI finanziate attraverso i *minibond**Brunnen Industrie Srl*

La società, fondata nel 2012, ha sede a Brendola (VI) e produce *pellet* di legno e altri truciolati. Nel primo semestre 2022 ha esordito sul portale Fundera con un'emissione da € 450.000 della durata di 5 anni, assistita da Frigiolini & Partners Merchant, offrendo un rendimento annuale lordo del 3,5% e una copertura fino al 90% dalla Garanzia Italia rilasciata da Sace. L'operazione si inserisce all'interno dell'iniziativa del nuovo *pluribond* promosso da Banca di Asti. Alberto Dall'Osto, azionista di maggioranza dell'azienda, ha sottolineato come l'accesso al credito tramite questo canale alternativo a quello bancario abbia permesso a Brunnen di ottenere le risorse necessarie a sviluppare strategie e sinergie di crescita ed essere sempre più competitiva sui mercati nazionali ed esteri. La società ha poi emesso un secondo *minibond* per massimi € 350.000 con rendimento annuo lordo del 3,5% sempre sul portale Fundera: esso scadrà nell'aprile 2028 con opzione *call* a favore dell'emittente ed è assistito da una garanzia pubblica sull'80% rilasciata dal Fondo di Garanzia nazionale.

Ciemme Alimentari Srl

Si tratta di un'azienda di Barletta che opera nel settore alimentare, *leader* in Italia nella produzione e commercializzazione di gnocchi e chicche di patate in diverse varianti (tra cui anche quella biologica e senza glutine). La società ha emesso a novembre 2021 un *minibond* dell'importo di € 4,5 milioni, con una durata di 7 anni e preammortamento di 12 mesi, finalizzato a sostenere la crescente domanda da parte dei consumatori, andando a potenziare la capacità produttiva attraverso la realizzazione di una nuova linea di produzione altamente automatizzata. Nell'ambito dell'operazione lo studio legale Chiomenti ha agito in qualità di *deal counselor*. Il *minibond* va ad inserirsi all'interno del programma di *basket bond* da € 100 milioni lanciato da Banca Sella. Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale hanno agito come '*anchor investor*', ciascuna sostenendo il piano attraverso la sottoscrizione del 40% delle emissioni, mentre Banca Sella ha sottoscritto il restante 20%. Le obbligazioni sono state quotate sul segmento ExtraMOT Pro³.

Sincronis Srl

Si tratta di una società milanese operante nel settore delle tecnologie biomediche, che fornisce una gamma completa di prodotti e servizi per la sanità, inclusi ospedali, cliniche e laboratori di analisi. Lo scorso maggio Sincronis ha emesso un Sustainability-Linked Bond da € 1,5 milioni sottoscritto interamente da UniCredit. Il prestito obbligazionario, con certificazione ESG redatta da Cerved, presenta una durata quinquennale. Il tasso cedolare è variabile, pari all'Euribor a 3 mesi maggiorato di uno *spread* iniziale di 160 *basis point* (1,60%). Esso potrà variare di 15 punti base per anno in funzione del deterioramento o miglioramento del *rating* ESG dell'emittente. "Questa operazione è una opportunità importante per la nostra società, per supportare e consolidare la crescita, in un momento di forte sviluppo di nuove attività" ha dichiarato Danilo Gennari, presidente di Sincronis. "Intendiamo con questo sostegno portare in modo sempre più ampio le nostre soluzioni innovative nel mercato delle apparecchiature biomediche, in un periodo decisivo per il rinnovamento di tutto l'ambito Health Care".

bond destinato a supportare la crescita delle PMI clienti del gruppo Sella. Il capitale erogato a 5 emittenti ammonta a € 49,5 milioni. Infine fra le nuove iniziative citiamo il 'Basket Bond Italia', un programma da € 150 milioni strutturato da Banca Finint, anche in questo caso con CDP e Mediocredito Centrale nel ruolo di sottoscrittori dei *basket bond*; la prima *tranche* interessa nove aziende, per un controvalore complessivo pari a € 47,5 milioni.

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.



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 sui mercati finanziari. Novità fondamentale in quest'ambito è il nuovo Regolamento UE ECSP (European Crowdfunding Service Providers) entrato in vigore da poco tempo (si veda il Box 2.1 nelle pagine successive).

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

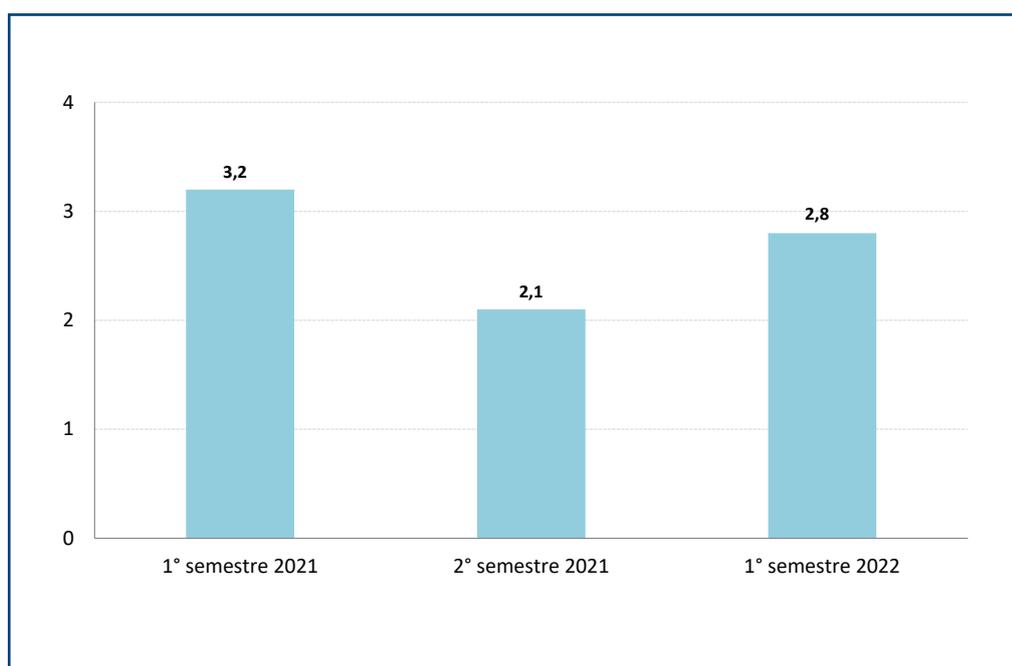
Le campagne di *reward-based crowdfunding* sono molto eterogenee e non sempre riguardano iniziative imprenditoriali; anzi il più delle volte coinvolgono iniziative di solidarietà, sociali o culturali. Però esistono casi esemplari di progetti di *business* che hanno trovato in questa opportunità un supporto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

Negli USA sul portale Kickstarter sono ben noti i casi del Pebble Watch (più di \$ 40 milioni raccolti in 3 campagne) e del Coolest Cooler (un frigorifero da *picnic* che ha raccolto \$ 13 milioni), ma nel 2022 è balzato in cima alla classifica Surprise! Four Secret Novels, una campagna lanciata dallo scrittore Brandon Sanderson attraverso la sua società Dragonsteel Entertainment, per finanziare la pubblicazione di 4 romanzi. In un 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).

Figura 2.1

Flusso di raccolta delle PMI italiane sui portali nazionali ed esteri di *reward based crowdfunding* (stima). Valori in € milioni.



I progetti italiani proposti da PMI che hanno raccolto capitale su Kickstarter e Indiegogo sono numerosi. Fra i progetti più recenti, segnaliamo “The Bad Karmas” proposto sul portale americano Kickstarter dalla società genovese Xplored Srl di Davide Garofalo e Dario Pelella, che fra marzo e aprile 2022 ha raccolto € 311.497 da 1.174 sostenitori, partendo da un *target capital* di € 200.000. Si tratta di un gioco di ruolo che utilizza miniature su una superficie intelligente e collegata a un’app capace, a sua volta, di tracciare i movimenti e innescare degli eventi senza bisogno di un *master*. Segnaliamo poi, sempre su Kickstarter, il progetto “Native Wear” della azienda marchigiana Lu.Ce. Srl di Marcello Ceccarelli che nel 2021 ha raccolto € 103.829 da 769 sostenitori. L’idea è quella di realizzare biancheria termica di nuova generazione attraverso stampa in 3D applicata alla tessitura, completamente priva di cuciture e utilizzando seta, argento e bioceramica. Il progetto imprenditoriale che risulta avere raccolto di più su un portale italiano di *reward-based crowdfunding* è la campagna lanciata nell’aprile 2021 da Cocco Srl sulla piattaforma di *reward-based crowdfunding* Produzionidalbasso.com per la ristrutturazione del notissimo locale Cocoricò di Riccione che, come tutte le altre realtà di *business* legate all’intrattenimento e alla cultura, è stato fortemente penalizzato dalla pandemia. La campagna ha raccolto € 137.629 da 1.393 sostenitori, promettendo ricompense come: barrette di cioccolato, *t-shirt*, vinili, felpe, la menzione nella Wall of Fame del locale e, per i più fortunati, 10 tessere per l’ingresso *gratis* a vita nel locale.

Segnaliamo poi che ha aperto da pochi giorni la quinta *call* di 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 Produzioni dal Basso. Nelle quattro precedenti edizioni sono state finanziate 18 campagne, con una raccolta di oltre € 168.000.

Come evidenzia la Figura 2.1, secondo le nostre stime aggiornate, il contributo finanziario arrivato a PMI italiane dal *reward based crowdfunding* negli ultimi 12 mesi è stato pari a € 4,9 milioni (di cui € 2,1 milioni nel secondo semestre 2021 e € 2,8 milioni nel primo semestre 2022), stabile rispetto al periodo precedente.

Equity crowdfunding: le ‘regole del gioco’

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 di imprese *startup* innovative. Il Decreto ha modificato il Testo Unico della Finanza (TUF) nella parte che disciplina le offerte pubbliche, ponendo alcuni paletti specifici, rimasti in vigore fino ad oggi, in attesa del recepimento del nuovo regolamento europeo ECSP. I punti fissi della normativa italiana erano i seguenti:

1. la raccolta deve essere effettuata attraverso portali Internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla CONSOB, prima dell’avvio dell’operatività, lo svolgimento dell’attività di gestione di un portale (sezione ‘speciale’ del registro) nonché da soggetti autorizzati in base a determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB (sezione ‘ordinaria’ del registro), a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento;
2. le campagne devono essere proposte da imprese che si qualificano come PMI;
3. l’ammontare dell’offerta non deve superare € 8 milioni.

Il Regolamento operativo CONSOB ha poi definito alcuni principi rilevanti relativi ai requisiti dei gestori dei portali, al processo autorizzativo, alle regole di condotta e all’informativa minima da fornire agli investitori potenziali, soprattutto sui possibili rischi. Inoltre il Regolamento stabiliva che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori ‘professionali’ ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l’innovazione e lo sviluppo, incubatori di *startup* innovative, con l’obiettivo di fornire ai piccoli investitori un minimo segnale sulla qualità dell’emittente;

Box 2.1

La nuova normativa ECSP (European Crowdfunding Service Providers)

Un anno fa è entrato in vigore 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, sia sul piano delle regole di condotta, oltre a consentire l'operatività *cross-border* delle piattaforme in altri Paesi europei, in regime di 'passaportazione'. Il Regolamento introduce un *framework* comune valido sia per l'*equity crowdfunding* sia per il *social lending* (in questo caso però solo rispetto ai prestiti verso imprese e in generale soggetti che raccolgono denaro in relazione a iniziative imprenditoriali) e prevede diverse novità:

- il registro dei gestori dei portali sarà centralizzato presso l'ESMA (European Securities and Markets Authority);
- anche le imprese diverse dalle PMI potranno raccogliere capitale di rischio;
- non sarà più possibile per le piattaforme collocare quote di OICR (fondi);
- le campagne che riguardano investimenti indiretti effettuati tramite società veicolo saranno possibili ma solo in determinati casi;
- sarà necessario fornire all'investitore un documento informativo standardizzato (Key Investment Information Sheet, KIIS) di massimo 6 pagine;
- la raccolta massima per ogni impresa sarà limitata a € 5 milioni nell'arco di un anno, mentre oggi il limite è € 8 milioni;
- l'introduzione sia per l'*equity* che per il *lending crowdfunding* di una valutazione di 'appropriata rafforzata' per i cosiddetti investitori 'non sofisticati,' più approfondita rispetto a quanto accade oggi, con un limite massimo di investimento;
- l'introduzione di regole più stringenti in materia di conflitto di interessi e incentivi per le piattaforme, che includono ad esempio il divieto per i gestori di aderire alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma; inoltre sono previsti requisiti prudenziali in termini di capitale minimo e *business continuity*.

È interessante notare che il Regolamento europeo adotta il modello delle 'bacheche elettroniche' introdotto in Italia per il mercato secondario degli investimenti nell'*equity crowdfunding*, che viene quindi confermato.

Per le piattaforme autorizzate prima del 10 novembre 2021 era inizialmente previsto un anno di tempo per adeguarsi al nuovo *framework*. La scadenza è stata poi prorogata all'11 novembre 2023. A partire da quel momento potranno quindi operare in Italia esclusivamente le piattaforme che avranno ottenuto l'autorizzazione ai sensi del Regolamento ECSP.

Lo scorso 26 agosto, Consob e Banca d'Italia sono state designate quali autorità competenti per l'autorizzazione e la supervisione dei prestatori di servizi di investimento attraverso il *crowdfunding*. Tuttavia, esse potranno ricevere istanze formali per il rilascio dell'autorizzazione ad operare in qualità di *provider* di servizi di *crowdfunding* per le imprese ai sensi del Regolamento ECSP ed avviare il relativo processo di valutazione solamente dopo l'adozione del decreto legislativo in attuazione. Al fine di favorire un ordinato avvio del nuovo regime, in attesa del completamento del processo di adeguamento della normativa nazionale, la Consob e la Banca d'Italia si sono rese disponibili a intrattenere interlocuzioni informali per orientare gli operatori interessati (previa compilazione e invio di un modulo) alla futura presentazione delle domande di autorizzazione, fornendo anche chiarimenti e, se del caso preliminari considerazioni, sugli elementi informativi e documentali da allegare alle istanze.

A livello nazionale, il Regolamento introduce per la prima volta una disciplina comprensiva per il *lending crowdfunding* per le imprese, mentre sostituisce il quadro normativo nazionale applicabile ai gestori di portali di *equity crowdfunding*. Auspichiamo che Governo e Parlamento procedano presto al recepimento della normativa UE, visto che in altri Paesi le nuove autorizzazioni cominciano già ad arrivare e i portali nazionali rischiano di essere penalizzati nella competizione.

successivamente fra gli investitori 'eleggibili' sono stati considerati anche quelli classificati 'su richiesta' ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti, nonché gli investitori 'seriali' nel *crowdfunding* (quali ad esempio i *business angel*) o persone fisiche con esperienza di amministratori in *startup* o PMI innovative; inoltre è stato definito che la soglia del 5% può scendere al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta.

La normativa prevedeva un obbligo per le emittenti di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una *wayout* nel caso i cui i soggetti controllanti cedano il controllo dell'azienda, ovvero di clausole di *tag along* (che consentono agli investitori di cedere le loro quote insieme a chi vende) o di recesso. Doveva essere previsto anche il diritto di revoca dell'ordine di sottoscrizione per gli investitori, nel caso di fatti nuovi avvenuti durante il periodo di offerta, da esercitarsi entro 7 giorni. Le piattaforme invece hanno dovuto attivare delle garanzie assicurative per la responsabilità professionale o alternativamente un sistema di indennizzo a tutela degli investitori. Il D.L. 3/2015 ha introdotto l'opzione del regime alternativo di intestazione di quote e azioni per PMI e *startup* innovative (articolo 100-ter del Testo Unico della Finanza) gettando le premesse per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte in *crowdfunding*. Successivamente la Consob ha precisato che i portali hanno facoltà di aprire delle sezioni dove gli investitori possono offrire in vendita i titoli sottoscritti, o comprarli. La piattaforma però non può assolutamente intervenire nella trattativa e nella finalizzazione della compravendita, che rimangono sempre in carico agli interessati. Alla data del 20 novembre 2022 i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob risultano essere 49 (si veda la Tabella 2.1). Il numero è diminuito rispetto alle 54 censite un anno fa perché a fronte dello stop sulle nuove autorizzazioni da novembre 2021, vanno registrate 5 rinunce (Tifosy.com, Leonardoequity.com, Capital4solutions.com, Azimut Direct X e Equity.trusters.it).

La maggior parte dei portali sono generalisti mentre altri sono focalizzati su talune aree di *business* (in particolare il comparto immobiliare, dove troviamo ben 12 piattaforme autorizzate ad oggi, poi *life sciences*, energia e ambiente, *impact finance* e altre specializzazioni, fra cui un portale dedicato agli investimenti su cavalli da corsa). La grande maggioranza delle piattaforme è aperta a qualsiasi investitore, mentre alcune (come Clubdealonline, Doorway e Pariter Equity) limitano l'accesso a investitori 'accreditati' proponendo soglie minime di investimento più significative.

Sito web	Società gestore	Data autorizzazione
Starsup.it	Starsup Srl	18/10/2013
Actioncrowd.it	Action crowd Srl	26/2/2014
200crowd.com	The Ing Project Srl	18/6/2014
Nextequity.it	Next equity crowdfunding marche Srl	16/7/2014
Crowdfundme.it	Crowdfundme SpA	30/7/2014 (*) (**)
Muumlab.com	Muum lab Srl	6/8/2014
Mamacrowd.com	Siamosoci Srl	6/8/2014
Fundera.it	Fundera Srl	10/9/2014 (*)
Ecomill.it	Ecomill Srl	29/10/2014
Wearestarting.it	Wearestarting Srl	16/12/2014
Backtowork24.com	Backtowork24 Srl	14/1/2015 (**)
Investi-re.it	Baldi Finance SpA	28/1/2015
Opstart.it	Opstart Srl	11/11/2015 (*) (**)
Clubdealonline.com	Clubdeal Srl	8/3/2017
Walliance.eu	Walliance SpA	30/3/2017
Ideacrowdfunding.it	Idea Crowdfunding Srl	29/11/2017
Thebestequity.com	Gamga Srl	14/3/2018 (*)
Concreteinvesting.com	Concrete Srl	24/4/2018
It.lita.co	1001Pact Italy Srl	31/5/2018
Lifeseeder.com	Lifeseeder SpA	28/6/2018
Crowdinvestitalia.it	Crowdinvest Srl	10/7/2018
House4crowd.com	4crowd SpA	17/7/2018
Doorwayplatform.com	Doorway Srl	28/11/2018

Tabella 2.2

I portali autorizzati da Consob a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia, alla data del 20/11/2022

(*) = autorizzazione anche per collocamento di obbligazioni o titoli di debito

(**) = autorizzazione anche per bacheca elettronica

(segue)

I portali autorizzati da Consob a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia, alla data del 20/11/2022

(*) = autorizzazione anche per collocamento di obbligazioni o titoli di debito

(**) = autorizzazione anche per bacheca elettronica

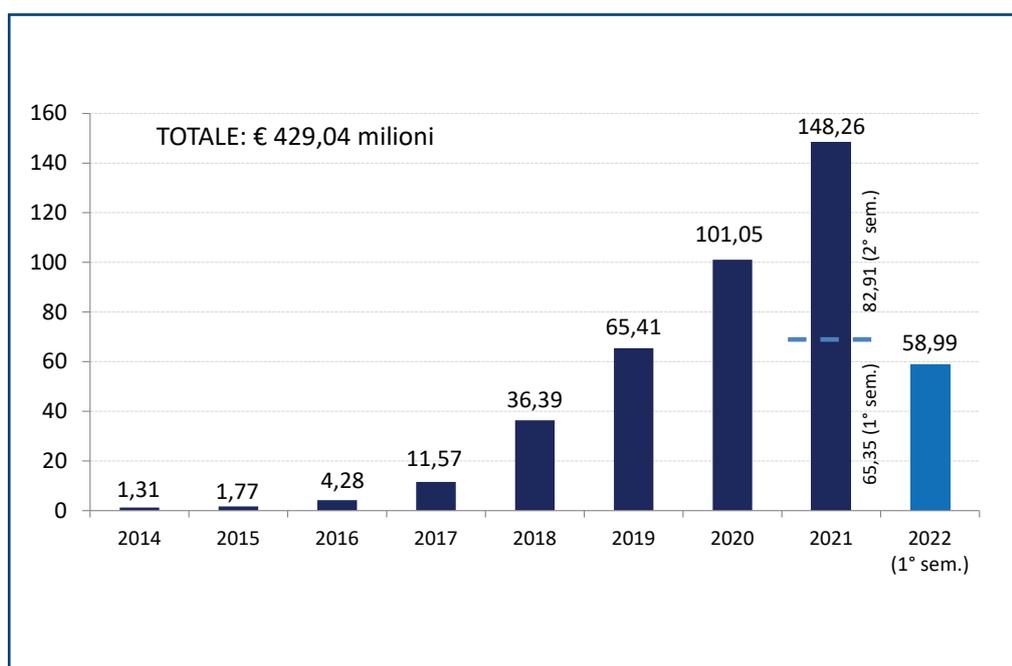
Sito web	Società gestore	Data autorizzazione
Buildaround.eu	Build Around Srl	12/12/2018
Mediterraneacrowd.it	Start Funding Srl	4/6/2019
Forcrowd.it	Forcrowd Srl	12/6/2019
Mybestinvest.it	Meridian 180 Srl	18/9/2019
Hensoo.it	Weddeal Srl	31/10/2019
Fundyourjump.eu	Equifunding Srl	22/4/2020
Activant.eu	Activant Srl	6/5/2020
Pariterequity.com	Pariter equity Srl	20/5/2020
Re-anima.com	Re-Anima Srl	15/7/2020
Nestmoney.it	Finanza condivisa Srl	29/7/2020 (**)
Fundscovery.com	Etianus Srl	16/9/2020
Puzzlefunding.com	Puzzle Funding Srl	21/10/2020
Foxcrowd.it	Foxcrowd Srl	22/12/2020
Upsidetown.it	Upsidetown Srl	22/12/2020
Bildap.eu	Bildap Srl	13/1/2021
2meet2biz.com	Migliora Srl	13/1/2021 (*) (**)
Realre.it	Fenice Crowd Srl	7/4/2021
Brickup.it	Brickup Srl	22/4/2021
Agri4crowd.com	Agri4crowd Srl	19/5/2021
Reroi.it	Reroi Srl	15/9/2021 (*)
Exrecrowdfunding.it	Exre Crowdfunding Srl	3/11/2021 (**)
Firmaid.it	Firmaid Srl	3/11/2021 (*)
Finnexta.it	Innexta Scrl	3/11/2021
Partnersincrowd.it	Partnersincrowd Srl	3/11/2021
Yeldocrowd.com	Y-Crowd Srl	3/11/2021 (**)
Myrestartup.it	Restartup Srl	11/11/2021

Equity crowdfunding: i numeri in Italia

Alla data del 30 giugno 2022 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 1.055 campagne di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui ben 99 avviate nei primi 6 mesi del 2022. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia

Figura 2.2

Flusso di raccolta annuale delle 799 campagne di *equity crowdfunding* chiuse con successo al 30/6/2022. Valori in € milioni. L'anno di riferimento è quello di chiusura della campagna



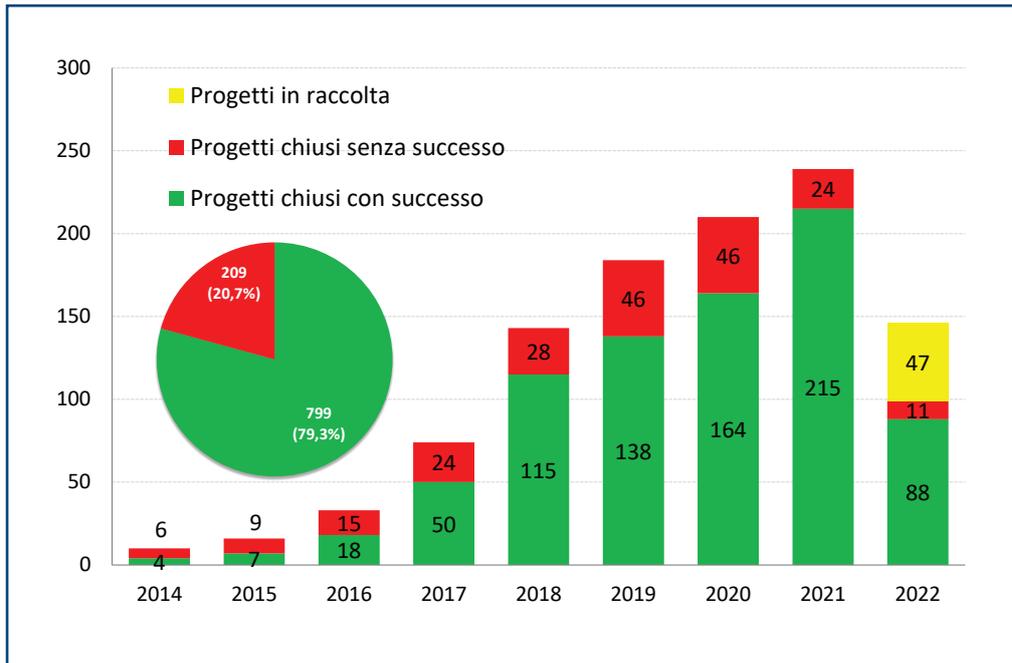


Figura 2.3

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

fino al 30/6/2022 attraverso l'equity crowdfunding dalle 799 campagne chiuse con successo ammonta a € 429,04 milioni (con un flusso negli ultimi 12 mesi pari a € 141,09 milioni, di cui la maggior parte nel secondo semestre del 2021 con € 82,91 milioni e la parte rimanente nel primo semestre del 2022 con € 58,99 milioni)¹.

Come evidenzia la Figura 2.2, la crescita annuale è stata sostenuta nel corso del tempo. Possiamo anticipare che a novembre la raccolta del 2022 ha superato la soglia di € 108 milioni, con un buon recupero rispetto al primo semestre. Quindi è probabile che il 2022 si chiuda con un risultato inferiore a quello del 2021.

La Figura 2.3 evidenzia il flusso temporale delle campagne concluse. Risulta evidente la continua crescita del mercato ma soprattutto l'incremento del tasso di successo; nel 2021 sono state 215 le campagne chiuse con esito positivo, mentre nel primo semestre del 2022 si contano 88 offerte chiuse positivamente, più altre 47 ancora aperte al 1 luglio. Il *success rate* si è ormai attestato intorno al 90%. In totale nel corso degli anni abbiamo registrato 799 campagne chiuse con successo e 209 senza il raggiungimento dell'obiettivo minimo; il tasso di successo per tutto il campione è quindi il 79,3%.

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

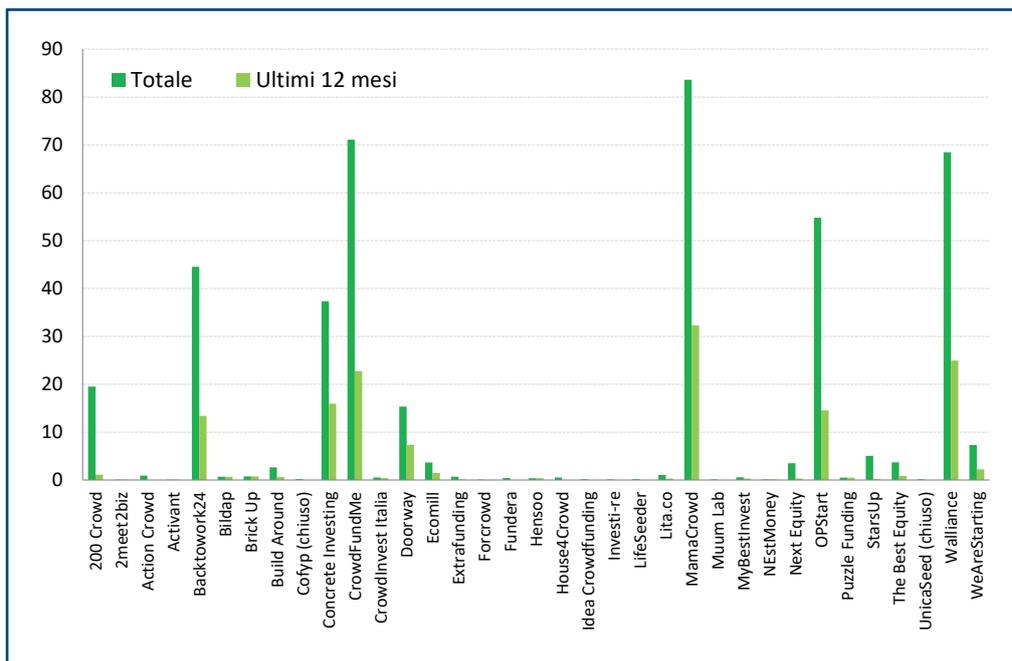


Figura 2.4

Capitale raccolto fino al 30/6/2022 dai portali italiani di equity crowdfunding autorizzati dalla Consob. Valori in € milioni

La Figura 2.4 ci mostra invece la suddivisione del capitale raccolto fra le diverse piattaforme presenti sul mercato. I portali che avevano raccolto più fondi fino al 30/6/2022 erano Mamacrowd (€ 83,61 milioni, di cui € 32,28 milioni negli ultimi 12 mesi), CrowdFundMe (€ 71,09 milioni, € 22,72 milioni nell'ultimo anno), Walliance (€ 68,46 milioni, sale al secondo posto negli ultimi 12 mesi con € 24,96 milioni).

Rispetto al numero di campagne, al primo posto troviamo CrowdFundMe con 192 campagne, poi Mamacrowd con 164 offerte seguita da BacktoWork (160). Limitatamente agli ultimi 12 mesi passati, sul podio abbiamo Mamacrowd (51), BacktoWork (50) e CrowdFundMe (44). Il mercato rimane decisamente concentrato nonostante l'incremento continuo delle piattaforme autorizzate: il 73% delle nuove offerte da luglio 2021 sono state originate da solo 5 piattaforme.

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 1.055 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*.

Box 2.2

Casi di studio di PMI
finanziate con *equity*
crowdfunding

Pattari 2 Srl

Si tratta di un progetto immobiliare: la ristrutturazione e frazionamento di 8 prestigiosi appartamenti al terzo piano di un immobile ad uso misto (residenziale-ufficio) in Galleria Pattari, a ridosso di Piazza Duomo a Milano. Pattari 2 è il veicolo che si occuperà dello sviluppo del progetto, promosso dall'Architetto Gianluca Gaspari. La raccolta sul portale Walliance si è conclusa lo scorso giugno con un ammontare raccolto pari a € 4 milioni. Il progetto, avente scadenza stimata di 12 mesi, prevede un ROI pari al 14,70% e ad oggi è una delle campagne che hanno raccolto di più nel campo immobiliare.

Race Lab Srl

Race Lab, creata da Michele Pedroni (ex-campione italiano di *downhill*) e Stefano Giussani, è una *startup* innovativa che, attraverso Pedroni Race (*brand* nato nel 2021 in collaborazione con Invasione Creativa), produce telai in carbonio, biciclette, e-bike, *hand-made in Italy*, altamente performanti per il mercato delle gare e per quello amatoriale del *downhill*, enduro e e-enduro. La campagna di *crowdfunding* sul portale BacktoWork, iniziata a marzo 2022, si è conclusa alla fine del mese di aprile con € 254.350 raccolti da 37 investitori, a fronte di un *target* di raccolta che era stato inizialmente impostato a € 100.000 (in cambio del 3,23% del capitale).

Tomatopiu Crowdfunding Italy Srl

Si tratta di un veicolo di investimento nella *startup* Tomatopiu Srl, che ha ideato Tomato+, la serra da interni intelligente (completamente automatica, programmabile tramite *software* e che sfrutta l'illuminazione a LED) per la coltivazione di germogli, erbe e verdure in qualsiasi periodo dell'anno, in modo semplice e naturale. L'idea nasce per rispondere all'esigenza di ricerca di un'alimentazione basata su verdure sane, coltivate con un impatto ambientale particolarmente basso. La società è stata selezionata per un progetto pilota pubblico in Europa, dedicato alle coltivazioni sostenibili, che permetterà l'espansione delle attività in Francia e nell'area Benelux, anche grazie alla collaborazione con Tetris Farm. Il veicolo ha raccolto lo scorso aprile sulla piattaforma CrowdFundMe € 592.712 da 214 investitori. Alla data attuale, la società è in procinto di effettuare il suo secondo *round* di raccolta sullo stesso portale.

Sono state distinte le operazioni che riguardano investimenti immobiliari da tutte le altre perché, come si evidenzia, l'importo medio è decisamente diverso. Inoltre è riportato il dettaglio solo per gli ultimi 4 anni.

	Target di raccolta medio	Quota del capitale offerta (%)
Tutto il campione (progetti non immobiliari)	€ 204.762	8,65%
Tutto il campione (progetti immobiliari)	€ 1.078.633	-
2019 (progetti non immobiliari)	€ 168.855	7,36%
2019 (progetti immobiliari)	€ 707.737	-
2020 (progetti non immobiliari)	€ 188.250	8,16%
2020 (progetti immobiliari)	€ 1.255.000	-
2021 (progetti non immobiliari)	€ 240.635	7,62%
2021 (progetti immobiliari)	€ 1.223.846	-
2022 (primo semestre, progetti non immobiliari)	€ 231.772	5,83%
2022 (primo semestre, progetti immobiliari)	€ 1.450.000	-

Tabella 2.2

Statistiche sulle 1.055 offerte di *equity crowdfunding* presentate da PMI italiane alla data del 30 giugno 2022

Il *target* di raccolta medio per le offerte censite è stato pari a € 204.762 per i progetti non immobiliari e € 1.078.633 per quelli immobiliari. La quota del capitale offerta in corrispondenza del *target* definito prima è in media² pari all'8,65% e tende a scendere nel corso degli anni, con un minimo di 5,83% nel primo semestre 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*.

Nel 17% delle campagne proposte l'offerta riguardava quote ordinarie (con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori), nel 14% 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 si è rafforzata la tendenza per le campagne non immobiliari di offrire titoli con o senza diritti di voto in funzione dell'ammontare investito, mentre per le campagne immobiliari prevale l'offerta di quote senza diritto di voto.

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 43%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 101 e € 499,99. Abbiamo poi il 41% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 500 e € 1.000; la percentuale è in crescita rispetto a un anno fa. Nel 3% delle campagne la soglia era addirittura superiore a € 5.000.

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 96,2 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 1.055 campagne censite sono in realtà 930, poiché abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi. In particolare sono 92 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 2.2 racconta alcune storie interessanti relative a campagne di *equity crowdfunding* pubblicate negli ultimi 12 mesi.

² In questa statistica escludiamo le campagne immobiliari in quanto sono quasi sempre promosse da veicoli di investimento senza *asset* di bilancio significativi pre-offerta i quali sottoscrivono un accordo di finanziamento con la società che realizza il progetto. In tale situazione la percentuale del capitale offerta agli investitori sul portale è molto vicina al 100%.

totale); seguono Emilia Romagna con 91 imprese e Lazio a quota 89. Nel Mezzogiorno la Campania è sempre prima con 28 emittenti. Negli ultimi 12 mesi la Lombardia è stabile al 40% mentre perdono terreno Lazio, Toscana e Trentino-Alto Adige.

La Figura 2.6 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 354 imprese sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione) e 159 riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche) cresciute discretamente nell'ultimo anno. Le attività manifatturiere (codice C) non sfiorano con 130 emittenti. Nell'ultimo anno le proporzioni sono abbastanza stabili; cresce il comparto K (attività finanziarie) e si evidenziano 27 aziende che al Registro delle Imprese risultavano ancora inattive, perché costituite da pochi mesi, senza un codice ATECO ancora associato

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 (€ 35.030) e all'età (in media 5,61 anni). Le aziende con utile di bilancio positivo sono poche (il 33% di quelle con un bilancio disponibile alle spalle) e anzi le perdite sono spesso abbastanza consistenti.

	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Patrimonio netto pre-offerta	128.457	25.000	-13.452	8.326.915
Età	5,61	5	0	61
Fatturato da ultimo bilancio disponibile	361.032	35.030	0	37.679.850
Utile netto da ultimo bilancio disponibile	-120.486	-13.233	-12.600.153	357.351
Numero di soci pre-offerta	6,78	4	1	117
Valutazione <i>pre-money</i> implicita	3.684.167	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 2022. Sono esclusi i veicoli di investimento e le imprese immobiliari

La Tabella 2.3 riporta anche il dato sul numero di soci prima della campagna di *crowdfunding*. Il valore medio è pari a 6,78, 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 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 € 3,68 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.

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

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

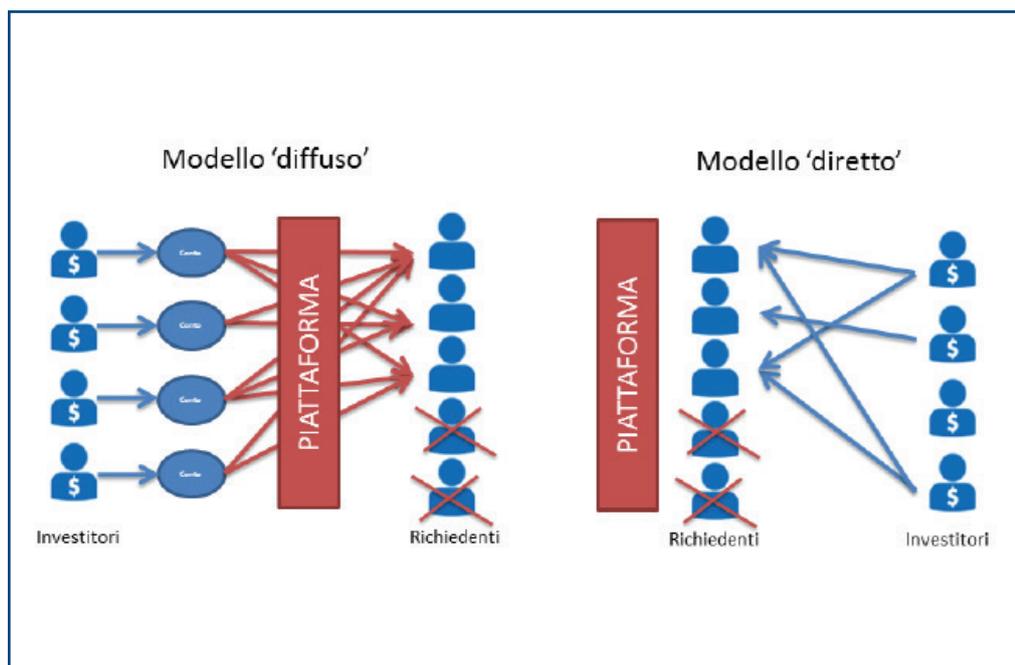
business plan iniziale. Nel corso degli ultimi 12 mesi monitorati si registrano nuovi casi di emittenti che hanno cessato le attività con una liquidazione a valle della raccolta chiusa con successo (si tratta in totale di 23 imprese fino al 30/6/2021) ma anche nuove *exit* (abbiamo un totale di 22 società immobiliari che avevano terminato il progetto e rimborsato gli investitori, più 14 imprese acquisite da investitori esterni, più 8 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.

Lending-based crowdfunding (social lending): le ‘regole del gioco’

I primi operatori di *lending crowdfunding* in Italia furono autorizzati ad operare da Banca d’Italia come intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario ed erogavano prestiti esclusivamente a persone fisiche. Successivamente, l’entrata in vigore del D.L. 11/2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC (Payment Service Directive), consentì a Banca d’Italia di meglio definire il contesto normativo inquadrando le piattaforme di *lending crowdfunding* sotto il ‘cappello’ degli Istituti di Pagamento (ex art. 114 septies del Testo Unico) incentivando la creazione di una nuova categoria di operatori, anche provenienti da settori non finanziari, attivi nell’esecuzione di ordini di pagamento. Gli Istituti di Pagamento sono tenuti a rispettare alcune delle disposizioni previste dal Codice Civile, dal TUB, dalla Delibera 1058 del 19/7/2005 del Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio (CICR) e dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento emanate dalla Banca d’Italia, rispetto al capitale minimo e patrimonio di vigilanza della società, alla struttura organizzativa (con controlli di primo, secondo e terzo livello), ai requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza di amministratori e sindaci.

Nel mese di novembre 2016, sempre Banca d’Italia ha pubblicato un nuovo provvedimento (Delibera 584/2016) recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, con l’obiettivo di fornire una prima cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale bancario. Il documento nella sezione IX identifica esplicitamente la filiera del ‘*social lending*’ ovvero *lending based crowdfunding*, finanziato da una pluralità di prestatori privati (piccoli risparmiatori o investitori istituzionali). L’attività del gestore del portale, viene specificato nel documento, è autorizzata, qualora sia inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento, mentre dal punto di vista del prestatore di fondi viene autorizzata la raccolta di fondi quando

Figura 2.7
I modelli del *lending crowdfunding*



prenditori e finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo valere il proprio potere negoziale nell'ambito di una trattativa personalizzata. L'Autorità di vigilanza ha comunque raccomandato fino ad oggi di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare l'esercizio abusivo dell'attività bancaria.

I portali di *lending* sono quindi inquadrati o come soggetti bancari o come intermediari vigilati o come istituti di pagamento italiani o europei (oppure in questo ultimo caso come loro agenti). Come affermato nelle pagine precedenti, in base al nuovo Regolamento europeo ECSP le piattaforme che gestiscono prestiti alle imprese raccogliendo su Internet saranno equiparate alle piattaforme di *equity crowdfunding*.

Dal punto di vista contrattuale il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato si configura ai sensi degli articoli 1813 e seguenti del Codice Civile come un 'contratto di mutuo' per mezzo del quale una parte mette a disposizione dell'altra 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.

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 possono essere diversi. Due sono i modelli dominanti attualmente nel mercato, descritti dalla Figura 2.7: 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. 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 maggiormente 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.

Dal 2018 i proventi da investimento nel '*social lending*' ottenuti da persone fisiche scontano la ritenuta a titolo definitivo con aliquota 26%, come già accade per altri proventi finanziari quali dividendi e cedole di obbligazioni. Va segnalato però che la ritenuta può essere applicata solo da intermediari finanziari iscritti all'albo o da un istituto di pagamento (artt. 106 e 114 del TUB); i gestori di portali che agiscono come agenti di un altro istituto di pagamento terzo sono esclusi.

Ovviamente, la novità più rilevante per il 2021 è la nuova normativa europea ECSP (si veda il Box 2.1 a pagina 22) che introduce un processo di autorizzazione anche per le piattaforme *crowdfunding* di *business lending* equiparandole sostanzialmente a quelle *equity*.

Lending-based crowdfunding: i portali attivi

Alla data del 30 giugno 2022 risultavano operative sul mercato italiano 30 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 20 sono specializzate su operazioni nel *real estate*. L'elenco è riportato nelle Tabelle 2.4 e 2.5. Nel gruppo includiamo anche 3 piattaforme nate all'estero che pure operano sul mercato italiano con sezioni specificatamente dedicate a PMI e investitori residenti. A titolo informativo, si sottolinea che tutte le piattaforme censite utilizzato il modello 'diretto' nell'erogazione dei finanziamenti.

Tabella 2.4

I portali di *lending crowdfunding* italiani attivi alla data del 30/6/2022 nei prestiti alle imprese per progetti non immobiliari

(*) = raccolta via *web* al momento non attiva in Italia

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	-
It.october.eu	October Italia srl / October SA	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
Theartfinance.com	The Art Finance SpA SB	Agente istituto di pagamento	Cultura

Tabella 2.5

I portali di *lending crowdfunding* italiani attivi alla data del 30/6/2022 nei prestiti alle imprese per progetti immobiliari

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
Crowdestate.eu/home	Crowdestate AS	Istituto di pagamento
Demetralending.com	Demetra Lending Srl SB	Agente istituto di pagamento
Housers.com/it	Housers Global Properties PFP SL / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Invest4italy.com	2020 Capital Srl	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
Itslending.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
Relender.eu	RE-Lender SpA / Pay Area (MytripleA Finanziaciòn PFP SL)	Agente istituto di pagamento
Rendimentoetico.it	Rendimento etico Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Starcrowd.it	Starcrowd Srl	Agente istituto di pagamento
Trusters.it	Trusters Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento
Valorecondiviso.it	Valore Condiviso Srl	Agente istituto di pagamento

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

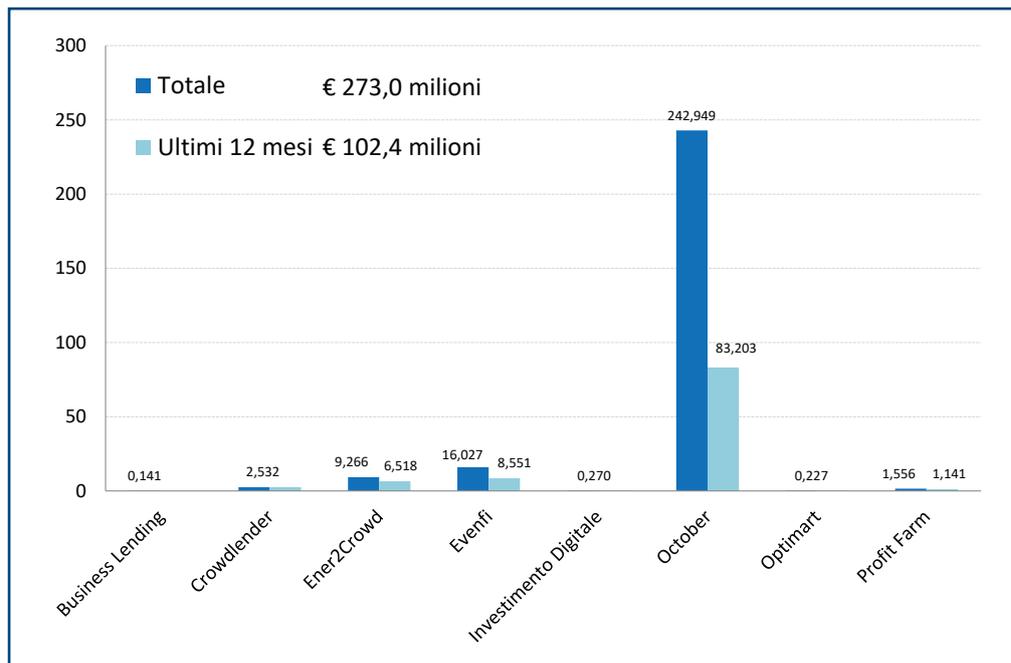


Figura 2.8

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane non immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in milioni di euro. Fonte: dati forniti dalle piattaforme

di *crowdfunding*, limitando l'attenzione a chi raccoglie capitale su Internet da piccoli investitori, anche se non in modo esclusivo. Ricordiamo, quindi, che le piattaforme di Credimi e Opyn vengono classificate nella sezione dedicata alle operazioni di *direct lending* (si veda il Capitolo 4).

La Figura 2.8 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 € 273,0 milioni, con un contributo dell'ultimo anno pari a € 102,4 milioni. Il primo semestre del 2022 è andato discretamente, con un flusso di € 47,8 milioni, in linea con i semestri precedenti.

Fra le piattaforme attive da più tempo, October opera in Francia, Italia, Spagna, Olanda e Germania; dal 2017 è attiva sul territorio nazionale attraverso October Italia Srl. Il valore cumulato dei prestiti fino al 30/6/2022 era pari a € 242,9 milioni, di cui € 83,2 milioni negli ultimi 2 semestri, attraverso 442 prestiti. L'importo significativo si spiega considerando il particolare modello di *business*: October opera sia attraverso la raccolta da *retail* su Internet, sia attraverso un fondo chiuso di credito riservato ad investitori professionali. Le richieste di finanziamento approvate ricevono un *commitment* iniziale da parte del fondo, il quale copre il 51% del prestito richiesto e si impegna a coprire la quota eventualmente non sottoscritta dalla 'folla' di Internet. Ne consegue che, per essere precisi, le metriche attribuite a October comprendono anche i fondi raccolti non in *crowd*. Al secondo posto troviamo EvenFi (già Criptalia) con € 16,0 milioni complessivi all'attivo, di cui € 8,6 milioni nell'ultimo anno (su 109 progetti). 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 che EvenFi utilizza *blockchain* pubbliche e *token* digitali per rendere gli investimenti sicuri e sempre disponibili.

Segue 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). L'importo complessivo erogato al 30/6/2022 era € 9,3 milioni, di cui € 6,5 milioni negli ultimi mesi, attraverso 34 progetti finanziati. Ener2Crowd segnala che le tonnellate di CO₂ evitate e non immesse nell'atmosfera grazie ai progetti finanziati nell'ultimo anno sono 2.450, equivalenti a circa 250.000 alberi piantati. Come misura aggiuntiva di compensazione, Ener2Crowd per conto dei suoi investitori partecipa a progetti di riforestazione che negli ultimi 12 mesi si sono tradotti in 9.171 nuovi alberi.

Box 2.3

Casi di PMI finanziate attraverso il *lending crowdfunding*

Acqua Azzurra Srl

Si tratta di una società siciliana di itticoltiva che ha iniziato la propria attività nel 1991. La sostenibilità ambientale è al centro del *business* di Acqua Azzurra, che pone particolare attenzione all'utilizzo e alla ricerca di materiali altamente biodegradabili e allo sfruttamento di fonti energetiche rinnovabili. Nel 2022 l'impresa si è rivolta alla piattaforma *lending* Ener2Crowd, chiedendo un finanziamento di € 300.000 (con un massimo di € 400.000) per l'acquisto e l'installazione di un impianto fotovoltaico presso la propria sede a Pachino (SR). L'operazione è stata suddivisa in due campagne, condotte parallelamente sul portale: la prima di tipo *bullet* con durata 12 mesi e tasso d'interesse base annuo del 6,5%; la seconda con un ammortamento del capitale alla francese, con durata 24 mesi ed un interesse base annuo pari al 7%.

SEA Soluzioni Eco Ambientali Srl

È un'azienda nata nel 2013 a Villanova Canavese (TO), specializzata nei servizi di igiene ambientale tra i quali: raccolta rifiuti urbani e speciali, trasporto rifiuti, pulizie mercatali, spazzamenti manuali e meccanizzati, lavaggi e sanificazioni stradali. Nel giugno 2022 la società ha ottenuto due prestiti sulla piattaforma Evenfi di € 80.000 ciascuno al tasso d'interesse annuo dell'8,5% al fine di finanziare tre progetti: (i) l'implementazione di una *pipeline* analitica, procedure di *data quality* e disegno di un piano di *data enrichment*, (ii) digitalizzare i processi aziendali e (iii) il progetto SEA Digital Warm-Up. Il primo prestito (finanziato da 645 investitori) è di tipo 'bullet' e scade dopo 12 mesi. Il secondo (finanziato da 274 investitori) dura 24 mesi, è 'amortising' ed è garantito per il 93% da una cambiale.

Sviluppo Immobiliare Srl

Si tratta di un'operazione immobiliare che nel marzo 2022 ha raccolto sulla piattaforma *lending* Trusters un importo totale di € 300.000 da 297 finanziatori. Il progetto è un'operazione di sviluppo, previa urbanizzazione, in un'area edificabile a Trecate (NO). La società è forte di un accordo già stipulato con una catena internazionale di ristorazione, la quale procederà all'acquisto dell'immobile una volta terminati i lavori per poi adibirlo all'attività di ristorazione. La durata dell'investo è di 9 mesi, con un rimborso del prestito previsto a metà dicembre 2022 e con un ROI stimato pari a 7,50 % (10% annuo).

SC Italia Srl

L'obiettivo di questa campagna è la riqualificazione di una villa d'epoca del 1939 a Lecco, vicina al centro storico e al lungolago. Il progetto prevede la ristrutturazione della palazzina (con particolare attenzione al risparmio energetico) e la successiva realizzazione di 5 unità immobiliari. La campagna sul portale di *lending crowdfunding* Bridge Asset si è conclusa lo scorso febbraio raccogliendo €350.000 da 117 investitori, a fronte di un importo minimo pro capite richiesto pari a € 1.000. La durata stimata dell'investimento è pari a 12 mesi, con un ROI atteso del 9%. Al momento del lancio della campagna, SC Italia, la società proponente, vantava all'attivo già due finanziamenti ottenuti tramite la piattaforma.

Crowdlender è la piattaforma di *lending* di Opstart, portale autorizzato di *equity crowdfunding*. Negli ultimi 12 mesi ha promosso 17 campagne raccogliendo € 2,5 milioni. I progetti in genere 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.

Le altre piattaforme sono operative da poco e, come evidenzia la Figura 2.8, vantano una raccolta ancora contenuta. 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 € 1,1 milioni da 10 campagne. 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. Nel 2022 ha raccolto nel primo semestre di attività € 226.900 da 18 progetti.

Infine, abbiamo le piattaforme di Investimento Digitale (che ha condotto la sua prima campagna nel 2022 raccogliendo € 270.000) e di Business Lending (che dopo avere proposto le prime 3 campagne nel 2021 non risulta avere lanciato nuove offerte).

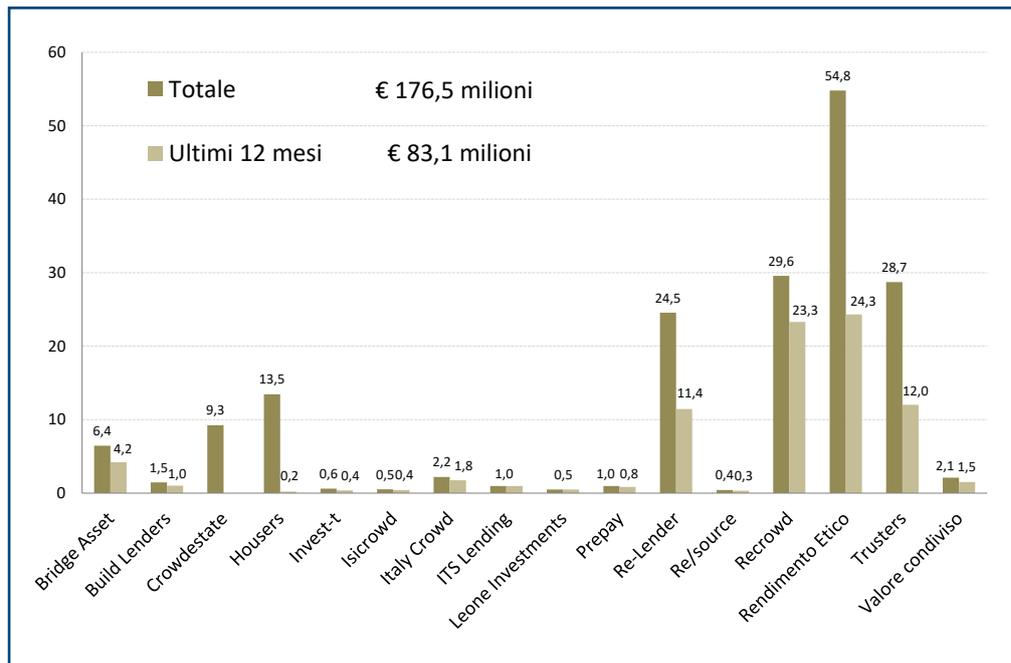


Figura 2.9

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2022: valori totali e flusso annuale in milioni di euro. Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Focalizzando sul comparto *real estate*, la Figura 2.9 riporta invece le statistiche per le piattaforme immobiliari. Per le piattaforme trans-nazionali Crowdestate e Housers i numeri sono riferiti alle sole campagne su progetti immobiliari localizzati in Italia.

L'erogato negli ultimi 12 mesi analizzati è stato pari a € 83,1 milioni (+57% rispetto all'anno precedente), il che porta i finanziamenti cumulati totali a € 176,5 milioni. Il contributo dei primi 6 mesi del 2022 è stato pari a € 48,1 milioni, in buona crescita rispetto ai periodi precedenti.

La piattaforma *leader* rimane Rendimento Etico, che ha raggiunto da inizio attività una raccolta cumulata pari a € 54,8 milioni e ha superato le 150 campagne pubblicate. Nell'ultimo anno il flusso di raccolta è stato pari a € 24,3 milioni con 73 progetti chiusi con successo. Rendimento Etico è nata con l'obiettivo di supportare finanziariamente la 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, per poi completare il progetto riconoscendo un *bonus* a eventuali aziende creditrici.

Sul podio troviamo poi Recrowd e Trusters. Recrowd è arrivata a € 29,6 milioni raccolti, di cui € 23,3 milioni nell'ultimo anno (relativi a 46 progetti pubblicati). Va segnalato che nel 2022 ha formalizzato un accordo con due società del gruppo Gabetti (Abaco e Patrigest) che si occupano di verificare le proposte attraverso una *due diligence* tecnica e finanziaria. Trusters è terza con € 28,7 milioni, di cui € 12,0 milioni negli ultimi 12 mesi, ma è quella che ha pubblicato più progetti, superando la soglia di 200. Da poche settimane è stata finalizzata l'acquisizione della maggioranza del capitale da parte della piattaforma di *equity crowdfunding* CrowdFundMe.

Nell'ultimo anno si distingue per la raccolta Re-Lender, piattaforma specializzata sulle operazioni di 'riconversione', in realtà non solo nell'immobiliare (categorie Re-Urban, Re-Build, Re-Green), ma in generale anche in progetti industriali (categorie Re-Start e Re-Digital). Il totale della raccolta ammonta a € 24,5 milioni (toccata la soglia di 100 progetti pubblicati), di cui € 11,4 milioni negli ultimi 12 mesi considerati.

Le due piattaforme di matrice estera sembrano invece essere state soppiantate dalle concorrenti italiane. Crowdestate (nata in Estonia nel 2014) non risulta aver portato sulla piattaforma alcun progetto nuovo in Italia negli ultimi 2 semestri, mentre la spagnola

Housers ha chiuso un unico progetto, da € 0,2 milioni. La loro raccolta cumulata è quindi praticamente invariata.

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

Bridge Asset ha raccolto € 4,2 milioni da 16 progetti (tutti localizzati in Lombardia e Puglia) negli ultimi 12 mesi. Build Lenders si è invece focalizzata su Lazio ed Emilia Romagna, oltre che sulla Lombardia; il flusso di raccolta nello stesso periodo è stato di € 1,0 milioni da 9 campagne concluse.

Invest-t ha chiuso 6 campagne nell'ultimo anno, tutte in Lombardia, raccogliendo € 367.000. Isicrowd si attesta su valori simili (4 campagne localizzate in Campania, raccolta annuale € 417.800). Italy Crowd spazia in tutta Italia e porta all'attivo 13 nuove campagne chiuse, con € 1,75 milioni raccolti; si propone come piattaforma 'nativa *blockchain*' poiché tutte le operazioni presentate sulla piattaforma sono inserite in un registro digitale decentrato e inalterabile.

ITS Lending è una nuova piattaforma che ha deciso di focalizzarsi su progetto 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. Nel suo primo anno di attività ha generato 17 campagne chiuse, con una raccolta di € 959.600. Anche Leone Investments è una nuova piattaforma; per ora ha all'attivo un progetto su Roma che ha raccolto € 500.000.

Prepay aggiunge al suo *track record* 9 campagne, molte della quali relative a riqualificazioni energetiche, con una raccolta di € 833.637; sulla piattaforma trovano spazio anche progetti industriali.

Re/source ha concluso 3 nuove operazioni raccogliendo € 320.300 mentre Valore Condiviso aggiunge 8 progetti, tutti nell'area metropolitana di Milano, con € 1,5 milioni. Nella Figura 3.4 mancano i dati per Crowd2Be e Demetra Lending perché al 30/6/2022 mostravano una campagna aperta in raccolta ciascuna, senza nessuna campagna chiusa in precedenza. Crowd2Be è una piattaforma generalista mentre Demetra Lending si propone nella filiera dell'*impact investing*; una parte dei rendimenti generati dai progetti viene infatti destinata a iniziative benefiche.

Fra le 'new entry', Starcrowd e Invest4Italy non avevano ancora pubblicato campagne al 30/6/2022.

Lending-based 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 prevalentemente a micro-imprese, se non addirittura a società di persone, 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.

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 2.3 a pagina 34 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 evidenziare l'*invoice trading* quale uno dei comparti a più alto tasso di crescita nella finanza alternativa per le PMI e l'unico dove i volumi in Italia non sfigurano rispetto a quelli europei.

Secondo lo European Payment Report 2022 di Intrum¹ il 41% delle aziende europee intervistate ha sottolineato come il ritardo nei pagamenti da parte dei clienti abbia impedito la crescita della società; il 26% ha manifestato la preoccupazione che i pagamenti tardivi oltre la scadenza rappresentino una seria minaccia per la sopravvivenza dell'impresa. Ben il 60% del campione si è detto preoccupato che il rischio di ricevere pagamenti tardivi cresca nel breve termine a causa dell'inflazione e della regolamentazione. Il 71% del campione intervistato ritiene che le grandi imprese abbiano la responsabilità di effettuare per tempo i pagamenti nei confronti dei *business* più piccoli.

Simmetricamente, molte imprese hanno dovuto accettare tempi di incasso maggiori dai loro clienti. Il 'paradosso' sta nel fatto che, nel 33% dei casi, l'impresa paga i propri fornitori con tempi più dilatati rispetto a quanto preteso dai propri clienti

Il 62% delle PMI in Europa (il 60% in Italia) si sono dichiarate "più che mai preoccupate" rispetto alla capacità di solvibilità dei propri clienti e il 37% (il 41% in Italia) ritiene che questo rischio sia una minaccia per la propria crescita futura. Il 41% delle imprese italiane intervistate pensa che sia necessario un altro anno per non avere più alcun tipo di impatto da parte della pandemia sui vari *business*. La buona notizia è che in Italia il tempo medio di pagamento delle fatture B2B è ritornato a scendere, secondo Intrum, passando da 54 giorni a 37 giorni.

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.

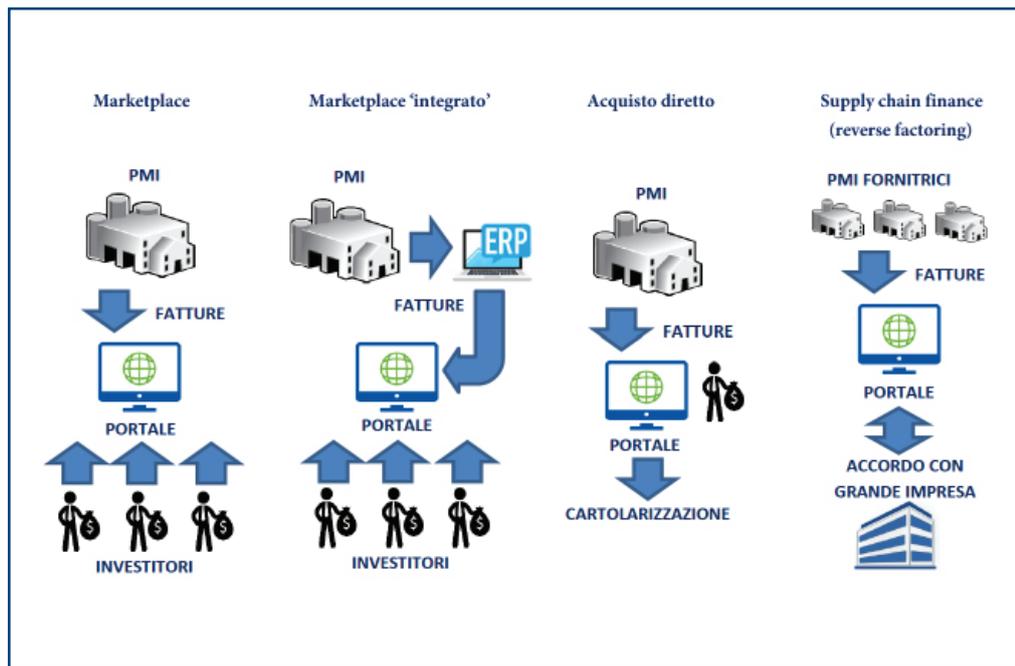
Si tratta di un'operazione comunemente offerta dalle società specializzate nel *factoring*, che offrono alle imprese l'opportunità di smobilizzare i propri crediti affidandoli a organizzazioni specializzate nella loro gestione.

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 in-

¹ www.intrum.com/publications/european-payment-report/european-payment-report-2022/

Figura 3.1
 I modelli delle
 piattaforme di *invoice*
trading



viate 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, come ad esempio accaduto nel Regno Unito con il Business Contract Terms – (Assignment of Receivables) Regulations 2018. La proposta è stata avanzata formalmente dall'associazione ItaliaFintech.

I portali attivi

Alla data del 30 giugno 2022 risultavano attivi in Italia 13 operatori nell'*invoice trading*: Anticipay (gruppo Zucchetti), Cashinvoice, CashMe, Clevera, Crescitalia, Crowdcity, Demetra Capital, Fifty, Finanza.tech, Incassa Subito (gruppo TeamSystem), Italia Comfidi, MyCreditService, Polaris (gruppo TXT) e Workinvoice. L'anno scorso avevamo censito 12 piattaforme; sono usciti dalla lista 0km-Finance (non operativo) e Fifty (acquisita da Credito Fondiario, ora Banca CF+, ed è a tutti gli effetti diventata un applicativo della banca per il prodotto *factoring*). Sono invece entrati i portali di Crowdcity (in questo caso è un rientro), Finanza.tech e Italia Comfidi.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Due piattaforme (Clevera e Workinvoice) prevedono 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 particolare 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
Cashinvoice.it	Cashinvoice Srl	Marketplace	> € 5.000
Cashme.it	CashMe SpA	Marketplace	> € 5.000
Clevera.biz	Clevera Srl	Asta	> € 5.000
Comfidi.it	Italia Com-fidi Scarl	Marketplace	Nessun limite
Crescitalia.com	Crescitalia Holding 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
Mycreditservice.com	Credit Service Srl	Marketplace	Nessun limite
Polaris.txtgroup.com	TXT Working Capital Solutions Srl (gr. TXT)	Supply chain finance	n.d.
Workinvoice.it	Workinvoice Srl	Asta	> € 10.000

Tabella 3.1

I portali di *invoice trading* italiani attivi alla data del 30/6/2022

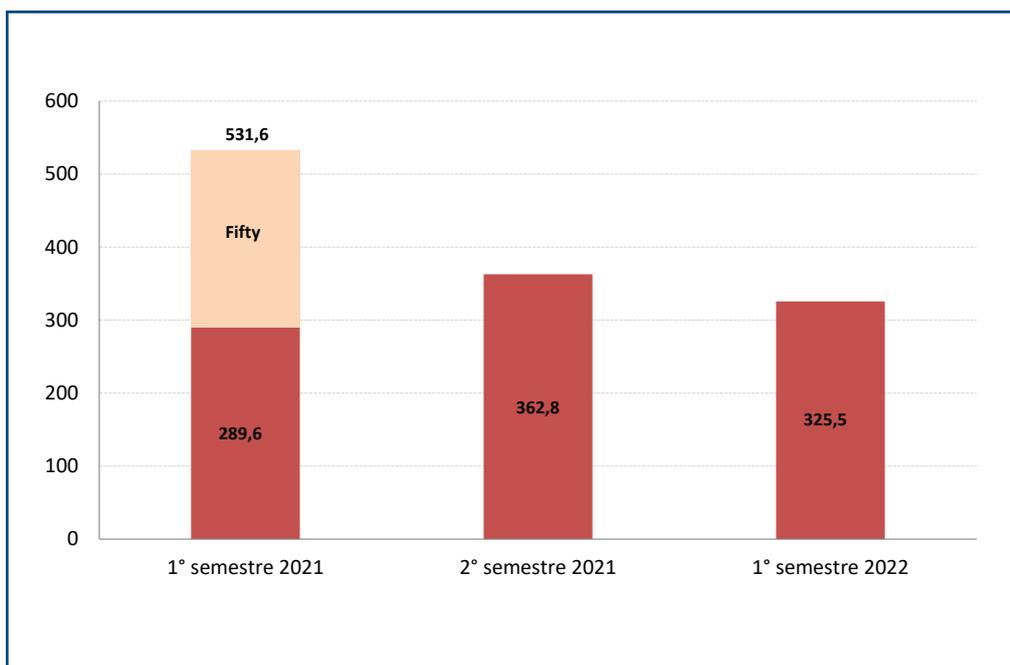
(*) > € 1.000 nell'ambito di rapporti continuativi e > € 10.000 per eventuali cessioni *spot*

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.

Tra le novità del 2022 segnaliamo l'entrata in funzione del veicolo di cartolarizzazione 'Invoice BeTech' di MyCreditService in collaborazione con Banca Valsabbina. Nell'ambito del mercato Buy Now Pay Later (BNPL) B2B, CahInvoice ha stretto una *partnership* con Allianz Trade, da cui è poi nata la piattaforma 'PausePay'.

Figura 3.2

Ammontare delle fatture cedute dalle piattaforme di *invoice trading* italiane negli ultimi semestri. Valori in € milioni. Fonte: informazioni fornite dalle piattaforme e stime del gruppo di ricerca



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). La Figura 3.2 sintetizza il progresso dei volumi di finanziamento gestiti dalle piattaforme attraverso la cessione delle fatture, escludendo quelli originati direttamente dal sistema bancario poiché si vuole focalizzare sui flussi provenienti dai canali della finanza alternativa. Essendo venuto a mancare il contributo di Fifty (che da sola aveva originato nel primo semestre del 2021 € 242 milioni) i dati non sono confrontabili rispetto al passato; abbiamo quindi riportato anche i volumi passati senza il contributo della piattaforma in questione.

Nel primo semestre del 2021 il controvalore delle fatture cedute era stato pari a € 531,6 milioni (€ 289,6 milioni escludendo Fifty). Nel secondo semestre saliamo a € 362,8 milioni mentre nel primo semestre del 2022 il valore scende a € 325,5 milioni. Va ricordato che nell'*invoice trading* c'è una certa stagionalità, legata al fatto che per molte aziende i bilanci ufficiali dell'anno precedente non sono disponibili prima di maggio/giugno, il che fa concentrare molte operazioni al secondo semestre.

Inoltre, per valutare correttamente l'offerta di risorse, va tenuto conto che la rotazione degli investimenti è abbastanza frequente: 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.

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 2021 Anticipay è diventata parte del gruppo Zucchetti, che ha integrato le soluzioni *fintech* di *invoice trading* nella propria offerta. Per *policy* aziendale il portale non fornisce dati sull'operatività.

CashInvoice

CashInvoice è un portale attivo da settembre 2017; è gestito dalla società Cashinvoice Srl, mediatore creditizio iscritto all'OAM (Organismo Agenti e Mediatori). Si qualifica come

piattaforma di comparazione, dove sono accreditati soggetti finanziari, come *factor*, banche e investitori istituzionali. Questi possono ‘navigare’ fra le diverse opportunità di acquisto delle fatture accettate dalla piattaforma, scegliendo dove investire.

Per le aziende è previsto un abbonamento annuale, con un pagamento di un canone (richiesto dopo la prima cessione); l’offerta prevede 8 diversi strumenti finanziari (fra cui *pro-soluto*, *pro-solvendo*, linea liquidità, *reverse factoring*) e la piattaforma individua le tipologie più adatte sulla base dei dati forniti dall’azienda.

CashInvoice ha stretto una *partnership* con ACP SGR, gestore di un fondo FIA dedicato, SMEs Alternative Credit (SMAC) Fund, qualificato come fondo ESG Art. 8 rispetto alla Tassonomia SFDR. Il fondo investe in cartolarizzazioni di crediti *pro soluto* di natura commerciale ceduti da micro-imprese e PMI.

A fine 2021 la piattaforma ha chiuso un *round* di finanziamento da € 500.000 sottoscritto da investitori privati e annunciato l’acquisizione di una partecipazione strategica in FlowPay, *startup* autorizzata da Banca d’Italia per la semplificazione degli incassi e pagamenti di aziende e professionisti con soluzioni multibanca e multiconto, integrabili e flessibili.

Dallo scorso luglio, CashInvoice è *first mover* italiano nel Buy Now Pay Later B2B (BNPL) con ‘PausePay’, in *partnership* con Allianz Trade, cui è in carico la gestione dell’intero processo di valutazione del merito di credito. 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. Negli ultimi 12 mesi la piattaforma ha visto la cessione di fatture per un importo di € 45 milioni.

CashMe

La piattaforma CashMe è gestita dall’omonima società che da maggio 2018 è entrata a far 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 ora 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 recentemente 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 2022 la piattaforma ha registrato 2.714 fatture cedute per € 113 milioni, in netta crescita rispetto ai semestri precedenti.

Clevera

Si tratta di un nuovo portale, fondato da Ottavio Conigliaro, dove le PMI creditrici possono cedere a investitori istituzionali i loro crediti commerciali, scaduti e non scaduti oppure possono chiedere il pagamento anticipato al debitore a fronte di uno sconto (*dynamic discounting*). L’impresa può registrarsi anche come debitore, per l’attivazione di programmi a supporto dei propri fornitori.

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 investi-

Box 3.1

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*

Business Partner Srl

Business Partner è una società di Milano che opera nel settore B2B della distribuzione di materiale fotovoltaico nel campo delle energie rinnovabili. La clientela è essenzialmente composta da grossisti e rivenditori di materiale elettrico, raggiungibili attraverso la rete capillare dell'azienda sul territorio nazionale. Negli ultimi cinque anni, la società ha completato l'acquisizione di Solarday, marchio storico per il fotovoltaico in Italia, con un investimento mirato a far ripartire la produzione. Abbiamo intervistato Antonello Mallone, CEO dell'azienda, il quale ritiene che il servizio di anticipo fatture *online* (fornito nel caso specifico dalla piattaforma MyCreditService) sia sostanzialmente uno strumento ideale ed estremamente comodo per la gestione della liquidità. Lo stesso CEO ha poi sottolineato come il processo di valutazione del credito e le considerazioni riguardo alla fattibilità dell'operazione lato piattaforma siano decisamente rapide (in media 7 giorni a partire dal momento del caricamento della fattura sul portale).

Miliardo Yida Srl

Si tratta di un'azienda attenta ai principi della *circular* e *green economy*, con una lunga esperienza nel settore delle materie plastiche. La società si occupa di trattare gli imballaggi di scarto dei prodotti (provenienti da addetti alla raccolta, aziende manifatturiere, pubbliche amministrazioni e operatori della grande distribuzione) e di riconvertirli in materie prime come, ad esempio, granuli di materia plastica rigenerata, per la produzione di nuovi oggetti. 'Valerio' Chen Fule, amministratore dell'azienda, ci sottolinea come lo strumento dell'*invoice trading* (utilizzato attraverso la piattaforma Workinvoice) abbia permesso di gestire al meglio il fabbisogno di liquidità negli ultimi due mesi, venutosi a creare a seguito dell'accettazione di un ordine molto superiore alla media da parte di un importante nuovo cliente. Le principali caratteristiche che hanno portato alla scelta dell'*invoice trading* sono state comodità, semplicità e flessibilità.

Yotta Tecnologie Srl

La torinese Yotta Tecnologie è una Managed Security Services Provider (MSSP) specializzata in soluzioni di sicurezza informatica atte a proteggere il *business* e l'immagine aziendale. In un settore, come quello della *cyber-security*, caratterizzato da tempi di pagamento lato cliente che vanno generalmente dai 30 ai 90 giorni, Yotta Tecnologie ha trovato in CashMe il proprio 'partner finanziario'. Secondo Mariarosa Farinetti, CFO dell'azienda, i vantaggi chiave per la scelta di questo tipo di opportunità sono stati rapidità, chiarezza, trasparenza e flessibilità, contro la rigidità dei tradizionali canali bancari.

mento. 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 sulle singole cessioni.

Inoltre, CrescItalia opera nell'ambito del *reverse factoring*, dei finanziamenti a medio/lungo termine e dei *minibond*, vantando la strutturazione e gestione di 6 veicoli di investimento per oltre € 540 milioni.

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. La piattaforma è attualmente in corso di avvio.

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.

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.

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.

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.

MyCreditService

MyCreditService è una piattaforma tecnologica *multilevel*, basata su diverse componenti che collaborano ad una gestione integrata del credito commerciale. È gestito dalla società *startup* innovativa Credit Service Srl, 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 alla PMI un preventivo sulle condizioni di cessione. Dall'altra parte, gli acquirenti sono investitori professionali selezionati. Nel corso del secondo semestre del 2021, le fatture cedute tramite il portale sono state 114 per un importo totale pari a € 7,07 milioni. Il primo semestre del 2022 ha registrato invece una netta crescita, con 995 fatture cedute e un importo totale ceduto di € 34,98 milioni. Questi numeri sono essenzialmente dovuti all'entrata in funzione del veicolo di cartolarizzazione 'Invoice BeTech', con la piattaforma che operativamente è rimasta ferma per parte del secondo semestre del 2021 in attesa dello *startup* del veicolo stesso.

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.

Workinvoice

Operativa dal 2015, Workinvoice è una società *fintech* di servizi a valore aggiunto per le imprese, che mette in contatto risorse finanziarie e settore produttivo. Workinvoice ha sviluppato il primo mercato *online* in Italia di *invoice trading* e nel 2018 ha stretto una *partnership* industriale con Cribis (gruppo Crif). Nel 2020 ha lanciato un nuovo servizio di *reverse factoring* (Smart Reverse) ed insieme a Cribis, e con il supporto di PWC, il primo mercato europeo per la cessione dei crediti fiscali (TaxCreditPlace). La società è al centro di un ecosistema di istituti finanziari e banche, aziende *leader* di filiera, società produttrici di *software* gestionali e infrastrutture di soluzioni per la *supply chain*. Tra il 2020 e il 2021 Workinvoice ha accelerato la sua evoluzione in fornitore di servizi *plug & play* integrando la propria piattaforma con quelle di diverse importanti realtà come Banca Sella, Sparkasse, Azimut ed Enel X fornendo così ai loro clienti un accesso veloce alla liquidità tramite il proprio servizio digitale di anticipo fatture. Nel 2021 ha inoltre stretto un importante accordo con Ebury (la *fintech* del Gruppo Banco Santander che opera nel mercato *forex*) per supportare le aziende italiane nella gestione del rischio di cambio o se desiderano finanziare le loro importazioni in valuta. Oggi Workinvoice è in grado di fornire un prodotto finanziario *fully integrated* 'API-based' in 12 settimane e le linee di servizio offerte ai propri clienti sono le seguenti: (1) *marketplace* per i crediti commerciali, anche di singole aziende, (2) *marketplace* per crediti fiscali, (3) *marketplace* di *reverse factoring*, (4) integrazione con *e-invoicing* per la cessione dei crediti commerciali, (5) soluzioni *cross-border* in Europa per la gestione del rischio di cambio e finanziamento importazioni.

Nel primo semestre 2022 le fatture cedute tramite Workinvoice sono state 1.060 per un totale di € 85 milioni.

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 abituale 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*.



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 "Alternative Lender Deal Tracker" ha censito in Europa 443 operazioni di *direct lending* durante il secondo semestre del 2021, con un incremento del 33% rispetto al semestre precedente e dell'81% rispetto allo stesso periodo del 2020. Il Regno Unito continua a guidare il mercato con 139 *deal*, seguito da Francia (83) e Germania (73). Il *trend* positivo è continuato anche nel primo semestre del 2022, con 430 investimenti ma con un calo della raccolta dei fondi (€ 17,4 miliardi nei primi 6 mesi dell'anno; erano stati € 27 miliardi nello stesso periodo del 2021).

Il *report* di Deloitte prende in considerazione i 65 maggiori operatori 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 € 2,2 miliardi l'importo investito da questi soggetti nel debito delle aziende italiane, di grande e piccola dimensione nel 2021 (di cui € 746 milioni nel primo semestre e € 1,468 miliardi negli ultimi 6 mesi). Nel primo semestre del 2022 invece il flusso è sceso a € 531 milioni. Il 44% delle operazioni riguarda il *direct lending* mentre le altre si riferiscono a titoli obbligazionari; il 56% di tutti gli investimenti del 2021 riguarda le PMI ma in termini di volumi il contributo è ovviamente minore.

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. Tra 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.

Gli 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, come Azimut Direct, Credimi e Opyn.

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

- Anima Alternative SGR che a gennaio 2021 ha chiuso la raccolta del fondo di *direct lending* Anima Alternative 1; il fondo investe prevalentemente in strumenti di debito di PMI e *mid-cap* italiane e ad oggi ha già portato a termine 7 operazioni; fra gli investitori c’è il Fondo di Fondi di *private debt* del Fondo Italiano di Investimento e lo European Investment Fund (EIF);
- Anthilia Capital Partners SGR, uno dei ‘pionieri’ nel *private debt* italiano; costituita nel 2007, vanta più di € 800 milioni investiti nelle PMI domestiche. Ha all’attivo quattro fondi di *private debt* e nel corso del 2021 ha lanciato Anthilia ELTIF Economia Reale Italia, proprio dedicato alle PMI, che investirà nell’*equity* di aziende poco coperte dagli analisti e nel debito emesso da imprese d’eccellenza non quotate e che sarà eleggibile come ‘PIR alternativo’ rispetto ai vantaggi fiscali. È notizia dello scorso 28 ottobre il *first closing* del nuovo 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;
- Azimut Direct; è la piattaforma *fintech* nata dall’esperienza di Epic SIM, specializzata

Box 4.1

Casi di PMI finanziate attraverso il *direct lending*

Agrostar Srl

È una società di Bibbiano (RE) attiva dal 1977 nel settore dei servizi di progettazione e direzione lavori nel segmento dell'agricoltura e della sistemazione agraria; offre servizi innovativi e con alto contenuto di tecnologia agli agricoltori, per migliorare la produttività e ridurre i costi.

Nell'agosto 2021 ha concluso un'operazione di *direct lending* con Hedge Invest SGR per un valore di € 2 milioni. I proventi del finanziamento sono destinati a finanziare un processo di crescita e sviluppo per linee esterne nell'ambito della filiera agricola e del *food*. Il finanziamento, a tasso fisso e di tipo *senior unsecured*, ha una durata di 5 anni e un piano di rimborso su base trimestrale, dopo un periodo di preammortamento di 12 mesi.

C&G Capital ha agito in qualità di *financial advisor* e *arranger* dell'operazione.

Electric Srl

Electric è un'azienda costituita nel 2002 con sede in Pieve Emanuele (Milano), specializzata nella realizzazione e manutenzione di impianti elettrici e termomeccanici in edifici residenziali e uffici. A novembre 2021 la società ha ricevuto un prestito in *direct lending* da € 1,5 milioni dal fondo di investimento alternativo HI CrescItalia PMI, gestito da Hedge Invest SGR, con la consulenza di CrescItalia Holding Srl. Il prestito, a tasso fisso e di tipo *senior unsecured*, ha una durata di 5 anni e prevede un piano di rimborso su base trimestrale, dopo un periodo di preammortamento di circa 12 mesi. La società di consulenza Fomarte Srl ha agito in qualità di '*sole financial advisor*' di Electric e *arranger* dell'operazione. Gabriele Dalla Venezia, amministratore dell'azienda, ha evidenziato come la raccolta di mezzi freschi, insieme alla cassa già disponibile, consentirà ad Electric di ottimizzare il capitale circolante, migliorare le relazioni con i principali fornitori, efficientare la struttura interna e diversificare le fonti di finanziamento.

Wider Srl

Wider, cantiere navale nato nel 2010 ad Ancona e rilanciato recentemente dalla nuova proprietà con l'obiettivo di dedicarsi alla produzione di mega-yacht e catamarani dotati di sistema a propulsione ibrida, ha ottenuto nel giugno 2022 un finanziamento diretto da € 5 milioni tramite Azimut Direct, con scadenza 72 mesi. L'operazione, che nello specifico va a finanziare un'acquisizione, si inserisce all'interno di un ambizioso progetto di crescita della società, sempre più orientata all'innovazione e alla sostenibilità. Fabio Fraternali, CEO di Wider Yatch, ha sottolineato la soddisfazione per avere trovato un valido *partner* nella condivisione del piano di sviluppo futuro.

nell'accompagnare le PMI verso il mondo dei *minibond*, *direct lending*, *private* e *public equity*. Fra il 1/7/2021 e il 30/6/2022 Azimut Direct ha originato 76 prestiti in *direct lending* a vantaggio di 62 imprese che hanno raccolto € 133,6 milioni;

- Azimut Libera Impresa SGR, 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. Azimut Libera Impresa si propone con un portafoglio di numerosi prodotti di *private capital*, fra cui alcuni dedicati al *private debt* (Azimut ELTIF – Digital Lending e Digital Lending II; Antares AZ I, che investe in un ampio *range* di strumenti di debito emessi dalle PMI italiane, finalizzati al supporto, consolidamento e sviluppo delle proprie attività; AZ RAIF I – Absolute Performing Assets e Absolute Non-Performing Assets, dedicato agli investimenti in programmi di cartolarizzazione di *asset* illiquidi e complessi; Azimut Corporate Cash, specializzato in crediti garantiti al 100% dai Confidi). All'interno del gruppo Azimut esistono poi Azimut Capital Manager SGR e Azimut Investments S.A., gestori di altri fondi di *private debt*;
- Credimi, società fondata nel 2015, che ha ottenuto l'autorizzazione da Banca d'Italia a operare come erogatore di finanziamenti secondo l'articolo 106 del Testo Unico Bancario; dapprima ha operato come piattaforma di acquisto di fatture commerciali, ma oggi si concentra esclusivamente sul *direct lending* digitale. Tramite 'Credimi Assist', la piattaforma fornisce anche un servizio gratuito (previa registrazione) che aiuta la gestione delle finanze aziendali, fornendo una visione d'insieme, controllando i flussi in entrata e uscita e pianificando il processo di crescita nel rispetto delle norme europee PSD2 (Payments Service Directive). Nel giugno 2022 Credimi ha strutturato un'operazione

di cartolarizzazione da € 26,6 milioni, sottoscritta per € 25 milioni da Mediocredito Centrale e per € 1,6 milioni dalla stessa Credimi, per finanziare PMI aventi sede al Sud, accessibile per le società di persone e di capitale con almeno due anni di vita. Nel secondo semestre 2021 la piattaforma ha erogato finanziamenti diretti per € 200,5 milioni, cresciuti a € 254,8 milioni nel primo semestre 2022;

- Equita Capital SGR, che ha all'attivo in ambito *private debt* due fondi 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. Ad oggi, i due fondi risultano avere completato 19 investimenti;

- 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; attraverso il fondo Green Arrow Direct Lending la SGR è stata tra le prime autorizzate ad erogare finanziamenti *senior* a medio termine direttamente alle PMI. Al momento, per la parte *debt*, la piattaforma vede in totale 11 operazioni in portafoglio più 7 già rimborsate;

- 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;

- Muznich & Co SGR SpA, 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;

- 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 pagamento 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 secondo semestre 2021 la piattaforma ha erogato finanziamenti diretti per € 236,95 milioni, cresciuti a € 380,4 milioni nel primo semestre 2022;

- RiverRock con il fondo Italian Hybrid Capital Fund specializzato in operazioni di debito e *equity* per lo sviluppo delle PMI italiane, ora interamente investito;

- 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.

Fra le nuove iniziative del 2022, si può citare sicuramente quella di Merito SGR, un operatore italiano indipendente focalizzato nel *private debt*, che attualmente gestisce i fondi chiusi riservati Merito Prostate Debt e Antares AZ I (in delega).

Un altro caso è quello di 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.

Tra le novità, non dimentichiamo Endeka SGR SpA, che lo scorso luglio ha deciso di chiudere il primo *closing* per il fondo di debito Endeka Credito Italia I, focalizzato sui

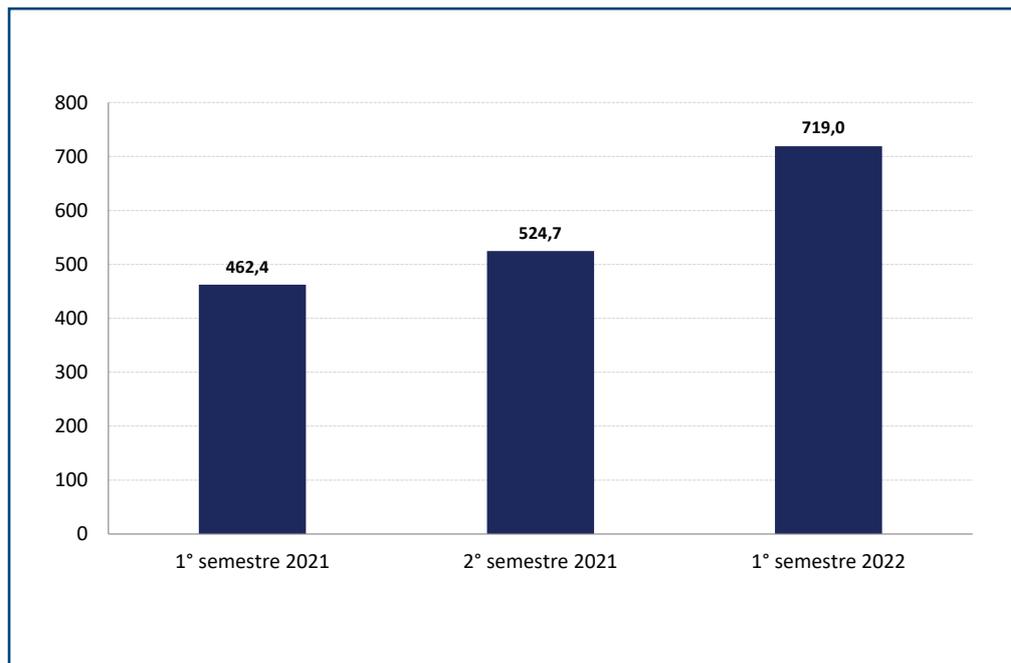


Figura 4.1

Flusso stimato degli investimenti di *direct lending* nelle PMI italiane. Dati in € milioni.

finanziamenti diretti alle PMI assistiti nella massima misura possibile dalla garanzia pubblica.

Ricordiamo che ci sono anche altre società di gestione europee con fondi di *private debt* che investono in Italia, ma quasi mai nelle PMI. Lo scorso febbraio Amundi ha annunciato il nuovo fondo Amundi ELTIF Private Investment Capital Opportunity destinato a investire in operazioni di *private equity* e *private debt*. Un altro segnale interessante è arrivato dal gruppo francese Eurazeo: da pochi mesi ha ottenuto dalla Banca d'Italia le autorizzazioni necessarie all'erogazione di credito diretto a imprese italiane.

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.

La Figura 4.1 ci mostra i flussi di investimenti stimati per le operazioni di *direct lending* a PMI italiane, sulla base dei nostri nuovi criteri di definizione che includono anche le piattaforme Azimut Direct, Credimi e Opy. Nel primo semestre 2021 siamo partiti da un flusso di € 462,4 milioni, cresciuto a € 524,7 milioni nel secondo semestre e balzato a € 719,0 milioni nel primo semestre 2022. La crescita sensibile è legata ai capitali provenienti da fondi di credito e investitori istituzionali, che vedono numerose opportunità nel mercato italiano. Le risorse a disposizione dei nuovi fondi in raccolta (*dry powder*) ci fanno pensare che nei prossimi mesi i flussi continueranno ad essere sostenuti.

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 facilmente ad imprese (come le PMI) che non hanno la possibilità di affrontare costi fissi elevati quando si affacciano sul mercato mobiliare. 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. ICOs e *token offerings*



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 ha dimostrato il recente clamoroso caso della piattaforma FTX.

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

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. 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.

La regolamentazione

Le autorità statali che vigilano sui mercati finanziari considerano il tema delle ICOs 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. All'interno dell'Unione Europea per ora si va in ordine sparso, nonostante nel 2020 la Commissione Europea abbia varato un progetto ambizioso per la 'finanza digitale' che prevede, fra l'altro, la regolamentazione dei *crypto-asset*.

Nel 2019 la Francia ha introdotto una legge specifica (Loi Pacte) che consente le ICOs, sotto la supervisione dell'autorità statale (AMF), ma il mercato non è mai decollato.

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, nel 2019 la Consob ha avviato una consultazione che mirava a raccogliere pareri su una possibile regolamentazione del fenomeno in Italia. L'esito è stato pubblicato nel 2020, in un rapporto che propone una definizione delle 'cripto-attività' e ipotizza la possibilità per i portali autorizzati di *equity crowdfunding* di ospitare offerte di *token* digitali, nonché l'opportunità di una regolamentazione dei listini secondari dove i *token* vengono scambiati. La prospettiva è che l'adesione al regime di regolamentazione sia facoltativa, con un meccanismo di *opt-in* che lascerebbe gli operatori liberi di scegliere se accedere o meno per il lancio in Italia di una ICO al regime derogatorio della normativa dettata per i prodotti finanziari.

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

Box 5.1
Gli *stablecoin*

Lo *stablecoin* è una valuta digitale ancorata stabilmente ad un'attività di riserva come il dollaro statunitense o l'oro. Questo tipo di strumento è pensato per ridurre la volatilità rispetto alle criptovalute non ancorate come i bitcoin. Di fatto, lo *stablecoin* è un 'ibrido' tra le criptovalute e le valute *fiat* che utilizziamo giornalmente. Esso serve tendenzialmente ad emulare una versione digitale/crittografica dell'*asset* che sta replicando. Questi strumenti rendono le transazioni teoricamente molto più certe ed eque, essendo vincolati ad un mezzo di scambio stabile.

Essendo una criptovaluta, gli *stablecoin* vengono gestiti attraverso una *blockchain* (la più diffusa è Ethereum). Tra i vari *stablecoin* esistenti nominiamo Theter (USDT, la più utilizzata), USD Coin (USDC) e Binance USD (BUSD), tutte ancorate al dollaro statunitense. Altri casi interessanti sono PAX Gold (PAXG), che replica il valore dell'oro ed è diventata molto popolare per via del fatto che l'oro, a differenza delle valute *fiat*, tende a non perdere valore nel tempo; citiamo anche EUR Neutrino (EURN), appartenente alla *blockchain* Waves ed ancorato all'euro.

Avendo dalla loro parte tutti i vantaggi (e svantaggi) caratteristici delle criptovalute, in aggiunta ad una ridotta volatilità rispetto a queste ultime, il più grande svantaggio del detenere *stablecoin* è rappresentato dal cosiddetto '*depeg*', ovvero dal fatto che questo strumento può perdere valore rispetto all'*asset* che replica: il fenomeno può essere sia temporaneo che permanente, con conseguenze disastrose nel secondo caso, rendendo impossibile il recupero totale o parziale del valore.

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; ecco la lista dei progetti ammessi alla sperimentazione:

- Habacus Srl: implementazione di una nuova modalità di certificazione della *performance* accademica degli studenti, funzionale alla richiesta di prestiti studenteschi;
- Cetif Advisory Srl, con il progetto 'O-KYC': modalità di espletamento degli obblighi di adeguata verifica della clientela posti in capo agli intermediari;
- ADM Capital Srl: piattaforma tecnologica rivolta agli intermediari finanziari che offre un servizio di valutazione del merito creditizio;
- Vidyasoft Srl: 'Hands-Free SCA', servizio evoluto di *fraud detection* per l'individuazione in tempo reale di frodi sui pagamenti digitali;
- CBI Scpa: *database* centralizzato alimentato dagli intermediari bancari/finanziari che sia di supporto alle verifiche da svolgere nelle operazioni di anticipo fatture;
- Flowbe Srl: 'PayBe', nuovo strumento di *smart payment* con l'obiettivo di semplificare le operazioni di pagamento;
- Mopso Srl: 'Amlet', sistema di identità digitale decentralizzato per la semplificazione di processi di *on-boarding* della clientela;
- Bibanca (gruppo BPER): 'QuiCash', prodotto di finanziamento tecnicamente simile alla delegazione di pagamento e sviluppato sulla cessione del quinto dello stipendio;
- Cetif Advisory Srl: nuova modalità di partecipazione a un fondo comune di investimento, gestito da Mediolanum Gestione Fondi SGR, mediante registro distribuito (DLT/*blockchain*);
- Cetif Advisory Srl: emissione e collocamento, in regime di affiancamento ai processi tradizionali, di quote di un OICVM mediante registro distribuito (DLT/*blockchain*);
- PerMicro SpA: implementazione di una piattaforma di *instant lending* per l'erogazione di finanziamenti di importo ridotto dedicati a coloro che riscontrano difficoltà nell'accesso al credito mediante sistemi tradizionali.

Si può notare che alcune proposte mostrano profili di interesse nel mondo della finanza alternativa per le PMI.

La sperimentazione avverrà in costante dialogo con le autorità di vigilanza (Banca d'Italia, CONSOB e IVASS), 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.

La situazione del mercato

Il 2017 è stato il primo anno di crescita esponenziale nel numero di ICOs a livello mondiale e nel volume di raccolta, confermata nel primo semestre 2018 ma poi frenata dall'andamento sfavorevole dei tassi di cambio delle criptovalute rispetto al dollaro durante i primi mesi dell'anno e soprattutto dalla crescente attenzione delle autorità pubbliche.

Nel 2017, secondo i dati di Strategy&/PWC ("6th ICO/STO Report"), sono state censite a livello mondiale 552 operazioni, con un controvalore di raccolta pari a circa \$ 7 miliardi. Nel 2018 sono state individuate 1.132 ICOs che hanno raccolto quasi \$ 20 miliardi. Negli anni successivi i valori si sono molto ridimensionati, con 380 offerte e \$ 4,1 miliardi raccolti nel 2019 e volumi ridottissimi dopo il 2020.

Diversi progetti si sono distinti per l'elevato importo raccolto e dichiarato, a livelli impensabili per i mercati della finanza tradizionale. È il caso del progetto EOS, una piattaforma di sviluppo per applicazioni decentrate 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).

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).

Le opportunità per il futuro

Non è facile stimare il flusso di risorse raccolte finora da imprese italiane attraverso le Initial Coin Offerings. Come detto, infatti, il più delle volte le campagne di raccolta ven-

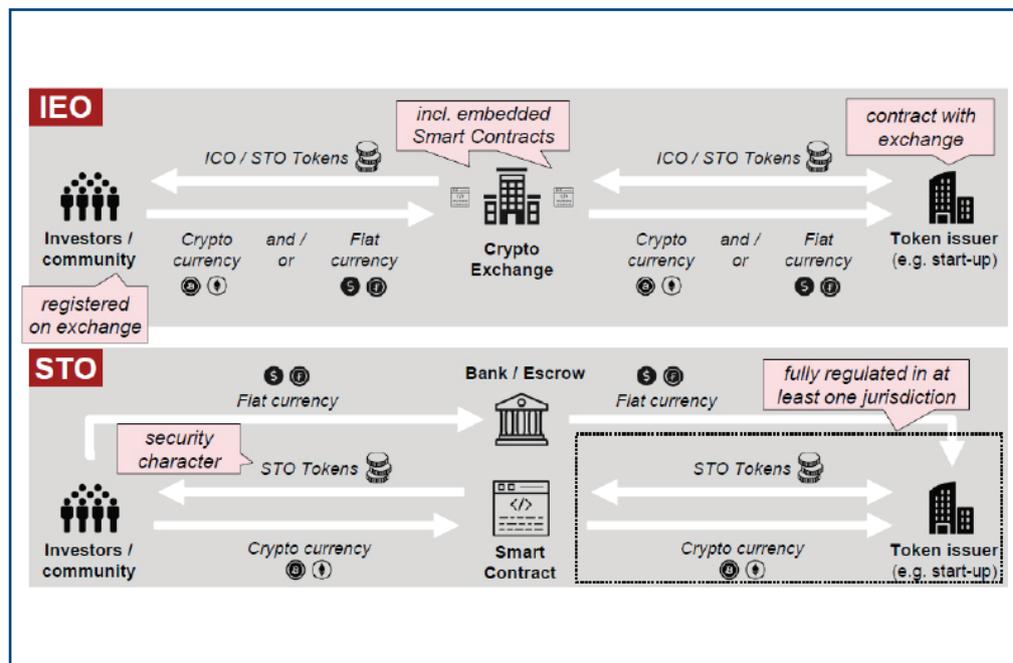


Figura 5.2
 Schema di una Initial Exchange Offering (IEO) e di una Security Token Offering (STO).
 Fonte: Strategy&, Pwc Network, 5th ICO / STO Report

gono organizzate da *team* composti da persone fisiche, non sempre provenienti dallo stesso Paese, in assenza di un veicolo societario già esistente e con riferimenti incerti ad una giurisdizione specifica (che mai è quella italiana).

In passato avevamo evidenziato i progetti più rilevanti promossi da *team* italiani: Eidoo (raccolta superiore a \$ 27 milioni), Thrive (\$ 26 milioni), Friendz (\$ 18 milioni), AidCoin (\$ 15,8 milioni). In totale i progetti censiti fino a quel momento erano 21. Negli ultimi 3 anni, coerentemente con il *trend* internazionale, non abbiamo trovato operazioni paragonabili nel mondo imprenditoriale. Invece, ha riscosso un certo interesse, anche in Italia, la moda dei Non-Fungible Token (NFT), che però riguarda solo marginalmente le imprese.

Per il futuro, pensiamo che una possibile regolamentazione delle offerte di 'cripto-attività', in funzione degli orientamenti delle autorità di vigilanza italiane descritti nelle pagine precedenti, sia il passaggio fondamentale per dare carburante ad un segmento che altrimenti rischia di rimanere ingessato dalle incertezze regolamentari. Il tema della 'tokenizzazione' degli *asset* finanziari è un'opzione interessante da analizzare; ne è prova il buon numero di nuove *startup* che nascono per avviare sperimentazioni e progetti in questo campo, nonché le grandi banche e istituzioni finanziarie che sempre più esplorano questo mondo innovativo.

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 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 sta prendendo piede, tanto è vero che negli ultimi mesi imprese come Eni e Brembo 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, diritti di *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 2022.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte e di società investite. Il 2021 è andato molto bene, con oltre € 14 miliardi investiti in 654 investimenti su 488 imprese diverse, di cui la grande maggioranza in progetti infrastrutturali e grandi *buyout*. I dati parziali del primo semestre del 2022 sono anch'essi molto positivi rispetto al passato, anche se AIFI evidenzia un calo della raccolta dei fondi, che potrebbe condizionare negativamente sul futuro. In 6 mesi sono stati investiti quasi € 11 miliardi, in 338 *deal*, con una forte crescita rispetto al primo semestre 2021 in tutti i comparti, tranne l'*expansion capital*. Il 39% degli investimenti sono localizzati in Lombardia; i settori più rappresentati sono l'ICT (22,8%) e i beni/servizi industriali (11,8%).

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: *early stage* ed *expansion*, dove avviene un aumento di capitale di solito. Le operazioni di *buyout* invece riguardano in genere acquisizioni di quote già esistenti.

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *early stage*, 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 371 nel 2021) sia nel flusso di investimento (€ 587 milioni, *record* degli ultimi tempi). Anche il 2022 è partito bene, con 210 operazioni per € 442 milioni. 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 innovative' 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) il *trend* si conferma decisamente

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/it/associati/ è possibile osservare l'elenco degli operatori nel mondo del *private equity* e del *venture capital* attivi in Italia

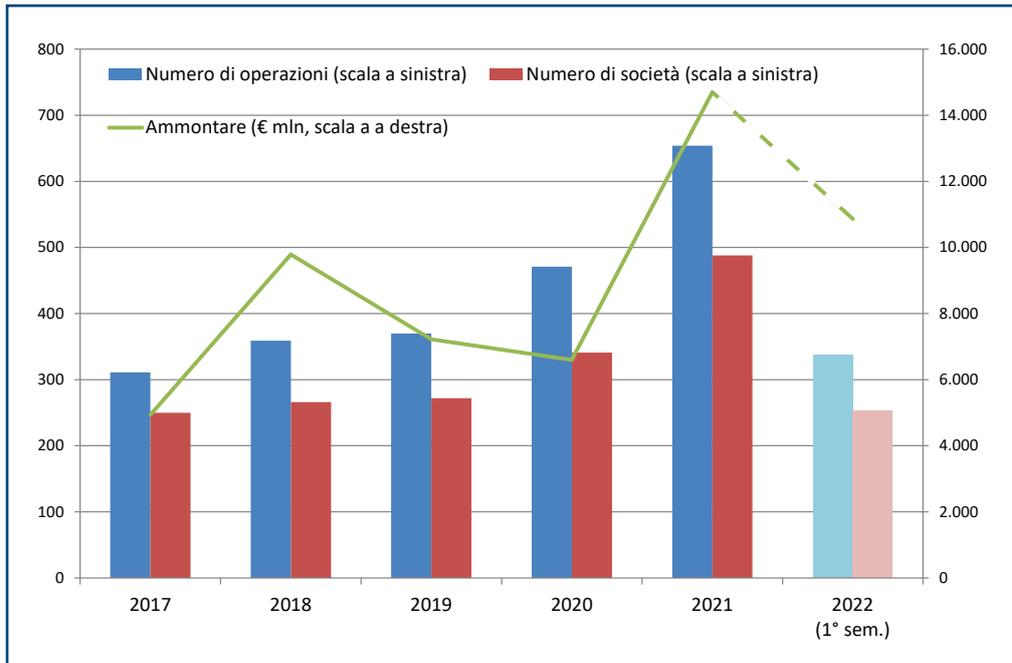


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio dei fondi di *private equity* e *venture capital*: i dati italiani dal 2017 al primo semestre 2022.

Fonte: AIFI

inadeguato rispetto al potenziale italiano, soprattutto per il numero di operazioni. Nel 2021 AIFI ha registrato 60 *deal* con € 858 milioni investiti (in aumento rispetto al 2020 ma sugli stessi livelli del 2018 e del 2019). Il 2022 non ha portato buone notizie con solo 15 *deal* e € 186 milioni investiti. Sembrano dunque confermati 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 2021 i flussi dei disinvestimenti sono tornati a crescere, ma il clima di incertezza del 2022 e l'aumento dei tassi di interesse (che di solito impatta negativamente sul mercato M&A) non lasciano ben sperare. 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 *management buyout* (MBO). I *write-off*, contestuali al fallimento del progetto imprenditoriale e alla perdita dell'investimento sono stati il 2% del totale (meno dell'1% rapportato al valore disinvestito).

Le prospettive nel breve termine sembrano potenzialmente favorevoli per i mondi del

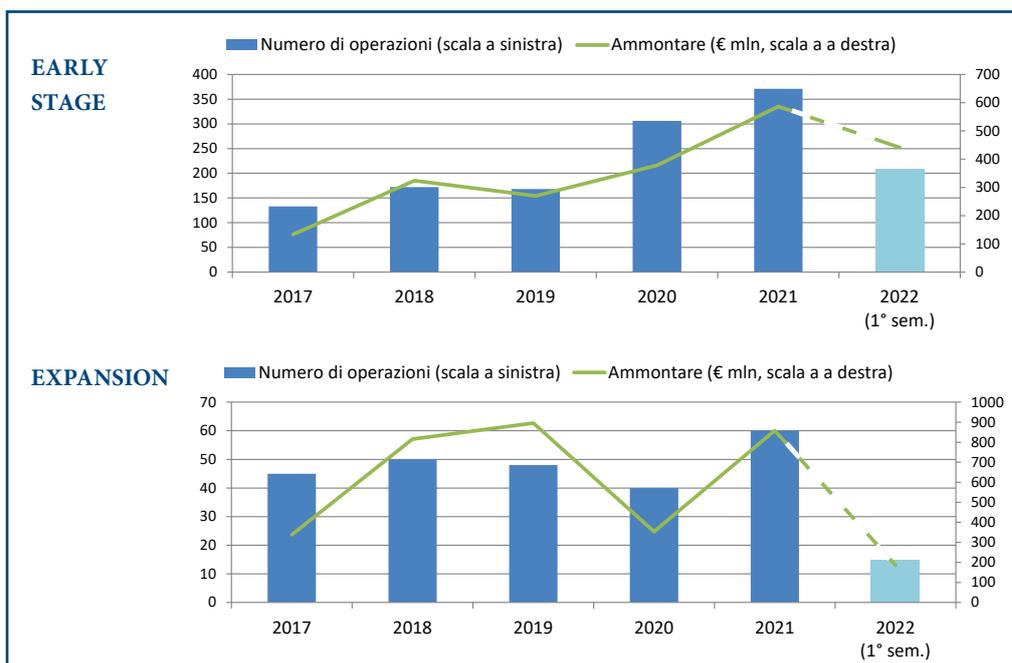


Figura 6.2

Focus sugli investimenti in *early stage* e *expansion*.
Fonte: AIFI

Box 6.2Casi aziendali
di *venture capital* e
*private equity***Aindo Srl**

Fondata nel 2018 come *spinoff* della SISSA – Scuola Internazionale Superiore di Studi Avanzati e con sede nell'AREA Science Park di Trieste, Aindo ha sviluppato soluzioni di intelligenza artificiale applicabili nei settori più disparati.

Nel novembre 2021 Aindo ha raccolto un investimento di € 2,8 milioni dal fondo Vertis Venture 3 Technology Transfer, che sarà formalizzato in più *tranche* fino al 2024. L'accordo prevede le classiche clausole utilizzate nel mondo del *venture capital*: diritti di co-vendita, diritti di trascinarsi, *liquidation preference*.

Secondo il CEO di Daniele Panfilo “l'investimento da parte del fondo ci consente di intensificare tutte le attività. Stiamo costituendo uno dei migliori *team* di intelligenza artificiale in Europa, se non nel mondo. Miglioreremo le nostre attività di ricerca e sviluppo, investiremo su *business* e comunicazione, al fine di poter informare sempre meglio società e istituzioni riguardo le infinite possibilità offerte dalle nostre soluzioni”.

FRIEM SpA

Fondata da Angelo Pagliai nel 1950, la Fabbrica Raddrizzatori Impianti Elettrici Milanese (FRIEM) è cresciuta negli anni fino a diventare un attore mondiale nel mercato dei convertitori di energia elettrica per impianti di grande potenza. Oggi ha tra i suoi clienti primari gruppi industriali italiani ed esteri tra cui De Nora, Enel Eni, Alcoa, ThyssenKrupp e Glencore; i ricavi ammontano a oltre € 30 milioni, di cui più del 90% realizzato all'estero.

Lo scorso aprile Fondo Italiano d'Investimento SGR, attraverso il Fondo Italiano Tecnologia e Crescita, ha investito in FRIEM sottoscrivendo una quota di minoranza, attraverso un aumento di capitale riservato da circa € 7,5 milioni, per accelerare crescita e investimenti.

“È per noi motivo di grande orgoglio e forte motivazione avere il Fondo Italiano di Investimento al nostro fianco” afferma Lorenzo Carnelli, CEO. “Negli ultimi cinque anni la nostra crescita è stata costante e oggi riteniamo di avere le carte in regola per poter cogliere gli sviluppi del mercato dell'idrogeno verde”. Anche grazie all'investimento, da poche settimane FRIEM ha acquisito l'americana DynAmp, *player* internazionale nella produzione di sistemi di misura di corrente continua.

private equity per le PMI e del *venture capital*. Sono ormai operativi nuovi fondi che si qualificano come ELTIF (European Long Term Investment Funds) e/o come 'PIR alternativi'. Vanno segnalati anche gli investimenti di fondi di fondi, come il FOF Private Equity Italia di Fondo Italiano d'Investimento SGR, che ad oggi ha investito in 11 fondi per un totale di € 300,8 milioni.

Il potenziale di sviluppo è significativo ricordando che, sulla base degli ultimi dati del 2021 forniti da Invest Europe³, in Italia gli investimenti nel *growth capital* e nel *venture capital* ammontano rispettivamente allo 0,058% e 0,02% del Prodotto Interno Lordo (PIL). In Germania i valori sono 0,120% e 0,111% mentre in Francia troviamo 0,297% (cinque volte tanto) e 0,122% (sei volte tanto).

Come affermato un anno fa, pensiamo che i fondi del PNRR siano un'occasione irripetibile per trascinarsi 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

³ www.investeurope.eu

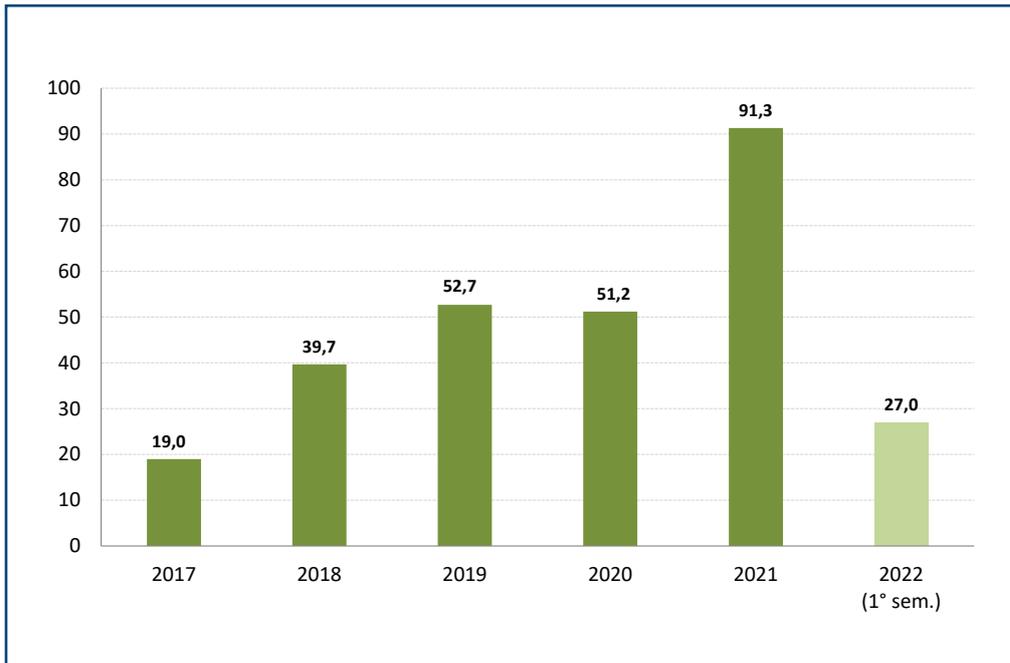


Figura 6.3

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

Fonte: IBAN

differenze comportano alcune conseguenze, come ad esempio la più rapida dinamica 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 Angels for Women).

L'ultima indagine annuale di IBAN, effettuata sugli investimenti del 2021 presso 248 soggetti, ha censito 340 *deal* in cui sono intervenuti *business angel* (in buon aumento rispetto alle 279 operazioni dell'anno precedente) con un controvalore investito di € 91,3 milioni, come evidenzia la Figura 6.3. Si tratta del flusso più consistente negli ultimi tempi. Il 2022 non è partito benissimo; secondo il Venture Capital Monitor di AIFI e LIUC Business School sono state censite 18 *deal* con € 27 milioni investiti. Di solito però il secondo semestre mostra dati più elevati.

Nel 2021 il 42% degli investimenti è stato effettuato su imprese lombarde. I settori preferiti sono stati quelli dell'ICT e dell'alimentare. Nel 41% dei casi si trattava di investimenti *seed*, nel 59% di imprese in fase di *startup*.

Il 65% delle imprese oggetto di investimento sono *startup* innovative mentre il 20% sono PMI innovative. È interessante notare che il 55% 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'attrattiva 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*.

Secondo i dati di IBAN, le donne sono ancora poche fra i *business angel* attivi (il 14%). Il 65% degli investitori applica criteri di valutazione ESG e/o di *impact investing* nel valutare le opportunità di investimento.



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. 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 fino al 31/12/2022 ma con un massimale di € 200.000.

L'accesso al mercato borsistico è però 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 13 anni fa sul modello dell'Alternative Investment Market di Londra.

Con l'obiettivo di affiancare le PMI nel loro percorso di crescita sostenibile facendo leva anche su strumenti di finanza innovativa e complementare al canale tradizionale, Borsa Italiana ha lanciato dal 2012 ELITE, *network* di successo (ora anch'esso parte del gruppo Euronext) destinato a imprese con alto potenziale che vogliono accelerare la propria crescita attraverso un percorso di sviluppo organizzativo e manageriale volto ad incrementare la competitività e la visibilità verso gli investitori. La piattaforma di ELITE offre alle aziende selezionate 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 forme di *funding* disponibili, compresi i mercati dei capitali, pubblici e privati. Ad oggi sono oltre 1.000 le aziende italiane che fanno parte di ELITE (nei giorni scorsi è partita la ventunesima 'classe'), cui si sommano numerose imprese estere; il progetto infatti si è diffuso in altri mercati sia europei che extra-europei. Le imprese che poi si sono quotate in Borsa sono 55 e hanno raccolto € 3,7 miliardi; quelle che hanno collocato *minibond* sono 119 con una raccolta di € 2,8 miliardi. Fra le iniziative più recenti di ELITE possiamo citare i *basket bond* dedicati che hanno coinvolto 190 emittenti per un ammontare complessivo di oltre € 800 milioni raccolti destinati a supportare la crescita delle imprese (si veda il Capitolo 1) e l'avvio di un acceleratore italo-francese per supportare la crescita delle imprese di ELITE nei due mercati.

Euronext Growth Milan

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 6.1 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 13 anni il listino è stato in grado di attirare molte imprese verso la quotazione, che hanno raccolto circa € 4,9 miliardi di mezzi freschi in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione (€ 4,685 miliardi) e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi (€ 216,6 milioni), in cui presumibilmente gli imprenditori e i soggetti controllanti hanno svolto un ruolo rilevante.

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 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 € 1,65 miliardi.

Tabella 6.1

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 (1° sem.)	179	0,60	189,50	189,50
Totale	-	216,61	4.685,04	1.651,54

Il 2021 è stato molto positivo, sia per l'aumento del numero di società quotate, sia per la raccolta, che è stata pari a € 93,2 milioni nel primo semestre e € 297,2 milioni nel secondo semestre (cui si sommano € 31,8 milioni in aumento di capitale). Il 2022 invece non sta andando benissimo a causa del peggioramento della congiuntura e dalla volatilità legata alla guerra fra Russia e Ucraina; nel primo semestre sono stati raccolti € 189,5 milioni da 9 'matricole' e € 0,6 milioni da un aumento di capitale (in totale € 190,1 milioni). Si tratta comunque di un flusso superiore a quello dell'intero 2020. Il totale delle imprese quotate a fine giugno 2022 era pari a 179 ma oggi ha raggiunto la soglia di 184 emittenti. Si rileva però che da settembre ad oggi sono solo 2 le nuove 'matricole' ammesse al listino.

Una novità interessante per Euronext Growth Milan è stata l'apertura del segmento professionale nel luglio 2020, pensato per le PMI che desiderano accedere con maggiore

Box 7.1

Casi aziendali
di PMI quotate su
Euronext Growth Milan

Alfonsino SpA

Già protagonista di due campagne di *equity crowdfunding*, rispettivamente nel 2018 e nel 2020, Alfonsino è stata fondata nel 2016 a Caserta da Carmine Iodice, Domenico Pascarella e Armando Cipriani come *startup* innovativa operante nel settore dell'*order & food delivery* nei comuni italiani di piccole e medie dimensioni del centro e sud Italia. Nel novembre 2021, forte della crescita registrata (nei primi sei mesi del 2021 i ricavi netti sono più che raddoppiati a € 2,19 milioni, mentre il margine operativo lordo è risultato negativo per € 218.000) la società ha deciso di quotarsi su Euronext Growth Milan con un collocamento di azioni di nuova sottoscrizione e *warrant*, raccogliendo € 4 milioni.

Alfonsino è stata assistita da Banca Finnat come Global Coordinator e da Ambromobiliare in qualità di *advisor* finanziario.

Bifire SpA

Bifire è una società brianzola specializzata nella produzione di prodotti per l'isolamento termico e per la protezione al fuoco in edilizia e industria. Nel 2021 l'impresa ha registrato ricavi per € 28,8 milioni con un EBITDA *margin* del 24%. Nel maggio 2022 si è quotata su Euronext Growth Milan tramite un collocamento per un controvalore complessivo pari a circa € 10 milioni, di cui quasi € 9 milioni in aumento di capitale e il resto relativo alla cessione di alcune quote del socio Alfredo Varini. Il ruolo di Global Coordinator dell'operazione è stato coperto da Alantra Capital Markets mentre Emintad è stato l'*advisor* finanziario. La capitalizzazione di mercato iniziale è stata pari a € 64,7 milioni.

Il *management* di Bifire ha precisato che i proventi della quotazione verranno utilizzati per proseguire lo sviluppo e la realizzazione di nuovi e importanti obiettivi nonché accelerare e potenziare la crescita dell'azienda.

gradualità al mercato borsistico, anche senza raccogliere nuovo capitale all'IPO (requisito invece sempre richiesto in precedenza). Ad oggi sono 4 le società che hanno scelto questa opzione.

Va segnalato che lo scorso marzo il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in collaborazione 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 (intervenedo 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, lo scorso luglio la 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.



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 Executive MBA, Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering, Customised Executive programmes for business e Open Executive programmes for managers and professionals. Nel 2022 l'International Flex EMBA si posiziona tra i 10 migliori *master* 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, dall'Unione Europea 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), Chiara Arrighetti, Chiara Carzaniga, Filippo Cella Mazzariol, Matteo Conti, Gianmarco Paglietti, Matteo Simonetto, Federico Vigoni.

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 del gruppo Azimut - il principale Gruppo Italiano indipendente operante dal 1989 nel settore del risparmio gestito - specializzata in *minibond*, *direct lending*, *private* e *public equity*. Azimut Direct è la piattaforma *fintech* per l'economia reale nata per soddisfare i bisogni di finanza straordinaria delle imprese italiane, supportandone la crescita e lo sviluppo attraverso un'azione congiunta di consulenza e strutturazione di strumenti di finanza alternativa per la raccolta di capitali presso investitori qualificati.



CrowdFundMe
www.crowdfundme.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. Il gruppo CrowdFundMe-Trusters - che vanta una raccolta complessiva di oltre € 125.000.000 (dato aggiornato a novembre 2022) - è in grado di offrire un'ampia gamma di prodotti finanziari: Equity Crowdfunding, Real Estate Crowdfunding, *minibond*, Lending Crowdfunding. Dal lato delle imprese, è possibile raccogliere capitali per la crescita di *startup* e PMI. 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 non quotati. Con il Lending Crowdfunding di Trusters si può investire in operazioni immobiliari di breve durata, favorendo una maggiore rotazione del capitale degli investitori e rendendo i ricavi più prevedibili e ricorrenti. A partire da maggio 2020, CrowdFundMe è stata autorizzata da Consob al collocamento dei *minibond*, potendo così offrire anche strumenti *fixed income*. La società, inoltre, è entrata nel registro dei *listing sponsor* di ExtraMOT Pro³, il segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle società non quotate. Pertanto CrowdFundMe oltre a emettere titoli di debito (mercato primario) può anche quotarli e seguire l'emittente per tutta la durata dello strumento (mercato secondario). Infine, il gruppo può avviare campagne di Equity Crowdfunding propedeutiche a successive quotazioni in Borsa delle emittenti interessate.

modefinance

a TeamSystem company

modefinance è un'azienda Fintech - *spin off* dell'Università di Trieste- nata nel polo di innovazione dell'AREA Science Park, dall'intuizione di Mattia Ciprian e Valentino Pediroda: impiegare le discipline di Data Science e Artificial Intelligence per la realizzazione di modelli numerici per l'analisi, la previsione e la valutazione del rischio finanziario, sviluppando tecnologie volte a migliorare la gestione finanziaria di imprese, banche e istituzioni.

Il cuore della filosofia aziendale è l'integrazione di diverse competenze e discipline: grazie alla compenetrazione tra modelli statistici, analisi e gestione, 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: MORE ha permesso a modefinance di essere autorizzata dall'ESMA a operare come Agenzia di Rating *fintech* a livello Europeo, con i più alti *standard* valutativi, dal 2015. Grazie a tale riconoscimento, nel giro di qualche anno modefinance si è affermata quale agenzia di *rating* più attiva a livello nazionale nel mercato dei *minibond*, come attestato dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano. La prospettiva tecnologica si è tradotta nel concetto di Rating-as-a-Service, che nella pratica ha visto lo sviluppo di piattaforme e modellistica personalizzata in ottica di digitalizzazione della gestione del rischio di credito, imprimendo dal 2020 ad oggi un'accelerazione su automazione dei processi, *stress testing* e Nowcasting, ed un *focus* sempre più importante sulla sostenibilità grazie alle valutazioni di *rating* ESG.

modefinance

www.modefinance.com

MAIN PARTNER

www.osservatoriefi.it



PARTNER



MEDIA PARTNER

