



**POLITECNICO  
MILANO 1863**



CAMERA DI  
COMMERCIO  
MILANO  
MONZABRIANZA  
LODI



**UNIONCAMERE**



Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation  
8° Quaderno di Ricerca  
**La Finanza Alternativa per le PMI in Italia**



1) PRIVATE DEBT E MINIBOND



2) CROWDFUNDING



3) INVOICE TRADING E PIATTAFORME FINTECH



4) TOKENIZATION E CRYPTO-ASSET



5) PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL



6) QUOTAZIONE IN BORSA

novembre 2025

---

# Indice

Il gruppo di lavoro e i promotori della ricerca . . . . .	2
Prefazione . . . . .	3
Introduzione: la finanza 'alternativa' per le PMI . . . . .	5
1. <i>Private debt</i> e <i>minibond</i> . . . . .	7
Focus. Il microcredito d'impresa . . . . .	12
2. <i>Crowdfunding</i> . . . . .	13
3. <i>Invoice trading</i> e piattaforme <i>fintech</i> . . . . .	19
Focus. I Confidi vigilati . . . . .	23
4. <i>Tokenization</i> e <i>crypto-asset</i> . . . . .	25
Focus. Le banche 'digitali' e il credito verso le PMI . . . . .	28
5. <i>Private equity</i> e <i>venture capital</i> . . . . .	29
6. Quotazione in Borsa . . . . .	33

---

# Il gruppo di lavoro e i promotori della ricerca

## Gruppo di ricerca

Giancarlo Giudici (direttore scientifico)

Simone Barbi

Claudio Bonvino

Andrea Odille Bosio

Lorenzo Gambini

Gianmarco Paglietti

Si ringrazia il prof. Lorenzo Gai dell'Università di Firenze.

Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:

[info@osservatoriefi.it](mailto:info@osservatoriefi.it)

## Main partner

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

Scopri il Finance Digital Index, il *database* digitale gratuito creato da Innexta, che riporta dati e informazioni utili alle imprese per individuare lo strumento di finanza complementare al credito più adatto alle proprie esigenze.

Il Finance Digital Index permette di cercare e comparare gli operatori finanziari confrontando i servizi offerti, il *target* di mercato, le condizioni applicate alle imprese: un vero e proprio “ponte” tra le imprese e i mercati finanziari per le PMI.



---

## Prefazione

*L'edizione 2025 (ottava edizione) del Quaderno di ricerca “La finanza alternativa per le PMI in Italia” curata dalla School of Management del Politecnico di Milano, con il supporto di Unioncamere, Camera di commercio di Milano Monza Brianza Lodi ed Innexa, fornisce un quadro completo ed esaustivo degli strumenti di finanza complementare al credito, analizzandone, in particolare, le dinamiche di mercato.*

*Il mercato della finanza complementare, in Italia, presenta dimensioni ancora contenute, soprattutto se confrontato con i paesi anglosassoni, ma con potenzialità di sviluppo molto elevate.*

*È pur vero che tutte le opportunità disponibili per le PMI, dai minibond al crowdfunding, dal private equity e venture capital fino alla quotazione in Borsa, hanno subito una contrazione negli ultimi anni.*

*Le gravi tensioni che caratterizzano il contesto geopolitico stanno indubbiamente favorendo gli impieghi su asset di facile liquidabilità sul mercato come titoli di Stato e azioni di blue chips (aziende grandi, solide, consolidate sul mercato).*

*Lo sviluppo della finanza complementare in Italia sta in ogni caso – nonostante il rallentamento dei mercati – continuando a generare vantaggi tangibili per le imprese, soprattutto nei tempi e, a volte,*

*anche nei costi di accesso al capitale, in una fase che continua ad essere delicata per l'economia.*

*Questi strumenti hanno consentito a tante PMI e startup italiane, fino a pochi anni fa escluse da questa opportunità, di incrementare la propria competitività attraverso maggiori possibilità di investimento, accresciute competenze manageriali, una più ampia visibilità sul mercato, una più accentuata diversificazione delle fonti finanziarie.*

*Occorre quindi continuare a sostenere la diffusione degli strumenti di finanza complementare, attraendo, da un lato, operatori specializzati che accrescano l'offerta di capitali per le imprese, potenzialmente già significativa considerando le dimensioni del risparmio privato, e stimolando, dall'altro lato, la domanda di capitali proveniente dagli imprenditori.*

*Su quest'ultimo punto, l'impegno delle Camere di commercio italiane per rafforzare la cultura finanziaria delle PMI è costante e intenso.*

*Il sistema camerale, in questi ultimi anni, ha prodotto un grande sforzo per sostenere l'accesso delle imprese ai mercati finanziari, favorendo lo sviluppo delle loro competenze sia attraverso iniziative informative e formative sia mediante la diffusione di strumenti*

*digitali di autovalutazione economico-finanziaria, anche in un'ottica di prevenzione delle crisi aziendali.*

*Il rafforzamento del ruolo delle Camere di commercio come centro informativo e di affiancamento capillare sul territorio per far conoscere le opportunità che la finanza offre alle startup e alle PMI è un passaggio strategico, che si pone come naturale prosecuzione dell'attività condotta nel corso degli ultimi anni a supporto della finanza d'impresa.*

*Un centro di affiancamento, quello delle Camere di commercio, che sarà caratterizzato anche da competenze specialistiche: tra gli obiettivi del nuovo progetto camerale "CEFIM" (Centri servizi ca-*

*merali per la finanza d'impresa e la prevenzione delle crisi), che ha un respiro triennale (2026-2028), ritroviamo proprio la creazione di profili professionali specializzati sui temi del credito e della finanza.*

*Obiettivo dell'iniziativa è, infatti, quello di facilitare l'accesso e incoraggiare l'utilizzo da parte delle imprese degli strumenti di finanza a disposizione sul mercato, diffondendone il più possibile la conoscenza presso i nostri imprenditori.*

*Andrea Prete  
(Presidente Unioncamere)*

---

## Introduzione: la finanza 'alternativa' per le PMI

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. A valle della 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.

Ai nostri fini 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 abbiamo individuato alcuni ambiti specifici, per i quali cercheremo di discriminare il contributo che hanno dato alla raccolta di risorse

finanziarie per le PMI italiane negli ultimi anni, laddove i dati sono pubblicamente rintracciabili:

- 1) il *private debt* (*direct lending* e *minibond*), ovvero il credito erogato sia da soggetti non bancari attraverso prestiti diretti sia attraverso 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) le piattaforme *fintech* e in particolare l'*invoice trading*, ovvero lo smobilizzo di fatture commerciali acquisite da soggetti non bancari attraverso piattaforme *web*;
- 4) il collocamento di *token* digitali e in generale di *crypto-asset* su Internet grazie alla tecnologia della *blockchain*;
- 5) il *private equity* e *venture capital*, ovvero il finanziamento con capitale di rischio fornito da investitori professionali come fondi e *business angel*;
- 6) la quotazione in Borsa su listini specifici per le PMI (SME Growth Market) come Euronext Growth Milan.

Nel seguito riassumiamo le tendenze descritte in questo quaderno per ogni categoria, fino al 30/6/2025.

### **Private debt e minibond**

Si tratta di un comparto che sta recuperando terreno dopo le difficoltà del 2024 (-17% per la raccolta, rispetto al 2023) legate all'incremento dei tassi di interesse e ai timori per una possibile recessione. I volumi del primo semestre 2025 sono in recupero e per le emissioni di *minibond* abbiamo registrato 54 collocamenti di PMI e una raccolta di € 333 milioni. Nel mondo del *direct lending* tornano a crescere i volumi di raccolta e di investimento.

### **Crowdfunding**

Il *crowdfunding* continua invece a registrare un momento di difficoltà: negli ultimi 12 mesi il flusso complessivo di raccolta in Italia è calato del 14%. Il primo semestre del 2025 è andato male con circa € 120 milioni raccolti di cui più della metà ad appannaggio di progetti immobiliari. Pesano sul settore l'avvio della nuova regolamentazione ECSP e la delusione per i ritardi nei rendimenti promessi.

### **Invoice trading e piattaforme fintech**

Le piattaforme *fintech* per la cessione delle fatture si stanno consolidando e dopo avere visto un calo generalizzato dei volumi a causa della minore offerta di capitale da parte degli investitori, si riporta una crescita per i primi mesi del 2025. Insieme ad altre piattaforme *fintech* (come quelle di *trade finance* e *revenue-based financing*) sono importanti interlocutori per le PMI.

### **Tokenization e crypto-asset**

A valle della normativa UE sull'emissione di *token* digitali e con l'autorizzazione dei primi operatori di registri distribuiti in Italia, assistiamo a nuove sperimentazioni di tokenizzazione di *asset* finanziari da parte delle PMI, con l'aspettativa che altre aziende possano avvicinarsi a questo strumento nel medio termine.

### **Private equity e venture capital**

Il 2024 è stato un anno abbastanza buono per gli investitori professionali nel capitale di rischio delle PMI. Secondo AIFI, per il *venture capital* il primo semestre 2025 è stabile con € 454 milioni investiti e 236 operazioni. Nel *growth capital* invece nei primi 6 mesi del 2025 abbiamo 30 operazioni e 'solo' € 270 milioni all'attivo. Torna a crescere l'attività dei *business angel*.

### **Quotazione in Borsa**

Per la prima volta registriamo un calo nel numero di società quotate su Euronext Growth Milan (205 al 30/6/2025). Nel primo semestre dell'anno in corso si sono quotate 'solo' 6 imprese, che hanno raccolto € 21 milioni all'ingresso a Piazza Affari.

In definitiva, nonostante l'inasprimento del costo del capitale per le PMI a partire dal 2022, il mercato della finanza 'alternativa' è attivo e cattura l'interesse degli investitori. In prospettiva si vede un recupero dei volumi per il 2025, con un *outlook* positivo.



## 1. *Private debt e minibond*

Fino a qualche anno fa, erano solo le banche italiane a offrire credito alle PMI. Oggi la situazione è cambiata e le piccole imprese possono trovare supporto anche da altre tipologie di investitori nel *private debt*, attraverso due canali:

- *direct lending* (erogazione di prestiti diretti);
- emissione di *minibond* (titoli di debito).

I soggetti che operano nel *direct lending* in Italia sono sostanzialmente i fondi di credito, molti dei quali promossi da *player* iscritti ad AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt)<sup>1</sup>. Essi agiscono con logiche molto simili al *private equity*; selezionano le aziende guardando alla capacità prospettica di rimborsare e remunerare il capitale, concordano tasso di interesse (fisso o variabile) e modalità di rimborso del capitale a scadenza (*bullet*) o ammortizzato nel tempo (*amortizing*), accordi e impegni (*covenant*). È molto difficile recuperare dati disaggregati su queste operazioni.

Per quanto riguarda il mercato dei *minibond* parliamo dell'opportunità per le PMI di collocare titoli di debito (artt. 2410-2420 per le SpA, art. 2483 per le Srl) che saranno sottoscritti da inve-

stitori quali le banche stesse, fondi di credito, investitori istituzionali e anche piccoli risparmiatori attraverso il *crowdfunding* (solo per le SpA). Anche per i *minibond* devono essere stabiliti parametri relativi alla remunerazione (cedola), rimborso del capitale, eventuali opzioni *call/put* e impegni. I *minibond* possono anche essere quotati su un listino (come Euronext Access Milan) ma si tratta di titoli sostanzialmente illiquidi.

I vantaggi relativi a questo canale di finanziamento sono:

- diversificazione delle fonti di capitale;
- apertura di rapporti con investitori istituzionali senza bisogno di aprire la proprietà del capitale e magari in vista di operazioni più impegnative (*private equity*, quotazione);
- possibile effetto di certificazione della qualità dell'impresa di fronte al mercato;
- acquisizione di competenze e conoscenze aggiuntive sul mercato del capitale.

Per contro, va notato che il costo del capitale è difficilmente competitivo rispetto al credito bancario (laddove disponibile!).

Nel mondo dei *minibond* per le PMI non vanno dimenticate le operazioni di sistema dei *basket bond*, in cui più imprese vengono coinvolte in emissioni simultanee, sottoscritte da un veicolo di

<sup>1</sup> Si veda [www.aifi.it/it/private-debt-aifi](http://www.aifi.it/it/private-debt-aifi)

cartolarizzazione. Si tratta di operazioni organizzate per area regionale o per filiera produttiva, che hanno il vantaggio di attrarre investitori importanti come Cassa Depositi e Prestiti.

Nel 2024 il valore delle 114 emissioni di *minibond* fatte da PMI italiane è stato pari a € 592 milioni (si veda la Figura 1.1), in calo rispetto ai € 710 milioni del 2023, anno in cui abbiamo registrato 142 collocamenti. Il primo semestre del 2025 è andato bene, con 54 titoli emessi e una raccolta di € 333 milioni, in aumento rispetto ai € 202 milioni raccolti nei primi sei mesi del 2024. Il valore medio delle emissioni da gennaio a giugno 2025 è risultato pari a € 6,17 milioni ed è in aumento rispetto al passato. Come evidenzia la Tabella 1.1, la cedola media è tornata a scendere.

Per ulteriori dettagli su attori e caratteristiche del mercato, è possibile fare riferimento al Report italiano sui Minibond pubblicato annualmente dal Politecnico di Milano<sup>2</sup>.

Fra le tendenze registrate negli ultimi anni nell'industria del Private Debt, segnaliamo i prestiti *green*, *social* e *sustainability-linked*. Si tratta di operazioni di raccolta che vanno a finanziare (o ri-finanziare) rispettivamente progetti con un impatto positivo su metriche ambientali o sociali, o che semplicemente prevedono una remunerazione (tasso di interesse o cedola) legata a metriche ESG incentivando le emittenti a raggiungere i loro *target* di sostenibilità.

<sup>2</sup> Si veda [www.osservatoriomibond.it](http://www.osservatoriomibond.it)

### Casi di studio

#### *Errebielle Srl*

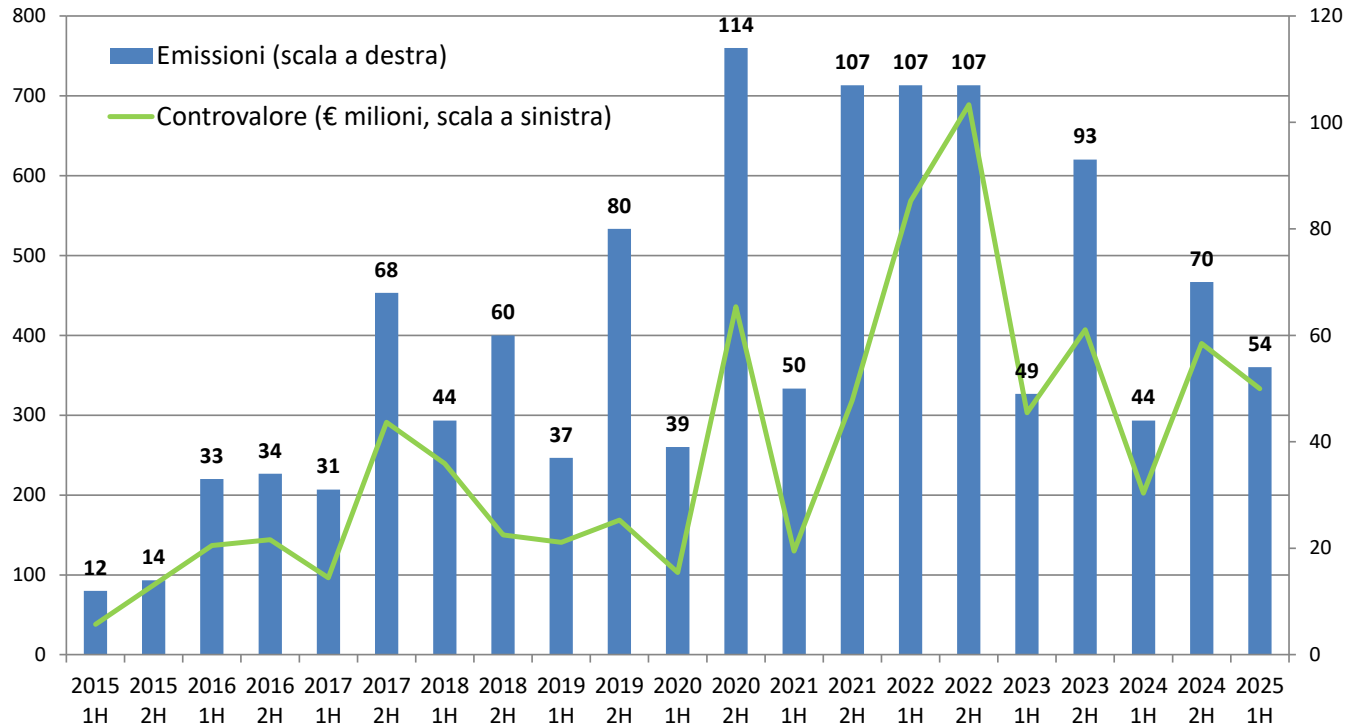
Si tratta di un'azienda fondata nel 2012 a Camerano (AN), attiva nella produzione e commercializzazione di accessori per mobili. La società ha emesso nel giugno 2025 un *minibond* da € 5 milioni, con scadenza 2031 e cedola variabile indicizzata al tasso Euribor a 6 mesi. Il *minibond*, sottoscritto dai fondi di Riello Investimenti SGR e di Finint Investments SGR, ha visto l'intervento di ADB Corporate Advisory come *advisor* finanziario. Il capitale raccolto è destinato a sostenere il piano di crescita del gruppo attraverso l'automazione industriale, lo sviluppo di nuove tecnologie produttive, il rafforzamento della presenza internazionale e l'efficientamento energetico.

#### *TopNetwork SpA*

Società *leader* nel settore della digitalizzazione e dei servizi ICT, con sede a Roma, TopNetwork nel gennaio 2025 ha emesso un *minibond senior asset-backed* da € 4 milioni a scadenza luglio 2030 e con cedola fissa pari al 5,75%. Il *minibond* è stato inserito nel programma Basket Bond Tech promosso da ELITE, che vede Cassa Depositi e Prestiti e MCC come *anchor investor*, dedicato alle imprese attive nei settori del digitale e dell'innovazione tecnologica. I proventi raccolti attraverso l'emissione saranno destinati a sostenere un ambizioso piano di acquisizioni per espandere le attività nelle regioni del Nord Italia.

**Figura 1.1**

I *minibond* emessi dalle PMI in Italia negli ultimi 10 anni: flusso semestrale (numero e controvalore in € milioni). Sono considerate le emissioni di PMI non finanziarie per importi sotto € 50 milioni.



**Tabella 1.1**

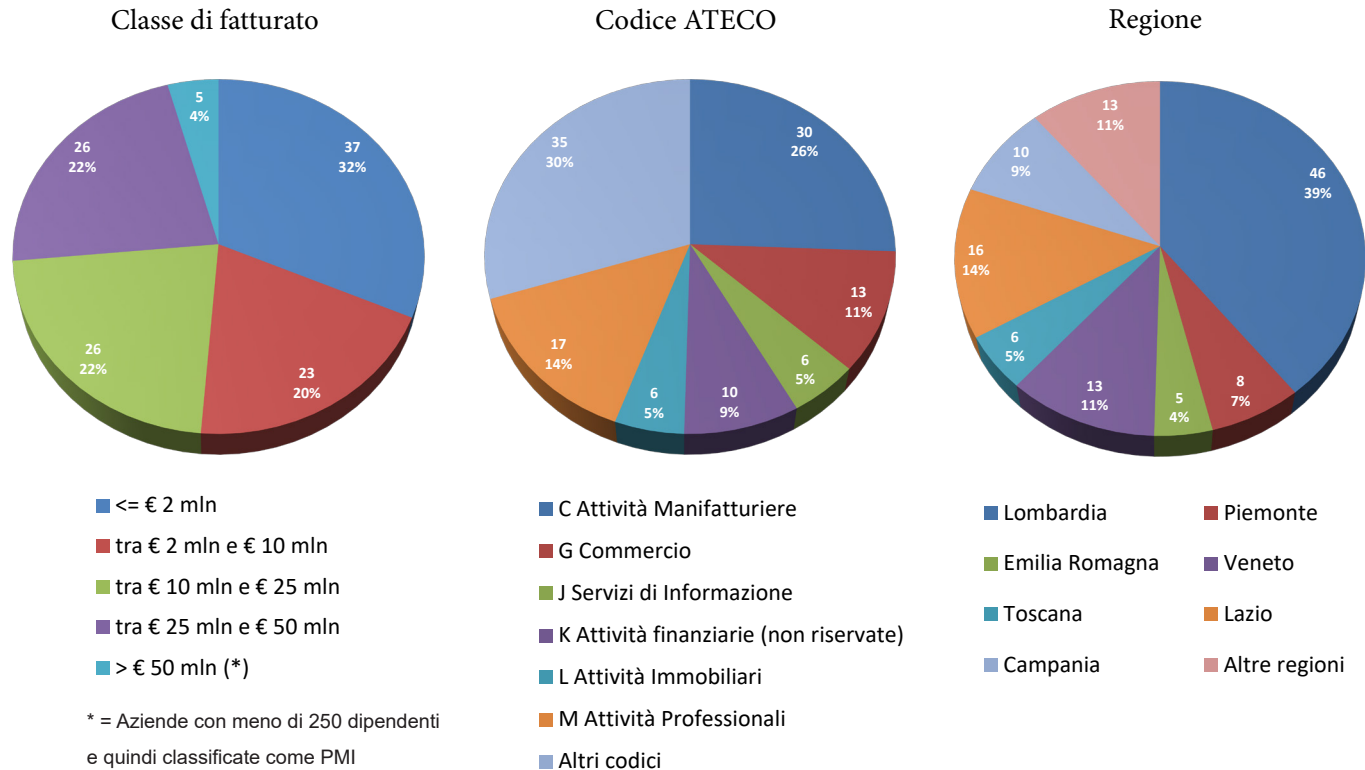
Statistiche sui *minibond* emessi dalle PMI in Italia.

La cedola % è riferita ai soli titoli a tasso fisso; dal 2022 fra parentesi è indicato anche il costo medio della cedola variabile.

Anno di emissione	Cedola media annuale	% con cedola variabile	Maturity media (anni)	% titoli <i>bullet</i>	% quotati in Borsa	% con rating	% con garanzia
2013-2017	5,06%	9,7%	5,2	47,5%	55,5%	22,0%	38,9%
2018	5,19%	13,5%	4,9	46,2%	45,2%	19,2%	42,2%
2019	4,29%	15,4%	4,3	38,5%	24,8%	12,8%	49,6%
2020	3,69%	7,8%	6,5	17,6%	16,3%	40,5%	70,1%
2021	3,97%	7,0%	5,4	22,9%	17,2%	36,3%	69,8%
2022	5,29% (5,60%)	35,5%	5,3	30,4%	5,6%	13,6%	61,1%
2023	7,37% (6,45%)	52,8%	5,0	35,9%	5,6%	12,7%	64,8%
2024	8,94% (6,21%)	63,0%	6,4	33,6%	5,9%	21,8%	76,5%
2025 (1H)	7,11% (5,78%)	61,1%	4,9	31,5%	7,4%	13,7%	59,3%

**Figura 1.2**

Statistiche sulle 117 PMI emittenti di *minibond* dal 1/7/2024 al 30/6/2025: classe di fatturato, codice ATECO, regione. Sono considerate le emissioni di PMI non finanziarie per importi sotto € 50 milioni.



## Focus. Il microcredito d'impresa

Il microcredito riguarda la concessione di finanziamenti, di importo contenuto, finalizzati a favorire l'avvio o l'esercizio di attività di lavoro autonomo o di microimpresa ('microcredito imprenditoriale') o a sostenere persone fisiche in condizioni di particolare vulnerabilità economica o sociale ('microcredito sociale'). In base alla normativa (art. 111 TUB e D.M. 176/2014) l'erogazione del finanziamento è accompagnata obbligatoriamente dalla prestazione di servizi ausiliari (come tutoraggio e assistenza) sia in fase istruttoria sia durante il periodo di rimborso. Il microcredito è uno strumento importante per le microimprese italiane per favorire l'inclusione finanziaria di chi ha difficoltà di accesso al credito tradizionale.

Gli operatori privati attualmente accreditati da Banca d'Italia all'albo del microcredito sono 13: Cassa del Microcredito, Fidipersona, Mag 2 Finance, Mag 6, Mag Firenze, Microcredito di Impresa, Microcredito di Solidarietà, Microcreditab, Microcredito per l'Economia Civile e di Comunione (MECC), MK Kredit Italy, Ottavio Sgariglia Dalmonte, Sofina, Società Finalizzata allo Sviluppo della Cooperazione (Coop. Fin.). Possono accedere al finanziamento tutte le imprese individuali, i lavoratori autonomi e i liberi professionisti con un massimo di 5 dipendenti. Inoltre, possono fare richiesta le società di persone, le società di capitali e le cooperative che non superano i 10 dipendenti, senza limiti di età. Il prestito può avere un importo massimo di € 75.000 (€ 100.000 per le Srl), può arrivare fino a 10 anni e non deve essere assistito da garanzie reali; inoltre non può coprire debiti pregressi ma deve finanziare lo sviluppo e la competitività dell'impresa. Per le Srl, l'importo finanziato non può superare il 10% del capitale sociale al netto delle perdite risultanti dall'ultimo bilancio. Sui prestiti erogati dal mondo del microcredito è possibile accedere alla garanzia del Fondo di Garanzia dello Stato con copertura 80% fino a massimi € 50.000.

Vale la pena ricordare che nel mondo del microcredito esiste anche un ente pubblico (Ente Nazionale per il Microcredito, ENM) cui le microimprese possono rivolgersi per informazioni: [microcredito.gov.it](http://microcredito.gov.it).

Altra informazione utile è che Regione Lombardia offre l'opportunità a chi accede al microcredito di ottenere un finanziamento aggiuntivo a tasso zero; da poco è stata approvata una nuova delibera che estende l'ambito ai prestiti di Confidi e banche convenzionate e amplia la platea dei beneficiari della misura, finora destinata solo alla fase di avvio dell'impresa, includendo anche i lavoratori autonomi e le PMI lombarde attive da oltre 5 anni.



## 2. Crowdfunding

Il *crowdfunding* consente di raccogliere capitale per finanziare un progetto attraverso Internet. Le PMI possono utilizzare questo canale, offrendo in cambio:

- un semplice ringraziamento (modalità *donation*); questa modalità è più che altro utilizzata per scopi non a fini di lucro;
- una ricompensa non monetaria come un prodotto o l'accesso a un servizio (*reward*);
- la partecipazione al capitale di rischio (*equity*);
- il rimborso e la remunerazione del capitale (*lending*).

Negli ultimi 2 casi, trattandosi di un investimento, è necessario rispettare le norme stabilite dalle leggi e dai regolamenti di secondo livello.

Come funziona? Le PMI interessate contattano una piattaforma di *crowdfunding* (italiana o internazionale) e sottopongono il loro progetto. Nel caso delle modalità *equity* e *lending* la piattaforma deve essere autorizzata ai sensi della normativa ECSP (European Crowdfunding Service Providers)<sup>1</sup>. La piattaforma valuterà il

progetto, deciderà se pubblicarlo e - in caso di successo - chiederà un margine in percentuale sul capitale raccolto. Viene fissato un periodo utile per la raccolta e un *target* finanziario da raggiungere. I contributori possono aderire alla campagna e fornire il contributo attraverso carta di credito o bonifico.

Nel caso di una campagna *reward*, viene stabilito un *range* di ricompense, in funzione dell'importo versato. Si tratta di un'opzione interessante per micro-imprese che vogliono realizzare un prodotto particolare, che rappresenterà proprio la ricompensa per chi ha sostenuto la raccolta.

Nelle campagne *equity*, sarà definita la percentuale del capitale della società offerta in funzione del *target* di raccolta. Spesso si tratta di quote non votanti, o votanti solo se l'investimento supera una certa soglia.

Nelle campagne *lending* verrà concordato un tasso di interesse che l'impresa si impegna a riconoscere e verranno definite le modalità di rimborso del capitale.

Ricordiamo che attraverso il *crowdfunding* è possibile collocare anche *minibond* (si veda il Capitolo 1) ma solo di SpA.

La raccolta fatta dalle PMI italiane attraverso il *crowdfunding* ha mostrato segnali di debolezza negli ultimi tempi (si veda la Figu-

<sup>1</sup> Alla data del 30/6/2025 le piattaforme autorizzate in Italia erano 40, di cui 21 focalizzate sul collocamento di titoli mobiliari (*equity* e *minibond*), 13 sui prestiti e 6 su entrambi i comparti.

ra 2.1). Negli ultimi 12 mesi il flusso complessivo è stato pari a quasi € 261 milioni contro € 302 milioni dell'anno scorso (-14%).

Le campagne di *equity crowdfunding* non immobiliari negli ultimi 12 mesi hanno generato un flusso di raccolta di capitale per poco più di € 47 milioni, in calo del 19% rispetto al periodo precedente. Hanno sostenuto il mercato, invece, le campagne di progetti immobiliari, finalizzate a supportare il finanziamento di operazioni nel *real estate*. I progetti immobiliari hanno catalizzato risorse per € 64 milioni (+32%), grazie soprattutto all'ottimo risultato del secondo semestre 2024. Negli ultimi 12 mesi (dal 1/7/2024 al 30/6/2025) il *target* medio di raccolta delle campagne immobiliari è stato € 251.376 mentre per quelle immobiliari ammonta a € 1.156.264.

Il collocamento di *minibond* ha dato un contributo di € 7,65 milioni raccolti nell'arco di un anno.

Le piattaforme di *lending* (si veda la Figura 2.4) hanno raccolto € 24,06 milioni attraverso prestiti diretti a favore di progetti non immobiliari, con un lieve calo dell'1% sull'anno prima; in questo caso è mancato soprattutto l'apporto dei primi 6 mesi del 2025. Come l'anno scorso, troviamo un segno meno anche per i progetti nell'immobiliare che portano all'attivo nuovi prestiti nell'arco di 12 mesi per € 117,99 milioni (-18%). Nelle campagne *lending* degli ultimi 12 mesi sui portali italiani il valore medio del *target* di raccolta è stato pari a € 287.037.

Per ulteriori dettagli sulle piattaforme attive in Italia e sui numeri del mercato, è possibile fare riferimento al Report italiano sul Crowdfunding pubblicato annualmente dal Politecnico di Milano<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Si veda [www.osservatoriocrowdfunding.it](http://www.osservatoriocrowdfunding.it)

### Casi di studio

#### *Ciocomiti SpA*

Nata nel 2014 a Folgarida (TN), Ciocomiti produce cioccolato artigianale *premium* distinguendosi per la lavorazione a pietra e l'affinamento in alta quota. Con sei punti vendita e di somministrazione e una presenza consolidata nella GDO, Ciocomiti nel 2024 ha generato ricavi per € 2,7 milioni e conta oltre 50 dipendenti. Per finanziare il piano di espansione e l'innovazione di prodotto, l'impresa ha lanciato una campagna di *equity crowdfunding* sul portale Mamacrowd, chiusa a fine marzo 2025. La raccolta è stata di € 2.638.128 da 82 investitori. La valutazione *pre-money* dell'impresa era pari a € 4,8 milioni e sono state collocate quote di tipo C, non votanti. L'investimento minimo era pari a € 480.

#### *Duepuntozero Srl*

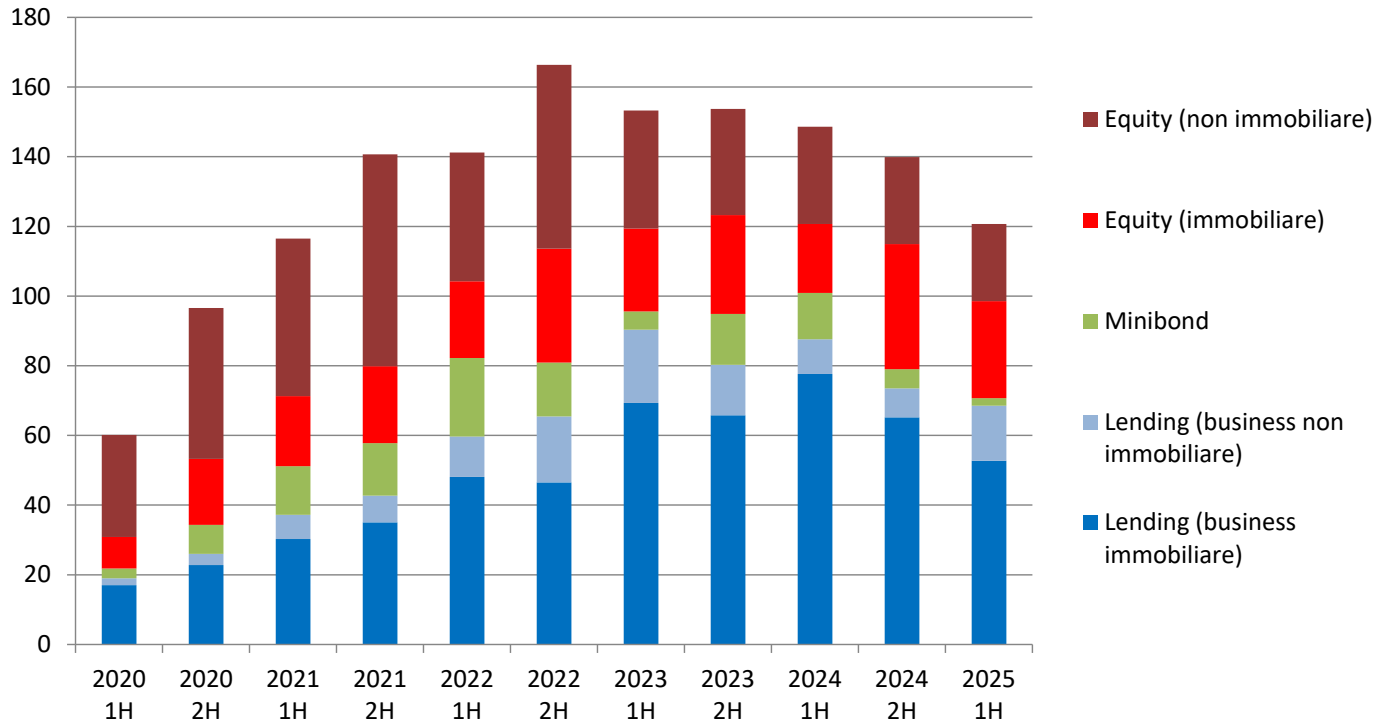
Parliamo di una società piemontese specializzata nell'installazione di impianti fotovoltaici. Nell'aprile 2025 ha svolto 2 campagne di *lending crowdfunding* sul portale TruSters per finanziare un parco fotovoltaico ad alta efficienza da 761 kW di produzione con 1.228 pannelli, 614 ottimizzatori e 7 *inverter*, presso una struttura ricettiva nel Biellese e nell'ambito di una Comunità Energetica Rinnovabile (CER).

La raccolta è stata di € 300.000; il rendimento offerto a 12 mesi era fra l'11% e il 12,5% in funzione dell'importo sottoscritto, più un ulteriore premio dell'1% per le adesioni in *pre-booking*.

**Figura 2.1**

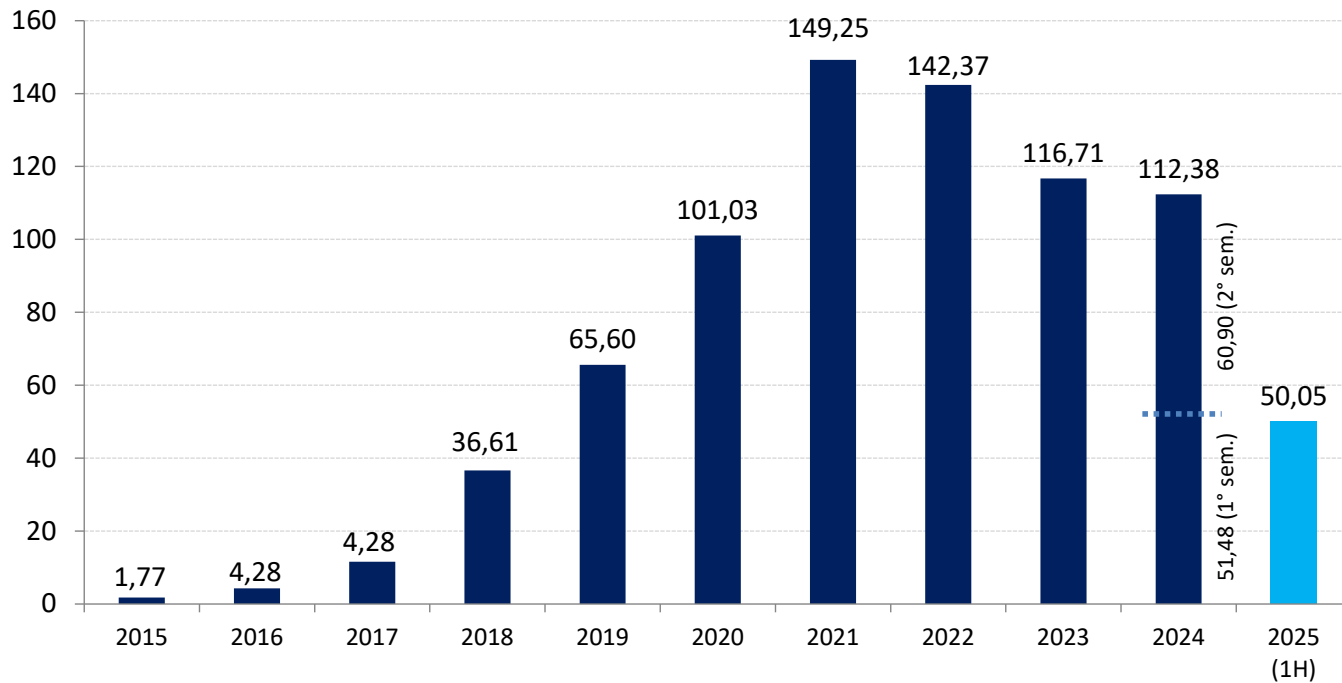
Flusso di raccolta semestrale delle piattaforme italiane autorizzate per i servizi di *crowdfunding* (*equity e lending*).

Valori in € milioni.



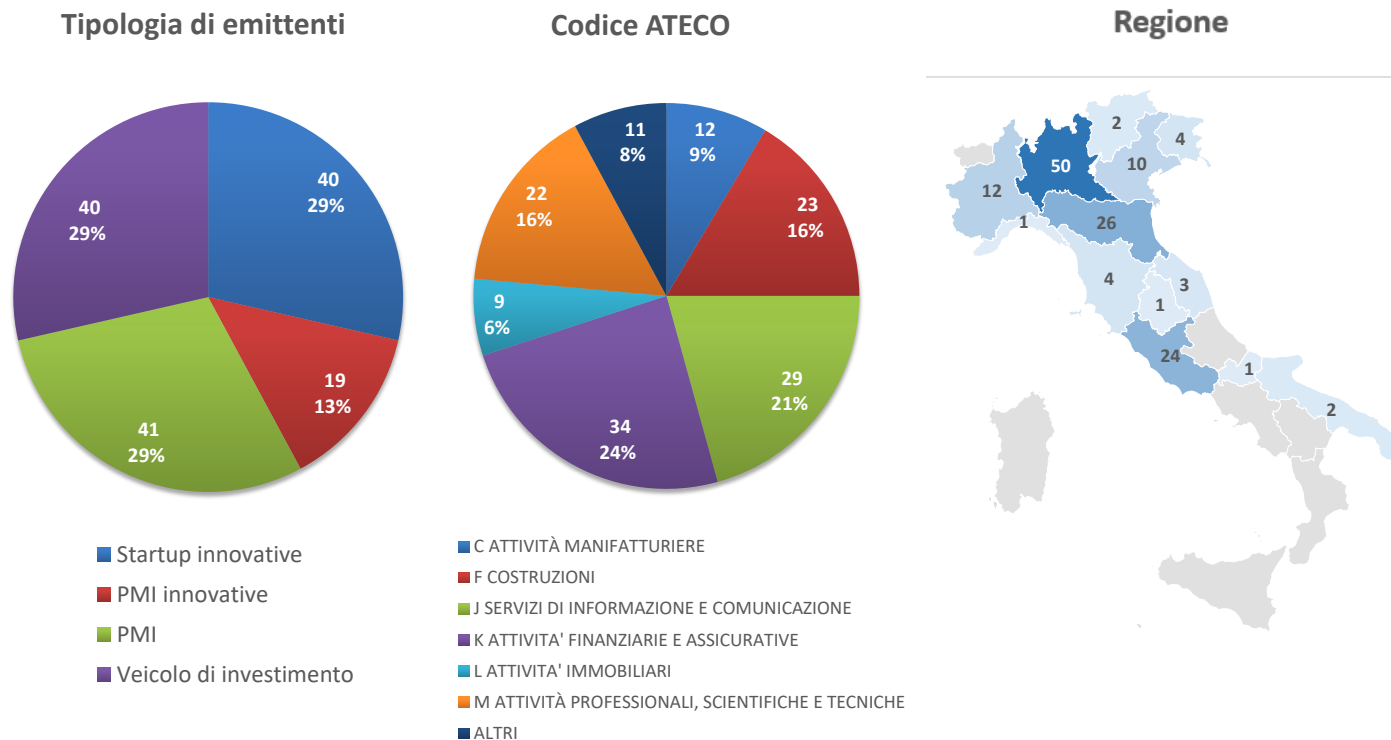
**Figura 2.2**

Flusso di raccolta delle piattaforme italiane autorizzate per i servizi di *crowdfunding*: dettaglio delle campagne *equity*.  
Valori in € milioni.



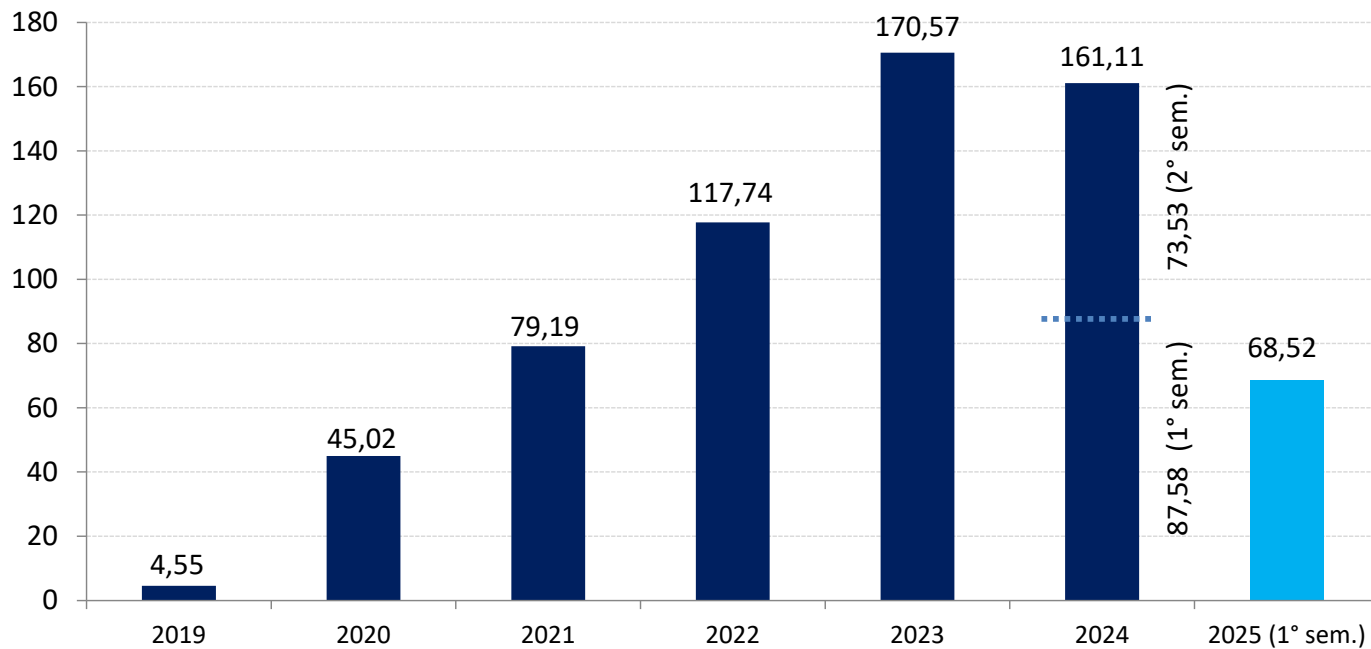
**Figura 2.3**

Caratteristiche delle 140 imprese che hanno condotto campagne di *equity crowdfunding* sui portali italiani dal 1/7/2024 al 30/6/2025.



**Figura 2.4**

Flusso di raccolta delle piattaforme italiane autorizzate per i servizi di *crowdfunding*: dettaglio delle campagne *lending*.  
Valori in € milioni.





### 3. Invoice trading e piattaforme fintech

Oltre al *crowdfunding*, vi sono altre piattaforme *fintech* nate negli ultimi anni che supportano le imprese nella ricerca di capitale.

Le piattaforme più significative sono quelle di *invoice trading*, dove le PMI possono cedere le fatture commerciali; si tratta di un'operazione del tutto simile al *factoring* che consente di ottenere l'anticipo del denaro, al prezzo di un margine di rendimento da lasciare agli investitori che acquistano la fattura.

Il beneficio è quello di non dipendere dai tempi di pagamento del cliente: secondo lo European Payment Report 2025 di Intrum il 54% delle aziende italiane fatica a pagare i fornitori in tempo e il 21% è messa a dura prova dall'insolvenza dei clienti.

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; (ii) *pro-solvendo*: il cedente risponde dell'eventuale insolvenza del debitore.

#### Come funziona

La Figura 3.1 descrive i modelli che le piattaforme adottano.

Il processo prevede inizialmente che l'impresa interessata alla

cessione della fattura (generalmente le piattaforme non accettano quelle inviate alla Pubblica Amministrazione) sottoporrà la documentazione richiesta al portale. Quest'ultimo selezionerà le proposte da accettare sulla base di una serie di parametri relativi al merito di credito del cliente e all'impresa cedente stessa. Il processo di *scoring* del rischio viene effettuato con il supporto di *provider* specializzati, agenzie di *rating* esterne e consultando *database* commerciali.

Alcuni operatori come Anticipay (gruppo Zucchetti), Cashme, MyCreditService e Workinvoice 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 vengono proposte ai possibili acquirenti; essi vengono contattati a volte singolarmente, oppure viene organizzata un'asta competitiva.

Una variante di questo modello, il '*marketplace* integrato', prevede che il canale di acquisizione delle fatture sia integrato nei sistemi gestionali ERP che normalmente l'impresa utilizza per 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.

Altri operatori acquistano invece direttamente le fatture, proponendo una quotazione definitiva all'impresa; si tratta di portali che hanno concluso accordi con investitori istituzionali i quali sottoscrivono le operazioni di cartolarizzazione originate con i crediti acquisiti; da questo punto di vista non agiscono molto diversamente dalle società di *factoring* tradizionale: Vi sono però due importanti differenze:

- la cessione delle fatture non viene segnalata alla Centrale Rischi mentre nel caso del *factoring* sì;
- nel *factoring* di solito l'accordo prevede che vengano cedute tutte le fatture di un certo cliente, mentre le piattaforme di *invoice trading* consentono di 'selezionare' le singole fatture ('*pay per use*') concedendo maggiore flessibilità.

Infine, nelle operazioni di *supply chain finance* 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* attraverso il *reverse factoring*.

In ogni caso la remunerazione dell'investitore dipenderà dalla differenza fra il prezzo di acquisizione del credito e il corrispettivo della fattura.

Il vantaggio dell'*invoice trading* sta sia nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral* (preclusa attraverso altri canali) sia soprattutto nella rapidità di risposta e nell'efficienza del portale.

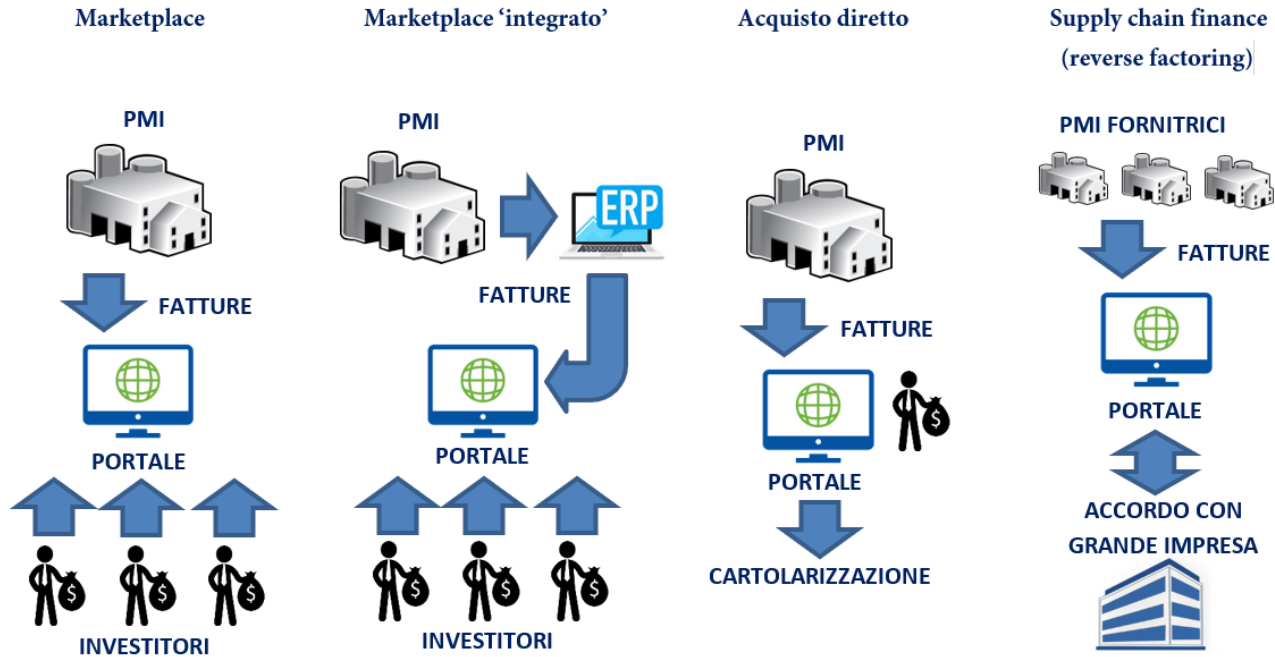
Fra le altre piattaforme *fintech* che supportano le PMI nella ricerca di capitale, possiamo citare:

- le piattaforme di *trade finance*, che facilitano le operazioni commerciali internazionali;
- le piattaforme di *inventory finance*, dove è possibile accedere a finanziamenti garantiti dalle scorte;
- le piattaforme di *revenue-based financing*, dove il rimborso del capitale preso a prestito da un'azienda avviene in tempo reale sulla base delle vendite *online* realizzate;
- le piattaforme di '*buy now-pay later*' B2B dove una PMI può acquistare beni da un'altra impresa e pagarli in un secondo momento, mentre il fornitore riceve in anticipo l'importo dovuto grazie all'intervento di un *partner* finanziario;
- le piattaforme di *dynamic discounting* che consentono alle imprese di proporre ai loro clienti una scontistica legata al pagamento anticipato delle fatture.

Da informazione raccolte presso gli operatori, emerge che il mercato in questo canale della finanza 'alternativa' si sta concentrando. C'è stata una fase di contrazione dei volumi nel 2023, ma le piattaforme *leader* hanno visto un recupero significativo nel 2024 e nel 2025.

La domanda dalle imprese non manca e i fattori critici di successo per le piattaforme saranno la capacità di accedere al *funding* da parte di investitori istituzionali e l'innovazione di prodotto per rendere i processi sempre più performanti.

Figura 3.1  
I modelli dell'*invoice trading*.



### Casi di studio

#### *Rapitex Srl*

Da tre generazioni e con oltre 50 anni di esperienza nel mondo della maglieria di lusso, la modenese Rapitex è un'azienda artigiana che realizza tessuti di alta qualità destinati sia al mercato italiano sia a quello estero.

Le buone opportunità di crescita hanno spinto l'impresa a pianificare investimenti in nuovi macchinari, ma senza un adeguato riscontro dalle banche sul finanziamento. Rapitex si è rivolta quindi alla piattaforma MyCreditService sulla quale ha ceduto fatture nel corso degli ultimi tre anni per oltre € 8 milioni. L'esperienza è giudicata molto soddisfacente.

#### *Stampaggio Canavesano Favria (SCF) Srl*

Lo stampaggio a caldo di ingranaggi, forcelle, mozzi e altre componenti per i settori *automotive*, agricolo e macchine movimento terra, è l'attività svolta da questa PMI di Forno Canavese (TO). La società è in grado di offrire un servizio integrato, dalla costruzione degli stampi fino al trattamento termico e alla sabbiatura del prodotto finito.

A fronte di un volume d'affari nel 2024 pari a € 3,8 milioni, SCF ha avuto difficoltà ad ottenere dal sistema bancario un *plafond* sufficiente per lo smobilizzo delle fatture; si è rivolta quindi al portale di *invoice trading* Workinvoice su cui nel solo 2025 è riuscita a cedere 40 fatture per un importo lordo di quasi € 1,5 milioni.

## Focus. I Confidi vigilati

(a cura di Lorenzo Gai, Università di Firenze)

I Confidi sono soggetti che, ai sensi dell'art. 13 del D.L. 269/2003, svolgono l'attività di rilascio di garanzie collettive dei fidi nei confronti di micro e piccole e medie imprese (MPMI) o dei liberi professionisti associati (che divengono loro soci), al fine di favorirne l'accesso al credito di banche e di altri intermediari finanziari.

Essi si distinguono tra Confidi Vigilati direttamente dalla Banca d'Italia (iscritti all'Albo ex art. 106 TUB) e Confidi minori ex art. 112 TUB:

- i primi sono iscritti all'Albo degli intermediari finanziari ex art. 106 TUB e possono concedere finanziamenti diretti alle MPMI, fermo restando l'esercizio prevalente dell'attività di garanzia;
- i secondi risultano iscritti all'Elenco dei Confidi minori (OCM), gestito dall'Organismo dei Confidi minori (OCM), che opera sotto la vigilanza della Banca d'Italia e possono esclusivamente svolgere attività di garanzia.

Complessivamente in Italia associano circa 770.000 MPMI, con uno *stock* di garanzie per circa 7 miliardi di euro e flussi di garanzie per l'anno 2024 di 2,6 miliardi di euro. Trattasi di soggetti assai ben patrimonializzati come attesta il loro Total Capital Ratio medio, superiore al 30%.

Nell'ultimo decennio il credito bancario alle imprese si è ridotto notevolmente, soprattutto verso le MPMI. Alla base di tale *trend* strutturale ci sono diverse ragioni. Innanzitutto, i nuovi modelli di *business* delle banche, soprattutto di grandi dimensioni, che vedono rarefarsi la presenza fisica sul territorio. Questo comporta un venir meno della prossimità con il piccolo artigiano, con la piccola azienda commerciale o industriale, che soffre di per sé quando il credito si fonda solo su assetti algoritmici non basati sulla conoscenza diretta della MPMI e dell'imprenditore alle sue spalle.

Inoltre le regole di vigilanza prudenziale imposte dalla BCE rendono poco agevole per questi soggetti ricevere una valutazione positiva – e financo mantenerla – atteso che la scarsa dotazione di capitali propri, la difficoltà nel redigere *business plan* prospettici credibili e nel rispettare indicatori quali DSCR, ecc., finisce per discriminarli nella valutazione del merito creditizio compiuta dalle banche.

(segue alla prossima pagina)

Il tema centrale è dunque oggi quello di far arrivare risorse finanziarie alle MPMI, per le quali l'approvvigionamento attraverso i mercati finanziari o l'emissione di *bond* è non sempre agevole. A tal fine i Confidi maggiori possono oggi fornire alle banche elementi aggiuntivi di valutazione, o addirittura concedere direttamente il credito, bypassando del tutto le banche. Essi hanno inoltre sviluppato la capacità di affiancare le MPMI attraverso una funzione di consulenza, aiutandole a presentarsi in maniera più appropriata nella stesura di piani finanziari, di comprensione della valenza della Centrale dei rischi, di ricerca delle fonti di finanziamento più adeguate alle loro esigenze e magari individuando anche possibili agevolazioni e incentivi resi disponibili con risorse pubbliche

La riconosciuta possibilità di gestire fondi pubblici e agevolazioni della stessa natura, li configura quali un veicolo decisivo di tali risorse verso le MPMI.

Negli ultimi anni si è però registrata una forte contrazione del volume di garanzie rilasciate, dovuto all'estendersi della garanzia pubblica, che ha determinato una conseguente riduzione dell'operatività e della redditività dei Confidi. In particolare per i Confidi maggiori ciò ha comportato una crescente difficoltà a rispettare alcuni requisiti di vigilanza prudenziale, quale ad esempio quello legato al volume di attività finanziaria.

Tuttavia, recentemente sembrano cogliersi segnali positivi per l'attività di garanzia collettiva dei Confidi alla luce della riforma del Fondo di Garanzia PMI e dell'entrata in vigore della CRR3 (Capital Requirements Regulation 3) che rilancia il valore della garanzia in termini di minor assorbimento patrimoniale per le banche.

Per far sì che i Confidi possano continuare a svolgere pienamente il proprio ruolo, si rende necessaria una regolamentazione maggiormente proporzionata e "aperta", che riconosca loro il libero esercizio delle attività diverse dalla concessione della garanzia, se rivolte a propri associati.

In buona sostanza occorre intervenire per eliminare vincoli normativi un po' anacronistici che frenano l'operatività dei Confidi a servizio delle MPMI, così da consentire loro di cogliere appieno le opportunità di rilancio offerte dalle novità normative intervenute.



## 4. Tokenization e crypto-asset

Le *distributed ledger technologies* e in particolare la *blockchain* sono state le protagoniste di una delle più importanti recenti rivoluzioni nel mondo della finanza: le criptovalute.

Con la tecnologia *blockchain* è possibile bypassare i circuiti tradizionali dei mercati finanziari con i relativi mezzi di pagamento e creare *token* digitali, utili anche per raccogliere capitale.

I vantaggi sono accattivanti:

- riduzione dei costi transazionali legati al *settlement* dell'operazione;
- sicurezza e immutabilità dei dati;
- possibilità di scambiare i *token* digitali su piattaforme dedicate, aprendo un mercato secondario;
- democratizzazione del mercato;
- possibilità di introdurre nel codice di programmazione gli *smart contract*, ovvero contratti auto-eseguibili, che possono replicare in modo efficace meccanismi contrattuali tipici nel mondo della finanza.

È però chiaro che l'eliminazione di ogni intermediazione pone rilevanti problemi rispetto alla tutela dei piccoli risparmiatori e ai presidi anti-riciclaggio; inoltre c'è sempre il rischio di attacchi informatici laddove gli *hacker* individuano delle 'falle'.

In tal senso l'Unione Europea ha voluto regolamentare la possibilità di distribuire sul mercato i *crypto-asset* attraverso due provvedimenti: il Regolamento UE 2022/858 sul DLT Pilot Regime, che disciplina la trasformazione in *token* digitali (tokenizzazione) degli strumenti finanziari (classificandoli in *token* collegati ad attività, ART, *asset-referenced token*, *token* di moneta elettronica, EMT *e-money token*, e *utility token*), e il Regolamento UE 2023/1114 MiCAR (Market in Crypto-Assets Regulation) che entra nel merito dei meccanismi di funzionamento, organizzazione e *governance* necessari per la tutela dei partecipanti alle emissioni, all'offerta al pubblico e alla negoziazione dei *crypto-asset*.

In Italia, il D.L. 25/2023 (Decreto Fintech) ha stabilito che l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari 'tokenizzati' deve avvenire attraverso registri distribuiti autorizzati dalla Consob e distinti in: sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) DLT, sistemi di regolamento (SS) DLT e sistemi di negoziazione e regolamento (TSS) DLT.

### Come funziona?

La 'tokenizzazione' permette di frazionare un *asset* in parti più piccole, rendendole negoziabili *online* e accessibili anche a chi

vuole investire somme ridotte. Il *token* digitale originato attraverso la *blockchain* certifica la proprietà di una quota dell'*asset* stesso. I *token* possono rappresentare beni fisici (come immobili, infrastrutture, *commodities* e altre attività reali) o strumenti finanziari (azioni e crediti).

Come descrive la Figura 4.1, il processo di tokenizzazione passa attraverso cinque fasi: (1) strutturazione dell'operazione con la definizione dell'*asset* di partenza e del *framework* legale, (2) digitalizzazione e creazione dei *token* su registro *blockchain*, (3) offerta dei *token* sul mercato primario, (4) gestione dell'investimento e azioni societarie (pagamento di cedole, dividendi...), (5) eventuale trattazione su un mercato secondario (piattaforma digitale).

### La situazione attuale in Italia

Siamo ancora agli albori in questo segmento del mercato. In passato abbiamo già descritto alcune sperimentazioni condotte da PMI (come la bresciana Quargentan) che hanno collocato titoli mobiliari registrati su *blockchain*. Con l'avvento delle nuove normative UE, l'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione dei *token* digitali tenuto dalla CONSOB si sta progressivamente popolando (alla data del 31/10/2025 si contavano 4 soggetti: CDP, Fleap, Milano Global Advisors e ClubDeal). Al momento Fleap e ClubDeal (si veda il Box a fianco) hanno tokenizzato il proprio capitale sociale e si può prevedere che in futuro arriveranno nuovi casi di PMI che utilizzeranno questa tecnologia per raccogliere denaro, allineandosi alle normative recenti.

### Caso di studio

#### ClubDeal SpA

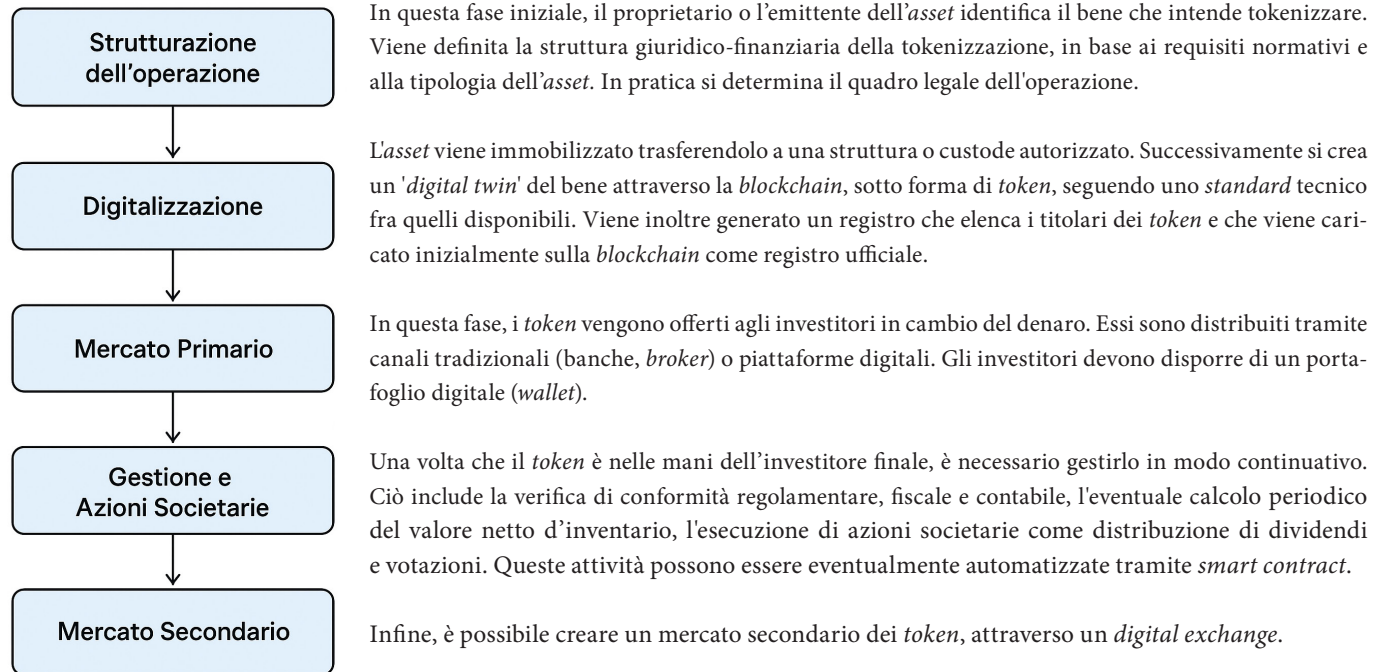
Fondata nel 2017 da Antonio Chiarello, ClubDeal è una PMI innovativa milanese autorizzata ad operare come fornitore di servizi di *crowdfunding* per le imprese sulla base del Regolamento ECSP. In realtà la piattaforma (ClubDealOnline) si rivolge principalmente a High Net Worth Individuals proponendo l'investimento esclusivo nel capitale di aziende con elevate opportunità di crescita.

Nel 2025 Clubdeal ha ottenuto l'autorizzazione per essere iscritta al registro per la circolazione dei *token* digitali rappresentativi di investimenti finanziari ed ha avviato la trasformazione del proprio capitale sociale in *token* digitali, attraverso una piattaforma tecnologica basata su *blockchain* Polygon PoS, costruita insieme a BlockInvest, piattaforma sviluppata dalla *startup fintech* milanese RealHouse Srl.

L'iniziativa apre la pista al servizio proposto da ClubDeal a banche, SGR e SIM e altri investitori istituzionali per la gestione degli investimenti in *private asset* come *minibond*, azioni di imprese non quotate e strumenti finanziari partecipativi attraverso la *blockchain*.

### Figura 4.1

Le fasi della tokenizzazione di un *asset* finanziario.



## Focus. Le banche 'digitali' e il credito verso le PMI

Il *fintech* ha determinato la nascita di molte realtà che ambiscono a introdurre innovazioni dirompenti nel mondo del credito. Molte *startup* hanno indirizzato le strategie di *player* già esistenti sul mercato o portato alla nascita di *challenger bank* e *neo-bank* che da subito hanno visto nel *fintech* l'opportunità di creare valore nei processi del credito delle imprese e delle PMI.

Questa trasformazione digitale ha agito su tre fronti principali: *onboarding* e valutazione del credito, erogazione e gestione del finanziamento, nuovi modelli di finanziamento (*marketplace*, *factoring* digitale, soluzioni *embedded*).

In primo luogo, l'*onboarding* e la valutazione del merito creditizio sono diventati molto più precisi e rapidi grazie all'analisi accurata dei clienti e all'automazione dei processi, facendo leva anche sugli *open data*. Diversi gruppi bancari hanno sviluppato piattaforme integrate che unificano *front-end* e banche dati, per migliorare la valutazione rapida e omnicanale del credito, riducendo i passaggi manuali, i tempi di istruttoria e il rischio.

Alcune banche hanno lanciato prodotti digitali dedicati alle PMI (con linee specifiche pensate per investimenti sostenibili) che automatizzano parte del processo, consentono risposte più rapide alle richieste di finanziamento e monitorano l'andamento del rapporto creditizio.

Le *challenger bank* e le *neo-bank* europee attive anche in Italia hanno portato modelli di conto aziendale e finanziamento integrato 100% digitale, stimolando la proposta di servizi innovativi da parte degli altri *player* già esistenti. In questo scenario, le *partnership* e le piattaforme di *open finance* giocano un ruolo abilitante. Sono state sviluppate infrastrutture e soluzioni che consentono a banche e *startup fintech* di integrare dati, processi di *scoring* alternativi e servizi *embedded*, riducendo i tempi di accesso al credito e migliorando l'esperienza per l'impresa.

In sintesi, il mercato ha guadagnato una maggiore efficienza (minori tempi di istruttoria, processi automatizzati), incremento delle capacità produttive, ampliamento dei canali di offerta e una più ampia disponibilità di strumenti 'su misura' per le PMI. Tuttavia, la transizione richiede investimenti IT significativi, *governance* del rischio digitale e una gestione attenta della raccolta dei risparmiatori: da qui l'emergere di modelli ibridi banca+*fintech* (*joint venture*, *partnership* o acquisizioni) come soluzione prevalente.



## 5. Private equity e venture capital

Il *private equity* è l'investimento nel capitale di rischio di un'impresa non quotata, finalizzato ad ottenere un *capital gain* nell'arco di qualche anno, con la successiva cessione della partecipazione (*exit*).

Interessa imprese di ogni dimensione, età e situazione; nel caso delle PMI sono due in particolare i comparti correlati:

1. il '*growth capital*' ovvero l'investimento nell'*equity* di PMI in settori anche tradizionali che vogliono fare un salto dimensionale;
2. il '*venture capital*' ovvero l'investimento in *startup* ad alto tasso di innovazione, con ambiziosi piani di crescita futuri.

Ciò che accomuna le due categorie è la necessità di liquidità per poter finanziare la crescita, ma anche il bisogno di affidarsi a investitori che siano *partner* attivi nel portare un valore aggiunto grazie a competenze manageriali, reti di relazione e sinergie.

Nel mondo italiano del *private equity* e del *venture capital*, gli investitori appartengono a diverse tipologie:

- fondi di *private equity*, gran parte dei quali promossi da SGR o veicoli iscritti ad AIFI, Associazione italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt;
- gruppi industriali, interessati a fare *scouting* di piccole ini-

ziative imprenditoriali, dove possono maturare innovazioni di pregio (ad esempio, parliamo del Corporate Venture Capital, CVC);

- investitori individuali, come i *business angel*, che si raggruppano in *network* come IBAN (Italian Business Angel Network) e IAG (Italian Angels for Growth).

Può capitare che alcune operazioni vedano la partecipazione di più co-investitori, attraverso dei *club deal*.

I vantaggi per una PMI (o una *startup*) nell'accedere al *private equity* (o al *venture capital*) sono diversi:

- ottenere un'iniezione di capitale significativa;
- collaborare con gli investitori per far crescere l'impresa attraverso un salto di qualità manageriale;
- 'certificare' la qualità dell'azienda.

Per contro, gli investitori vogliono tutelare il loro investimento e chiederanno la sottoscrizione di patti parasociali complessi, che prevedono una serie di clausole su diritti di veto, co-vendita e trascinamento, privilegio in caso di liquidazione dell'impresa. Inoltre, chiederanno di partecipare alla *governance* e di ricevere un flusso regolare di informazioni.

I dati raccolti da AIFI sull'attività dei propri associati (si veda la Figura 5.1) mostrano che il 2024 è stato un anno abbastanza positivo per il *venture capital*, in linea con i risultati del 2023. Si sono registrati investimenti per € 927 milioni su 437 operazioni, con un ulteriore incremento della taglia media rispetto al passato. Il primo semestre 2025 mostra risultati in linea con i mesi precedenti, con € 454 milioni investiti e 236 operazioni. A conferma della stabilità dei volumi, i ricercatori dell'Osservatorio Venture Capital Monitor della LIUC Università Cattaneo hanno censito nei primi 6 mesi del 2025 107 investimenti 'iniziali' di *venture capital* contro 97 del primo semestre 2024. Anche Italian Tech Alliance descrive un mercato stabile: nel terzo trimestre 2025 si parla di 75 *round* (con una crescita nel comparto *smart cities*) e di € 261 milioni investiti.

Per quanto riguarda il *growth capital*, il 2024 non ha confermato i numeri del 2023; AIFI ha registrato 56 *deal* con € 695 milioni di investimento, in netto calo rispetto al 2023. Il 2025 conferma la situazione non euforica, con 30 operazioni ma 'solo' € 270 milioni all'attivo.

Passando al mondo dei *business angel*, le statistiche raccolte da IBAN (Italian Business Angel Network) descrivono un 2024 decisamente positivo (si veda la Figura 5.2) con un netto recupero: € 74,5 milioni investiti rispetto ai € 39,3 milioni del 2023. Il 38% delle risorse è stato allocato a imprese del settore ICT.

### Casi di studio

#### *Intrauma SpA*

Fondata nel 2006 a Rivoli (TO) Intrauma realizza dispositivi ortopedici per applicazioni nell'ambito della traumatologia umana e veterinaria.

Nel settembre 2024 Fondo Italiano di Investimento SGR ha investito € 10 milioni attraverso il fondo FITEC II ottenendo una quota del capitale pari al 40%. L'aumento di capitale è finalizzato a sostenere la crescita commerciale, nonché l'ampliamento della gamma prodotti della società, introducendo innovazioni quali il rivestimento in argento, la protesica e la medicina rigenerativa.

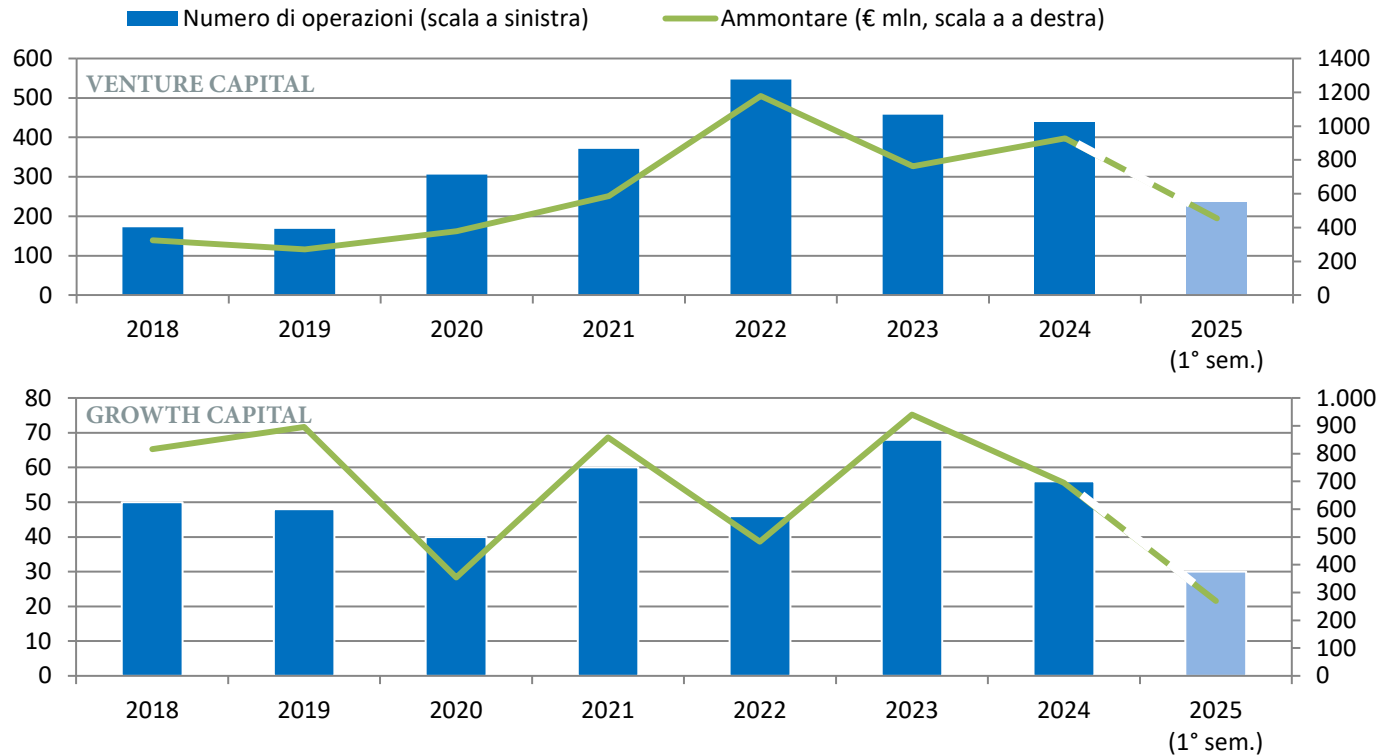
#### *Next Generation Robotics Srl*

Next Generation Robotics è stata fondata a Pisa nel 2020 da Massimiliano Gabardi e Antonio Frisoli. Ha sviluppato il robot Argo che è in grado di eseguire autonomamente l'ispezione del sottocassa dei treni, utilizzando tecnologie sofisticate.

La *startup* innovativa impiega oggi 12 persone, di cui 11 ingegneri, e lo scorso aprile si è assicurata un *round series A* di *venture capital* da € 4,5 milioni, guidato da CDP Venture Capital SGR (attraverso il Digital Transition Fund PNRR e il Fondo ToscanaNext) e con la partecipazione di altri investitori come Simest e AVM Gestioni. Le risorse raccolte saranno utilizzate per accelerare la crescita dell'azienda, attraverso il consolidamento sul mercato europeo e l'espansione a livello internazionale.

**Figura 5.1**

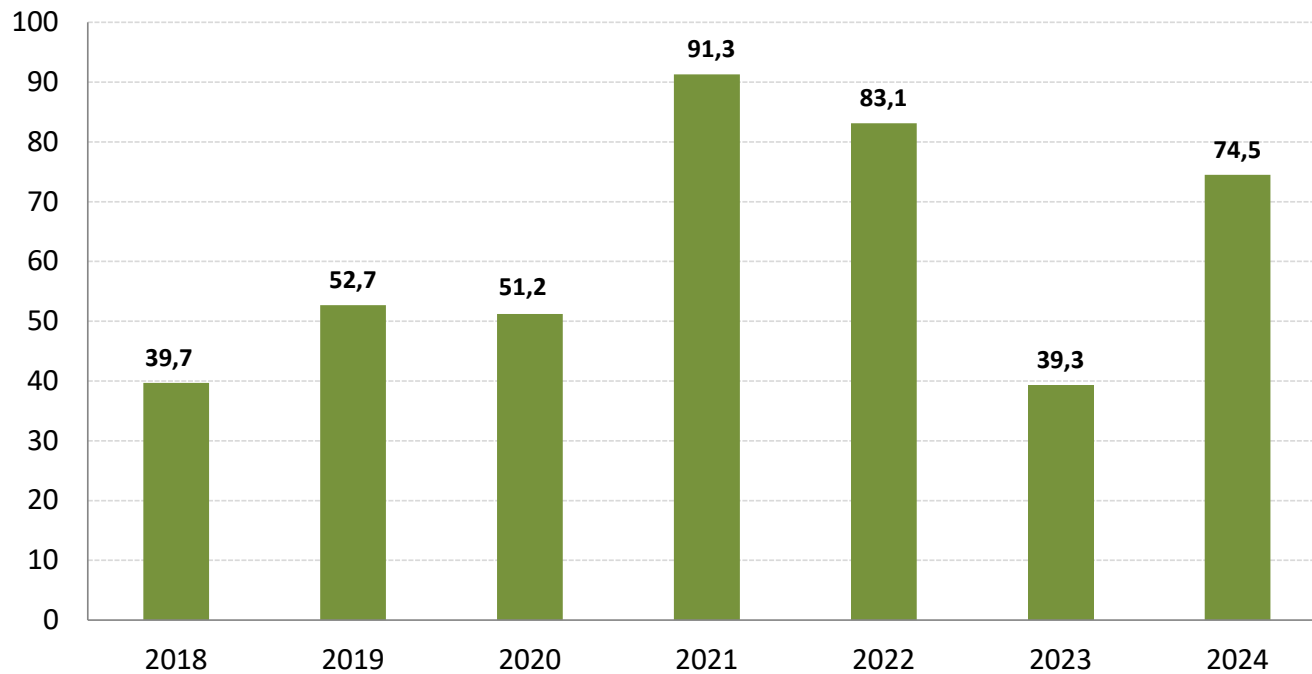
Gli investimenti annuali dei fondi nel *venture capital* e nel *growth capital*: i dati italiani. Fonte: AIFI.



**Figura 5.2**

Flusso degli investimenti annuali dei *business angel* affiliati a IBAN. Valori in € milioni.

Fonte: IBAN.





## 6. Quotazione in Borsa

La quotazione in Borsa è un'opzione non facile per le PMI, che dovrebbero affrontare requisiti impegnativi e costi sostanziali per poter entrare a Piazza Affari. Inoltre per le *small cap* è difficile riuscire a catturare l'attenzione del mercato, vista la bassa liquidità degli scambi e la ridotta copertura degli analisti. Proprio per questo, esistono listini borsistici specifici per le PMI, come in Italia Euronext Growth Milan (EGM), un mercato non regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID II.

I benefici per una PMI che decide di quotarsi in Borsa sono diversi:

- costo del capitale più basso e accesso diretto al canale borsistico per raccogliere capitale;
- leva di *marketing* per far conoscere l'impresa, incrementare le vendite e ottenere un effetto di 'certificazione' verso clienti, fornitori e *partner*;
- attrarre più facilmente risorse umane qualificate;
- avere una valutazione oggettiva dal mercato e poter meglio finanziare delle acquisizioni con un concambio di azioni;
- accedere a eventuali benefici fiscali (ad esempio il credito d'imposta sulle spese accessorie riservato in Italia alle PMI).

Per contro occorre citare i maggiori adempimenti in termini di trasparenza, *compliance*, controllo di gestione interno, apertura di una funzione di Investor Relator, costi vivi annuali richiesti da Borsa Italiana. Soprattutto, anche nel caso in cui l'imprenditore decida di mantenere la maggioranza dei diritti di voto come quasi sempre accade, la PMI dovrà aprirsi al mercato e accettare che chiunque, potenzialmente, possa entrare nel capitale.

### Come funziona

Per quotarsi su Euronext Growth Milan, una PMI deve individuare e contattare un *advisor* fra quelli autorizzati da Borsa Italiana, che affiancherà l'emittente in tutte le fasi del processo. L'ultimo bilancio dovrà essere certificato ed è necessario costituire un minimo capitale flottante (ovvero posseduto da diversi investitori) per il 5%/10% del totale attraverso un collocamento riservato a investitori istituzionali (che vorranno capire bene il *business* della PMI, i piani futuri dell'impresa, le strategie di crescita e come il capitale raccolto verrà investito), con un documento di ammissione da pubblicare. Dopo la quotazione dovrà essere redatto un bilancio semestrale e nominato uno *specialist* per assicurare liquidità agli scambi (quest'ultimo requisito non

è obbligatorio se si sceglie il segmento Professionale del listino). Vale la pena ricordare che Borsa Italiana ha da tempo lanciato il programma ELITE, l'ecosistema che aiuta le PMI a crescere e ad accedere ai mercati dei capitali (quotati e privati)<sup>1</sup>. Ad oggi sono oltre le 2.000 le imprese dell'Europa continentale che hanno partecipato al programma.

Nel caso di quotazione su altri listini esteri, occorre verificare i requisiti specifici, ma il processo è del tutto simile.

### I numeri del mercato

Come evidenzia la Figura 6.1, alla data del 30/6/2025 erano quotate su Euronext Growth Milan 205 emittenti. È la prima volta che si registra un calo: in effetti nel primo semestre 2025 si sono quotate 6 imprese, mentre sono uscite dal mercato in 11, a seguito più che altro di *delisting* volontari o acquisizioni.

Nel 2024 le 21 'matricole' hanno raccolto € 156 milioni al momento dell'ingresso in Borsa cui si aggiungono circa € 86 milioni da aumenti di capitale delle società già quotate. Il primo semestre 2025 segna una raccolta di 'solo' € 21 milioni al collocamento iniziale, più altri € 33,5 milioni da aumenti di capitale.

Il tema dell'attrattività del mercato borsistico, sia per le grandi imprese sia per le PMI, è di grande attualità in questo momento e sono in atto riforme su leggi e regolamenti per semplificare i processi e ridurre gli adempimenti, salvaguardando il risparmio.

<sup>1</sup> [www.elite-network.com](http://www.elite-network.com).

### Casi di studio

#### *Metrixs AI SpA Società Benefit*

Fondata nel 2021 ad Arezzo da Tiziano Cetarini, *alumnus* di POLIMI Graduate School of Management, Metrixs AI è una Società Benefit che sviluppa soluzioni B2B innovative per le PMI basate sui dati e potenziate dall'intelligenza artificiale secondo un paradigma 'Service as a Software'. Nel 2024 ha contabilizzato ricavi per € 5,55 milioni.

Pochi mesi fa la società si è quotata su Euronext Growth Milan, raccogliendo € 4,2 milioni durante il collocamento. Metrixs AI è stata supportata da Illimity Bank per l'operazione di ammissione a quotazione.

#### *Ubaldi Costruzioni SpA*

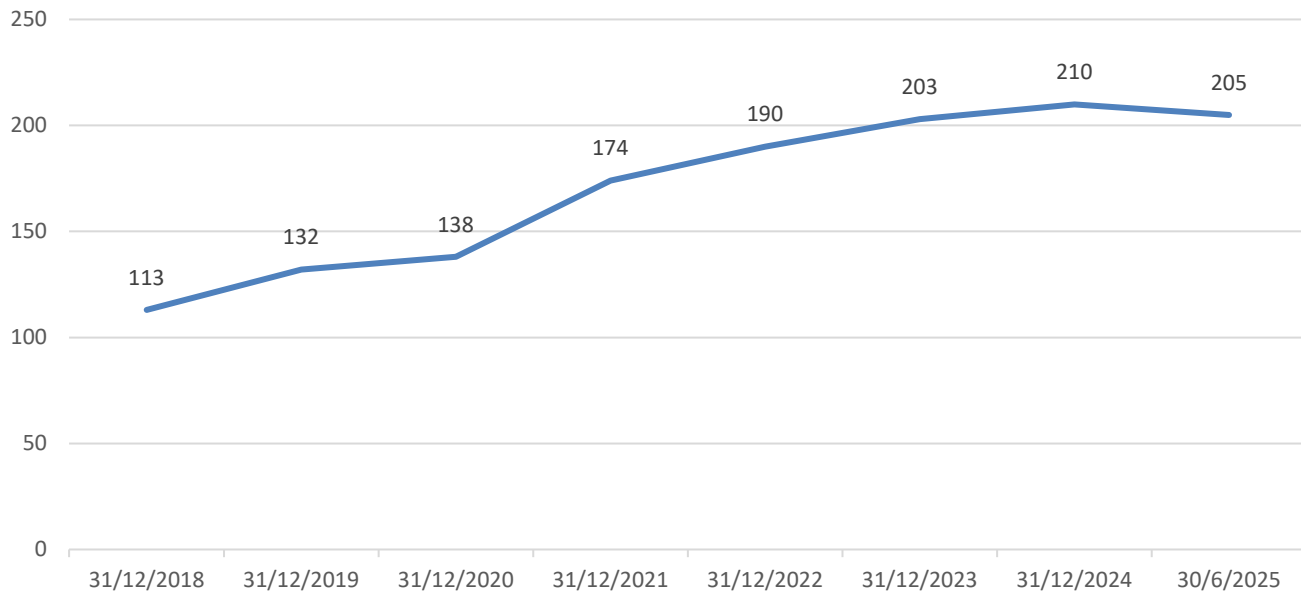
Ubaldi Costruzioni è una azienda familiare fondata del dopoguerra in provincia di Ascoli Piceno, *leader* nel settore delle costruzioni e infrastrutture con un'altissima specializzazione nell'edilizia industriale, commerciale e direzionale. La società ha chiuso il 2024 con ricavi per € 33,66 milioni, in forte crescita nell'ultimo biennio, con un EBITDA margin del 18%.

Per sostenere l'ambizioso piano di crescita futura, Ubaldi Costruzioni ha deciso di quotarsi su Euronext Growth Milan lo scorso gennaio raccogliendo € 4,2 milioni. Il primo giorno di contrattazioni ha chiuso con un rialzo del 50%, raggiungendo una capitalizzazione di € 28,8 milioni. EnVent Italia SIM è stato l'Euronext Growth Advisor e Global Coordinator.

**Figura 6.1**

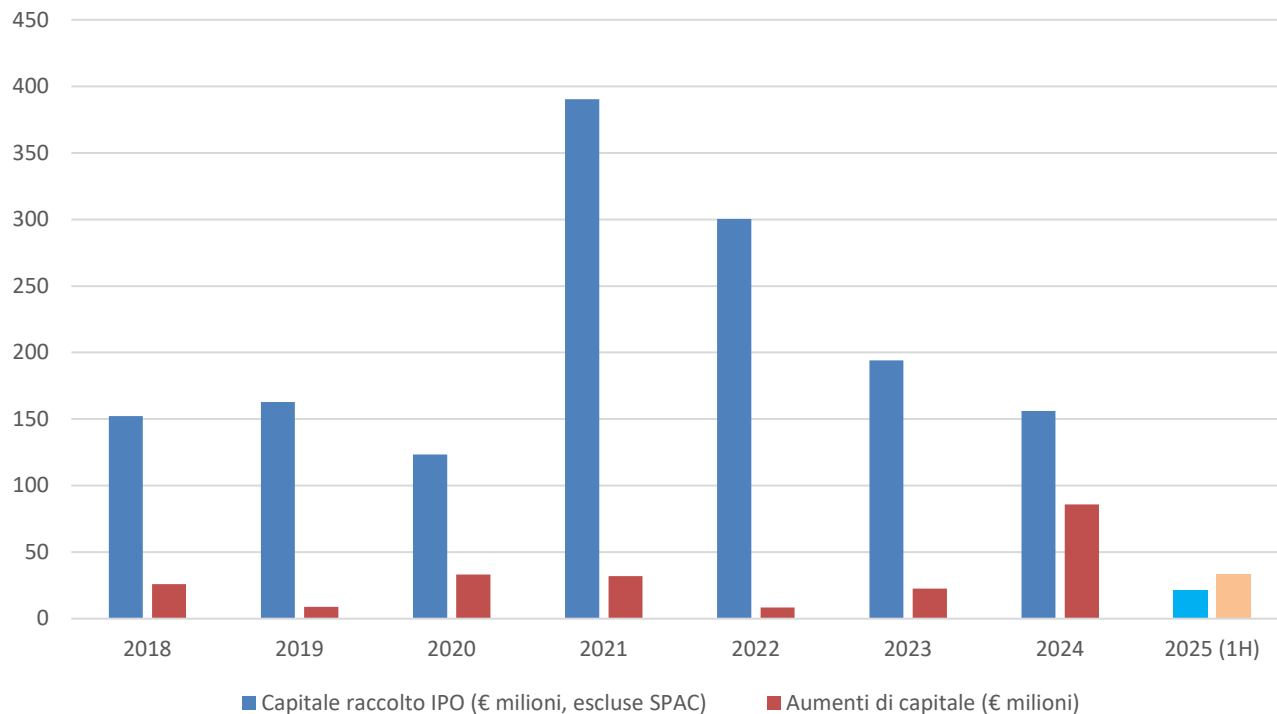
Numero di società quotate su Euronext Growth Milan.

Fonte: Euronext.



**Figura 6.2**

Raccolta di capitale al momento dell'ingresso in Borsa (IPO, emissione di nuovi titoli escludendo le SPAC, *special purpose acquisition company*) e negli anni successivi (aumenti di capitale) delle società quotate su Euronext Growth Milan. Fonte: Euronext.



[www.osservatoriefi.it](http://www.osservatoriefi.it)

---

*Scansiona il QR-code per accedere  
ai risultati completi delle ricerche degli Osservatori EFI*

