

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

4° 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 | 31 |
| 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 e il mercato per le PMI italiane | 48 |
| 5. ICOs e token offerings | 53 |
| – <i>Blockchain</i> e ICOs | 53 |
| – La regolamentazione | 55 |
| – La situazione del mercato | 56 |
| – 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 del Politecnico di Milano | 69 |
| Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca | 71 |
| Appunti | 74 |



Prefazione

La quarta edizione del Quaderno di ricerca “La finanza alternativa per le PMI in Italia” curata dal Politecnico di Milano, con il supporto di Unioncamere ed Innexa, si pone l’obiettivo di fornire un quadro quanto più possibile completo ed esaustivo degli strumenti di finanza alternativa al credito bancario, quali *minibond*, *crowdfunding*, *invoice trading*, *direct lending*, ICOs e *cryptoasset*, *private equity* e *venture capital* e quotazioni in Borsa. Ciò sia sotto un profilo normativo e regolamentare, che relativo allo sviluppo dei mercati di riferimento. Accanto ai numeri che rappresentano lo stato dell’arte dell’evoluzione di tali mercati, vengono evidenziati dei *case history* che mostrano come gli strumenti di finanza innovativa possono concretamente aiutare le piccole e medie imprese a crescere nel loro percorso di sviluppo.

La presentazione del lavoro di ricerca interviene in un momento di ripresa economica per il nostro Paese, a seguito della pandemia derivante dal Covid-19. Ciò sta avvenendo anche per effetto dei decisi indirizzi dell’Unione Europea, in particolare attraverso il piano Next Generation EU. Al fine di fronteggiare tale situazione di crisi economico-finanziaria, si è verificato un forte afflusso di risorse e di finanziamenti garantiti dallo Stato, che senza dubbio eserciterà significativi effetti sulla situazione debitoria delle imprese. Gli strumenti alternativi ai finanziamenti erogati dal sistema bancario assumono, in questo contesto, un ruolo ancora più importante per condurre le piccole e medie imprese verso un riequilibrio della propria struttura finanziaria, necessario per uscire al meglio dalla situazione emergenziale. Sostenere la crescita e gli investimenti, le acquisizioni di tecnologie e competenze, le ristrutturazioni aziendali, le aggregazioni, la diversificazione dei *business* e dei mercati sono obiettivi su cui sarà necessario puntare per molte PMI nei prossimi anni. Disporre di *set* articolati di strumenti cui ricorrere sarà fondamentale. Questo rapporto fa il punto sulla situazione.

Le strumentazioni monitorate ed esaminate hanno un utilizzo ancora ridotto rispetto al potenziale, anche se ormai in crescita costante negli ultimi anni, basti pensare che tale mercato è sostanzialmente raddoppiato negli ultimi dodici mesi. Le ragioni sono state spesso indagate, analizzate, valutate. Certo, diversi strumenti sono orientati maggiormente ad imprese con una scala più rilevante, meno adatti a quell’imprenditoria diffusa di piccole e piccolissime dimensioni che costituisce l’ossatura del sistema italiano. E questa azione di adattamento dovrà essere una priorità. Così come un’azione costante di informazione e promozione. Ma insieme sarà essenziale che tantissimi operatori economici acquisiscano una dimestichezza con tali strumenti e, più in generale, con quelle competenze che ne rendono possibile l’utilizzo. Competenze finanziarie, ma non solo.

Le Camere di Commercio hanno, in questi anni, sostenuto la diffusione di tali strumenti verso una platea di imprese sempre più ampia, attraverso seminari, eventi formativi, *forum* e canali per avvicinare l’offerta degli investitori alla domanda delle PMI. E insieme realizzano un’azione di crescita della cultura digitale, di utilizzo delle nuove tecnologie in tutta la gamma della vita aziendale, di *awareness* dei temi finanziari con cui le imprese devono confrontarsi.

La riforma del Codice della crisi, inoltre, ha chiamato in campo le Camere di Commercio sulla prevenzione delle crisi d’impresa e, su mandato del Governo, esse hanno avuto il compito di provvedere alla costituzione di un sistema volontario per la composizione negoziata della crisi con una piattaforma telematica nazionale che servirà proprio a ridurre il più possibile il numero delle potenziali crisi aziendali, delle imprese sane ma in difficoltà.

Accanto a tale sistema, è necessario rafforzare altresì strumenti e conoscenze necessarie alle PMI a monitorare e consolidare il proprio equilibrio economico-finanziario, anche in ottica di nuovi investimenti, ma anche quello organizzativo e gestionale ed a cogliere le opportunità fornite dalla nuova frontiera del Fintech.

Tutto ciò testimonia quanto siano cruciali per la crescita dei mercati di finanza alternativa in Italia queste azioni, su cui sono coinvolte le associazioni, le istituzioni (Consob, Banca d’Italia ecc.) i professionisti, gli organismi della finanza alternativa. Una finanza che deve essere capace di sostenere il nostro tessuto produttivo, impegnato a superare lo *shock* emergenziale, ma al contempo di contribuire a velocizzare la ripresa e rilanciare lo sviluppo.

Giuseppe Tripoli, Segretario Generale Unioncamere

Presentazione

Siamo lieti di presentare la nuova edizione del Quaderno di ricerca sulla Finanza Alternativa per le PMI in Italia.

Il tema dell'accesso al capitale per le PMI nazionali, in questo momento di 'ripresa' dopo il *lockdown* dell'attività economica e sociale, è quanto mai attuale. Nella fase più acuta ed 'emergenziale' della pandemia, la finanza alternativa al canale bancario ha giocato un ruolo importante per assicurare liquidità al sistema, soprattutto attraverso le sue articolazioni più innovative e digitali. Oggi, in un momento in cui si pianificano importanti investimenti per il futuro, la finanza alternativa si prepara a dare un contributo attivando risorse consistenti, con l'obiettivo di mobilitare - almeno parzialmente - l'enorme massa di liquidità che giace sui conti correnti degli italiani.

Nelle prossime pagine documentiamo come gli ultimi 12 mesi abbiano visto quasi un 'raddoppio' tendenziale della posta in gioco. Nella ricerca di un anno fa mostravamo come i diversi segmenti della finanza alternativa fossero in grado di canalizzare alle PMI liquidità per € 2,5 miliardi all'anno; ora il ritmo è quello di € 2 miliardi a semestre. Dopo un momento di incertezza nel primo semestre del 2020, il secondo semestre ha mostrato uno scatto deciso. Il primo semestre 2021 è andato molto bene, anche se su volumi di poco inferiori legati più che altro a stagionalità e ai ritardi nel deposito dei bilanci annuali. I primi dati sul secondo semestre 2021 sono decisamente positivi e lasciano ben sperare.

Gli ultimi mesi hanno segnato importanti novità per il mercato: l'entrata in vigore della regolamentazione europea ECSP per il *crowdfunding*, operazioni di sistema sui *basket bond*, l'avvio di nuovi ELTIF e PIR alternativi, l'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Euronext (con la trasformazione di AIM Italia in Euronext Growth Milan), la continua pressione del Fintech, l'arrivo di nuovi *player* in un ecosistema che ormai, sommando piattaforme digitali, portali di *crowdfunding*, investitori specializzati pubblici e privati, società di *rating*, *arranger* e *advisor*, conta circa 250 soggetti.

La nostra ambizione è che il prodotto di questa ricerca contribuisca ogni anno a migliorare l'efficienza del mercato e soprattutto a far conoscere gli strumenti della finanza alternativa a nuove PMI fra le tante, tantissime che ancora non l'hanno sperimentata.

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) da quest'anno dedichiamo un capitolo specifico alla quotazione in Borsa su listini specifici per le PMI (SME Growth Market) come AIM Italia (ora Euronext Growth Milan).
- La seguente Tabella identifica le principali differenze fra i sette canali di finanziamento individuati, confrontati con il credito bancario.

| | Forma di finanziamento | Orizzonte temporale | Tipologia di investitore tipico |
|--|--------------------------------|--|--|
| Credito bancario | Debito | Breve, medio, lungo termine | Bancario |
| <i>Minibond</i> | Debito | Breve e medio termine | Professionale (*) |
| <i>Crowdfunding</i> | <i>Reward, equity</i> , debito | In funzione della forma di finanziamento | <i>Retail</i> e professionale |
| <i>Invoice trading</i> | Smobilizzo fatture | Breve termine | Professionale |
| <i>Direct lending</i> | Debito | Medio termine | Professionale |
| 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 2020 | 2° semestre 2020 | 1° semestre 2021 |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| <i>Minibond</i> | 95,9 | 342,6 | 112,4 |
| <i>Crowdfunding: reward based</i> | 0,8 | 1,9 | 3,2 |
| <i>equity based</i> | 38,4 | 62,3 | 65,4 |
| <i>lending based</i> | 52,7 | 79,9 | 230,9 |
| <i>Direct lending</i> (*) | 138,7 | 262,9 | 307,8 |
| <i>Invoice trading</i> | 555,1 | 712,2 | 531,6 |
| <i>Private equity/VC: fondi</i> (**) | 102 | 630 | 593 |
| <i>business angel</i> (*) | 25,6 | 25,6 | 28 |
| Euronext Growth Milan (***) | 25,0 | 131,4 | 106,5 |
| TOTALE | 1.034,2 | 2.248,8 | 1.978,8 |

Si può osservare che, secondo le nostre rilevazioni e stime, ci sia stato negli ultimi 12 mesi un aumento consistente nei flussi. Il primo semestre del 2021 registra un valore di circa € 1,98 miliardi, con un incremento del 91% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Grazie all'ottima *performance* del secondo semestre del 2020 (€ 2,25 miliardi), gli ultimi 12 mesi analizzati mostrano un flusso di € 4,23 miliardi, in aumento del 58% rispetto allo stesso dato che abbiamo pubblicato un anno fa.

I *minibond*

L'industria dei *minibond* continua nella direzione di una crescita stabile e progressiva fin 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 2021 sono state 444; fra queste, ben 37 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel primo semestre 2021. Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 455,0 milioni, di cui € 342,6 milioni nel secondo semestre 2020 e € 112,4 milioni nel primo semestre 2021 (con un aumento tendenziale del 17% rispetto allo stesso periodo del 2020). Considerato che ogni anno i volumi del secondo semestre sono sempre superiori a quelli del primo semestre, si evidenzia un bilancio positivo.

Si tratta di un mercato importante fra tutti quelli analizzati, che continuerà a crescere sostenuto dai progetti di *basket bond* esistenti ed annunciati. Si nota che nell'ultimo anno il 76,6% dei *minibond* collocati era coperto da una qualche forma di garanzia.

Il *crowdfunding*

L'*equity crowdfunding* (ovvero il collocamento di quote del capitale di rischio su portali autorizzati da Consob) ha visto un ottimo 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 742 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme Internet autorizzate fino al 30 giugno 2021, portando a successo 588 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 € 127,7 milioni, con un incremento del 67% rispetto al periodo precedente. Nel primo semestre 2021 la raccolta è stata di € 65,4 milioni, con un aumento tendenziale del 70% sul 2020. I portali autorizzati ad oggi sono ben 54.

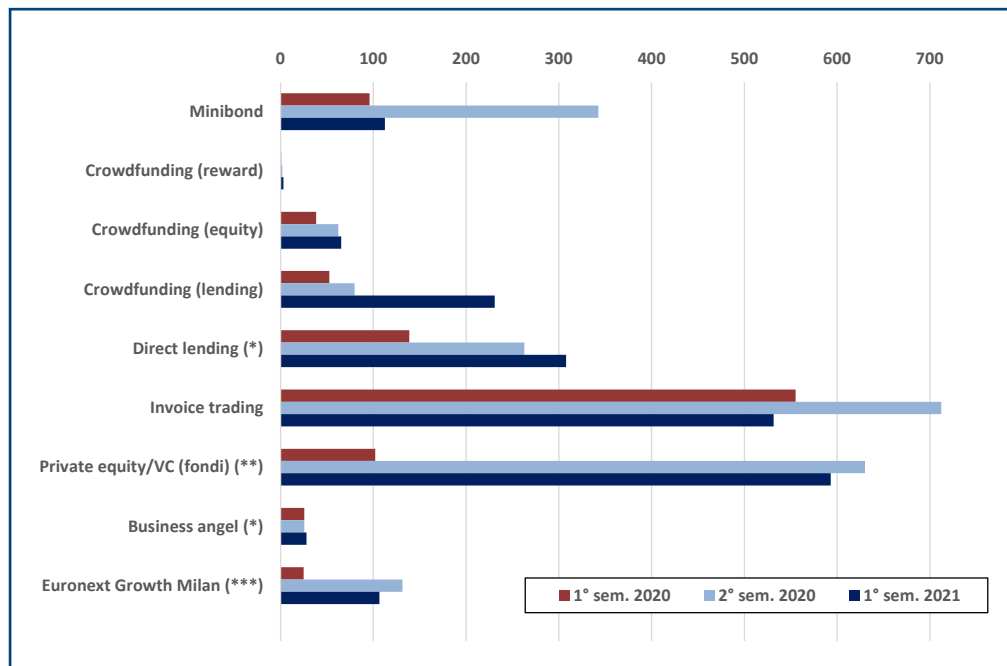


Figura 0.1

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

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 € 310,8 milioni nell'ultimo periodo annuale (€ 79,9 milioni nel secondo semestre 2020 e € 230,9 milioni nel primo semestre 2021). L'incremento è del 73% rispetto all'anno scorso (ma in realtà sarebbe maggiore considerando che alcune piattaforme sono da quest'anno incluse nella categoria *direct lending*) mentre quello tendenziale considerando solo gli ultimi 6 mesi è del 338%. In questa categoria sono state censite 21 piattaforme attive di cui 14 focalizzate sul comparto immobiliare.

Un elemento importante da segnalare per il mondo del *crowdinvesting* (*equity e lending*) è l'entrata in vigore del 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 € 5,1 milioni la raccolta effettuata negli ultimi 12 mesi, con una buona crescita grazie ad alcune singole campagne di successo.

Invoice trading

Le piattaforme di *invoice trading* italiane hanno mobilitato per le PMI € 1,24 miliardi negli ultimi 12 mesi (€ 712,2 milioni nel secondo semestre 2020 e € 531,6 milioni nel primo semestre 2021). L'incremento è del 7,5% rispetto all'anno scorso ma nei primi 6 mesi di quest'anno si registra un arretramento, legato sia ai ritardi nei depositi dei bilanci 2020 sia all'uscita dal mercato di alcune piattaforme, già sostituite peraltro da nuovi *player* che però non erano ancora pienamente operativi al 30/6/2021. In totale gli operatori censiti in questa data risultavano essere 12.

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.

Come evidenziato l'anno scorso, è proseguito il *trend* di integrazione tecnologica fra le piattaforme e i sistemi ERP offerti da grandi *software house*. Grazie a questo 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) 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'.

Da quest'anno consideriamo in questa categoria anche i portali che erogano credito su Internet attingendo esclusivamente da investitori professionali, come Azimut Direct e Credimi. I dati quindi non sono comparabili con quelli di un anno fa. Il contributo che è arrivato da questo segmento può essere stimato in € 570,7 milioni per gli ultimi 12 mesi, con una buona crescita nel primo semestre 2021 (€ 307,8 milioni) rispetto ai 6 mesi precedenti (€ 262,9 milioni) e ancora di più rispetto al primo semestre 2020, con valori più che raddoppiati.

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 'cripto-attività' non ha ancora generato risultati in termini di nuove opportunità.

Nel frattempo il flusso delle offerte si è ridotto ai minimi (non abbiamo infatti individuato negli ultimi mesi operazioni significative condotte da *team* italiani) mentre si affacciano sul mercato nuove modalità che potrebbero avere sviluppi interessanti come

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 su strumenti, servizi e modelli di finanza complementare.

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 soluzioni Fintech tra le PMI.

Offre diversi servizi volti a collegare i *player* di finanza alternativa al tessuto imprenditoriale del Paese, per favorire lo sviluppo di collaborazioni ed estendere la conoscenza del mondo Fintech e della finanza complementare, accompagnando le imprese nella loro crescita anche verso la quotazione di Borsa (ad esempio su Euronext Growth).

Oltre a strumenti già disponibili sul portale www.innexa.it, quali il Fintech Digital Index e l'Equity Crowdfunding Hub, Innexa sta lavorando alla creazione di un servizio di valutazione delle performance ESG ed uno strumento di autovalutazione dell'equilibrio finanziario dei consumatori e delle piccole imprese.

I servizi attualmente fruibili sono:

- Fintech Digital Index: un database analitico, facile da consultare, che permette di visualizzare le imprese italiane che offrono servizi Fintech negli ambiti di: pianificazione finanziaria, fatturazione e tesoreria; *blockchain*, sicurezza e assicurazioni; finanziamenti per le imprese; pagamenti digitali. 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. L'obiettivo del Fintech Digital Index è di aiutare gli imprenditori ad individuare la soluzione digitale e innovativa più adatta alle proprie esigenze gestionali e finanziarie.
- Equity Crowdfunding Hub: una piattaforma che permette di consultare le principali caratteristiche delle imprese che hanno lanciato una campagna di *equity crowdfunding* o che hanno raccolto capitali utilizzando questo strumento. Il *tool* è stato realizzato con un duplice obiettivo: da un lato, garantire una maggiore trasparenza del mercato, dall'altro, favorire lo scambio e una maggiore liquidità delle quote con l'intento, in un futuro, di contribuire allo sviluppo di un mercato secondario dell'*equity crowdfunding*.

Box 0.2Piattaforme innovative di
finanza alternativa

L'innovazione tecnologica consente di ideare in continuazione nuove soluzioni per il finanziamento delle PMI, che non sono sempre inquadrabili nella tassonomia corrente.

La *startup* innovativa Viceversa Srl (www.goviceversa.com) ha aperto una piattaforma di *revenue based financing* che consente alle aziende del mondo ICT (come *e-commerce*, *online retailers*, *app* a pagamento) di ricevere un investimento, nel *range* tra € 10.000 e € 1 milione, senza alcuna diluizione o cessione del capitale. Il rimborso e la remunerazione dell'investimento avvengono attraverso una percentuale delle entrate lorde nel periodo in corso, fino alla restituzione del multiplo accordato. Si stabilisce dunque una relazione direttamente proporzionale con la crescita dell'azienda: se le vendite mensili dovessero calare - per fare un esempio - il pagamento del periodo sarà inferiore; se dovessero aumentare, anche il pagamento sarebbe maggiore, accelerando il rimborso dell'investimento. Il sistema funziona grazie all'accesso dei dati sulle piattaforme di vendita utilizzate. La *startup* è stata creata a fine 2020 da Matteo Masserdotti (già fondatore della piattaforma di *equity crowdfunding* 200Crowd), Pietro Pogliani, Pedro Salvi e Patrick David; di recente ha chiuso un *round* di finanziamento *venture* da € 23 milioni.

Wizkey (www.wizkey.io) è stata fondata da Marco Pagani e Roberto Ghio con l'obiettivo di valorizzare *asset* illiquidi, come i crediti, trasformandoli in *token* digitali sicuri, trasparenti e scambiabili su piattaforme *web* attraverso la tecnologia *blockchain* di Ethereum. Si tratta di un'idea che può essere applicata a diversi contesti, dalla finanza strutturata alla cessione dei crediti, dalla cartolarizzazione dei crediti stessi ai *non performing loans* (NPLs). La soluzione è stata adottata da SIA e da Leasys (gruppo FCA Bank).

Infine segnaliamo la *startup* innovativa veronese Compensiamo Srl, fondata da Giuseppe Barbarani, Paolo Mafficini e Mario Galvagni Benini. Sfruttando la possibilità di compensazione di crediti e debiti commerciali (art. 1252 del Codice Civile) introdotta dalla Legge di Bilancio 2021, la piattaforma Compensiamo.it permette di compensare i debiti e crediti che si creano tra le imprese, riducendo il fabbisogno di liquidità nel sistema economico. Un'azienda aderente fa confluire i dati delle fatture elettroniche emesse attraverso il canale SdI dell'Agenzia delle Entrate; l'algoritmo proprietario di Compensiamo cercherà tutte le possibili compensazioni tra posizioni creditorie e debitorie delle aziende aderenti comunicando alle stesse le possibilità emerse e lasciando sempre alle medesime la più ampia libertà se accettarle o meno. In tale maniera è possibile 'liberare' capitale eliminando debiti contro crediti.

le Initial Exchange Offerings (IEOs) e le Security Token Offerings (STOs). Negli ultimi tempi si affermano i collocamenti di NFT (Non Fungible Tokens) ma con ancora limitate applicazioni in ambito industriale. 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 2020 a giugno 2021 abbiamo un flusso di € 1,22 miliardi, tornato ai valori pre-Covid grazie soprattutto al contributo del secondo semestre del 2020. In particolare mostra una buona *performance* l'investimento *early stage*. Nel primo semestre 2021 il dato è molto positivo (€ 593 milioni) rispetto allo stesso periodo del 2020 (€ 102 milioni) e lascia ben sperare. Infatti, le prospettive sono buone grazie alla raccolta che i fondi dedicati stanno conducendo.

Per quanto riguarda il contributo che i *business angel* generano per il settore, partendo dai dati raccolti da IBAN (Italian Business Angels Network) che però non sono suddivisi per semestre, stimiamo in € 25,6 milioni l'apporto nei due semestri del 2020, con l'aspettativa di una piccola crescita nel primo semestre del 2021.

Quotazione in Borsa

Infine evidenziamo la raccolta che le PMI hanno effettuato sul mercato borsistico, in particolare su Euronext Growth Milan, lo SME Growth Market di Borsa Italiana, che ha preso l'eredità di AIM Italia. A fine giugno 2021 il mercato ha raggiunto la soglia di 146 società quotate, con una raccolta (considerando gli aumenti di capitale condotti alla quotazione o anche successivamente, ed escludendo le SPAC) che è pari a € 131,4 milioni nel secondo semestre 2020 e € 106,5 milioni nel primo semestre 2021; quest'ultimo dato ha segnato un deciso recupero rispetto allo stesso periodo del 2020. In totale le risorse veicolate alle imprese negli ultimi 12 mesi sono pari a € 237,9 milioni, con un aumento del 66% rispetto al periodo precedente.

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 ancora delicata per l'economia; 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. 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 poi 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. La ricerca degli investitori potrà essere fatta contattando direttamente operatori spe-

cializzati 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 20/11/2021 le piattaforme di *equity crowdfunding* che hanno ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito sono tre (CrowdFundMe, Fundera e Opstart), lo stesso numero di un anno fa (nonostante siano ben 54 quelle autorizzate per il collocamento di *equity*). La Tabella 1.1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati.

Tabella 1.1

I titoli obbligazionari collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 20/11/2021

| Portale | Offerte pubblicate | Raccolta totale (campagne chiuse) |
|----------------|------------------------------------|-----------------------------------|
| Crowdfundme.it | 6 (chiuse) | € 5.020.000 |
| Fundera.it | 48 (chiuse) + 23 (in collocamento) | € 27.790.000 |
| Opstart.it | 3 (chiuse) + 1 (in collocamento) | € 3.165.000 |

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 quanto più possibile 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 sul listino sono poco frequenti); lo svantaggio è legato sia al costo (anche se ridotto) sia agli adempimenti richiesti dalle normative, in *primis* il rispetto della Market Abuse Regulation (MAR) che richiede la comunicazione di una serie di informazioni e impone adempimenti in tema di *internal dealing*.

La dimensione del mercato per le PMI

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

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha censito fino alla data del 30 giu-

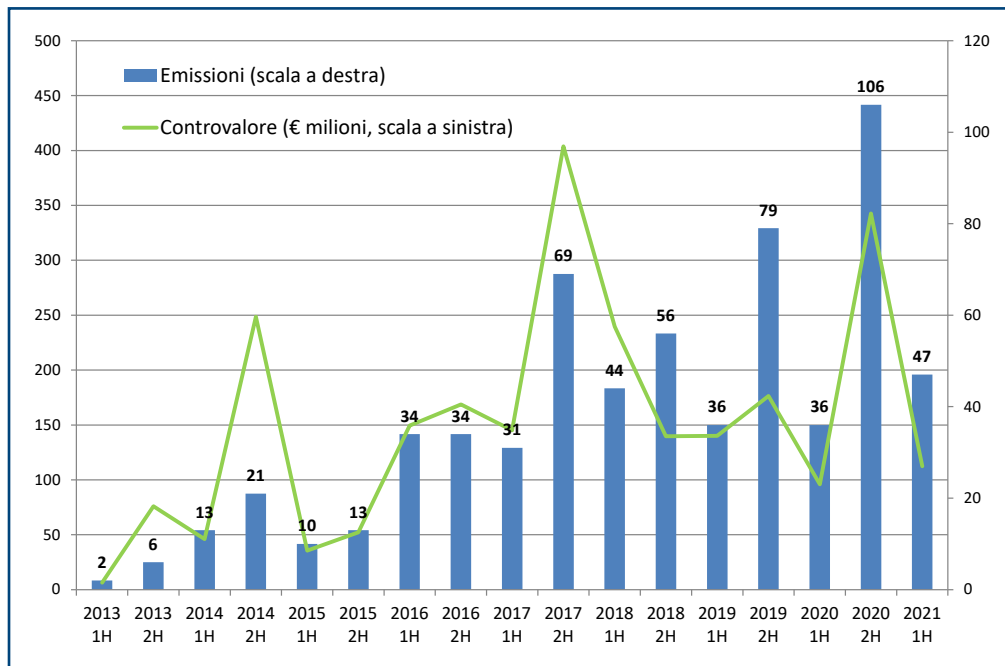


Figura 1.1

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.

Il primo semestre 2021 1.063 *minibond* di importo inferiore a € 50 milioni collocati da società non finanziarie, per un controvalore complessivo di € 7,164 miliardi. In realtà, limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 637 operazioni per un controvalore di € 2,578 miliardi; il valore medio delle singole emissioni è pari a € 4,05 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 poi la netta crescita avvenuta nel secondo semestre 2017 (con ben 69 emissioni da PMI non finanziarie per oltre € 400 milioni). Nel 2018 e nel 2019 la raccolta si è assestata su valori più contenuti, ma il numero delle emissioni è rimasto su buoni livelli. Il secondo semestre del 2020 è andato molto bene, con 106 emissioni e anche il primo semestre del 2021 non sfigura, considerando che di solito molti collocamenti arrivano sul mercato del secondo semestre.

Il flusso per gli ultimi 12 mesi è quindi pari a € 455,05 milioni (di cui € 342,61 milioni relativi al secondo semestre 2020 e € 112,44 milioni riferiti al primo semestre 2021) contro € 272,21 milioni del periodo precedente, con una crescita del 67%.

La Tabella 1.2 riporta alcuni dati statistici fondamentali sulle emissioni.

| 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 (1H) | 3,62% | 5,0 | 29,8% | 17,0% | 34,0% | 76,6% |
| Totale | 4,82% | 5,2 | 42,3% | 45,7% | 25,6% | 49,4% |

Tabella 1.2

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

La cedola annuale (calcolata solo sui titoli a tasso fisso, che sono la grande maggioranza) è scesa nel corso del tempo ma nel primo semestre 2021 è tornata leggermente a salire (3,62%). Negli ultimi 6 mesi la scadenza si è assestata sul valore medio storico (circa 5 anni) mentre sono tornati a salire (ma comunque ad un livello più basso rispetto alla

Box 1.1

La situazione sulle
garanzie pubbliche per i
minibond

Nell'ambito dei provvedimenti emergenziali presi durante la pandemia per supportare la liquidità delle imprese, non si è voluto trascurare il mondo dei *minibond*.

Il D.L. 18/2020 ('CuraItalia') ha previsto una moratoria sul rimborso dei prestiti e il potenziamento temporaneo del Fondo di Garanzia dello Stato, con aumento del *plafond* di debito garantibile, della quota coperta (fino al 90%) e semplificazioni per l'accesso (gratuito senza alcuna commissione e senza valutazione del merito di credito). Ricordiamo che nel caso dei *minibond* sono gli investitori a dover chiedere la garanzia direttamente al Fondo. Inoltre, sotto alcune condizioni, alle PMI viene offerta la copertura al 100% della garanzia pubblica sui finanziamenti fino a € 30.000 erogati dal Fondo Centrale.

Il D.L. 23/2020 ('Liquidità') ha introdotto la Garanzia Italia erogata da SACE, accessibile fino al 31/12/2021 anche per le PMI che vanno a saturare il *plafond* del Fondo di Garanzia; sono previsti dei vincoli rispetto alla distribuzione di dividendi e al mantenimento dei posti di lavoro.

La Legge di Bilancio 2021 ha ampliato la portata della garanzia SACE alle cessioni di credito *pro-soluto* e a finanziamenti destinati alla rinegoziazione o consolidamento di finanziamenti esistenti (purché se ne riduca il costo e/o aumenti la durata e il credito aggiuntivo sia almeno del 25%) e consente alle medie imprese con massimo 499 addetti di accedere allo strumento alle stesse condizioni agevolative del Fondo di Garanzia (garanzie gratuite, copertura al 90% e finanziamento massimo di € 5 milioni).

Sempre rispetto al Fondo di Garanzia, vanno segnalate le novità introdotte dalle Disposizioni Operative entrate in vigore il 9 agosto 2021, nelle quali troviamo due modifiche di sicuro interesse. Innanzitutto l'adeguamento a quanto previsto dall'art. 17, comma 2-bis, del Decreto 'Crescita' (D.L. 34/2019), in riferimento alla mancata cessazione dell'efficacia della garanzia sulle operazioni di sottoscrizione di *minibond* in caso di cessione della titolarità dei *minibond* stessi. Inoltre, in riferimento agli investimenti per i quali la garanzia è stata richiesta dal capofila di un *pool* di soggetti finanziatori, è stata introdotta una disciplina specifica per le richieste di conferma della garanzia a seguito della cessione della titolarità del credito. La modifica comporta l'obbligo di presentazione della richiesta di conferma della garanzia solo nel caso in cui la cessione sia relativa alla quota del capofila. Tale previsione è finalizzata, in particolare, a semplificare la gestione delle operazioni di sottoscrizioni di *minibond* garantite dal Fondo, rendendo non obbligatoria la comunicazione della cessione della titolarità del credito in relazione alle quote dei partecipanti al *pool* diversi dal soggetto capofila.

Al momento della data di stampa di questo Quaderno, il Fondo di Garanzia aveva rilasciato garanzie su titoli mobiliari per € 344.384.307 relative a 226 richieste; la parte relativa a *minibond* riguardava 175 pratiche, per un valore coperto di € 163.737.602 che corrisponde ad un nominale collocato di € 239.977.500; la parte rimanente riguarda altri titoli di debito. Per quanto riguarda l'operatività Garanzia Italia di SACE sui titoli di debito, alla stessa data risultano pervenute 14 richieste di garanzia, per un importo complessivo finanziato di € 69,2 milioni, di cui 5 garanzie (per € 13,9 milioni) in favore di PMI e 9 (per € 55,3 milioni) in favore di grandi imprese.

media storica) i *minibond* con rimborso *bullet*. Dal 2020 la maggioranza di essi prevede invece un ammortamento progressivo nel tempo (*amortizing*). I titoli quotati su un mercato borsistico rimangono la minoranza (17,0% nel primo semestre 2021) mentre salgono quelli che hanno ottenuto un *rating* (34,0% negli ultimi 6 mesi considerati, massima percentuale dal 2015). Rimane elevato il ricorso ad una garanzia reale, fornita o dall'emittente stessa o da soggetti esterni come il Fondo di Garanzia, SACE e i Confidi (si veda il Box 1.1). Più di tre quarti dei *minibond* collocati nel primo semestre 2021 la prevedeva.

Le PMI non finanziarie emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 444 al 30 giugno 2021. La differenza rispetto al numero di emissioni è dovuta al fatto che molte emittenti hanno condotto più emissioni. È interessante notare che ben 37 sono state le PMI emittenti per la prima volta nel primo semestre 2021, a testimoniare la progressiva diffusione fra gli imprenditori di questa opportunità di raccolta di denaro.

La Figura 1.2 suddivide il campione delle PMI emittenti 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.

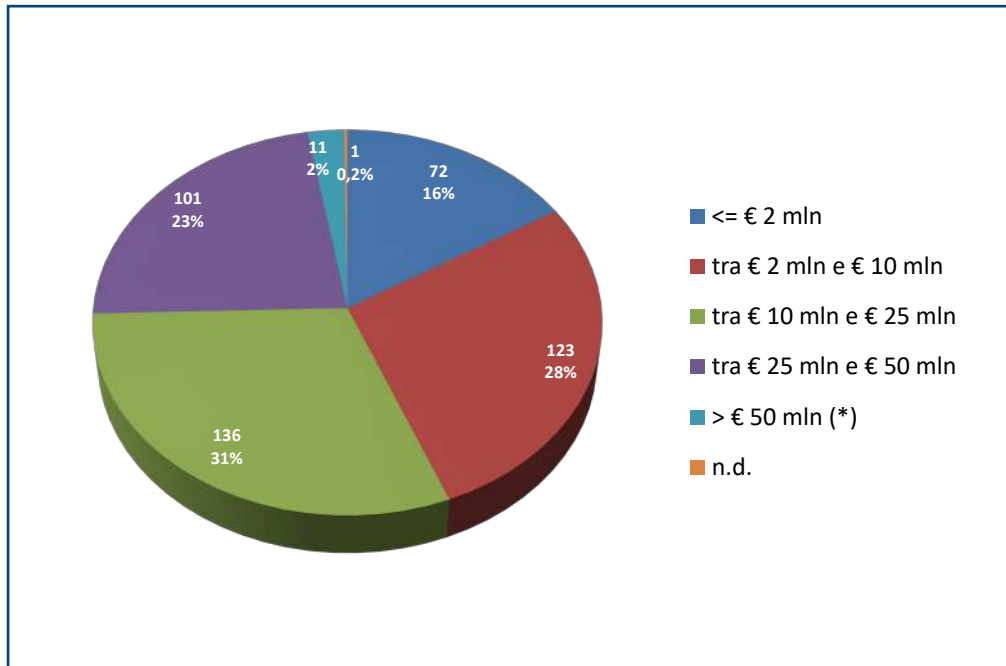


Figura 1.2
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti di *minibond* per classe di fatturato

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

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, con 175 aziende emittenti censite dal 2012 (39% del totale) seguito dalle attività commerciali (42 PMI, pari al 9%). Nel primo semestre del 2021 si contano 12 PMI emittenti dal settore manifatturiero.

La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica e si conferma sul podio la Lombardia con 106 PMI, pari al 23,9% del totale. La Campania balza al secondo posto con 68 PMI (15,3%), grazie alle operazioni dei *basket bond* regionali (si veda nelle prossime pagine). Il Veneto scende al terzo posto con 64 emittenti (14,4%).

Se guardiamo alla tendenza del primo semestre 2021, la Campania ottiene la *leadership* con 13 emittenti; seguono Lombardia (7 PMI) e Puglia (6 aziende).

Sulla base della documentazione pubblicamente disponibile fornita dalle PMI emittenti, sono state individuate le principali motivazioni del collocamento. In 273 casi (61,5%) veniva indicato l'obiettivo di crescita interna; in 38 casi (8,6%) una ristrutturazione delle passività finanziarie; in 17 casi (3,8%) un'opportunità di crescita esterna per acquisizioni

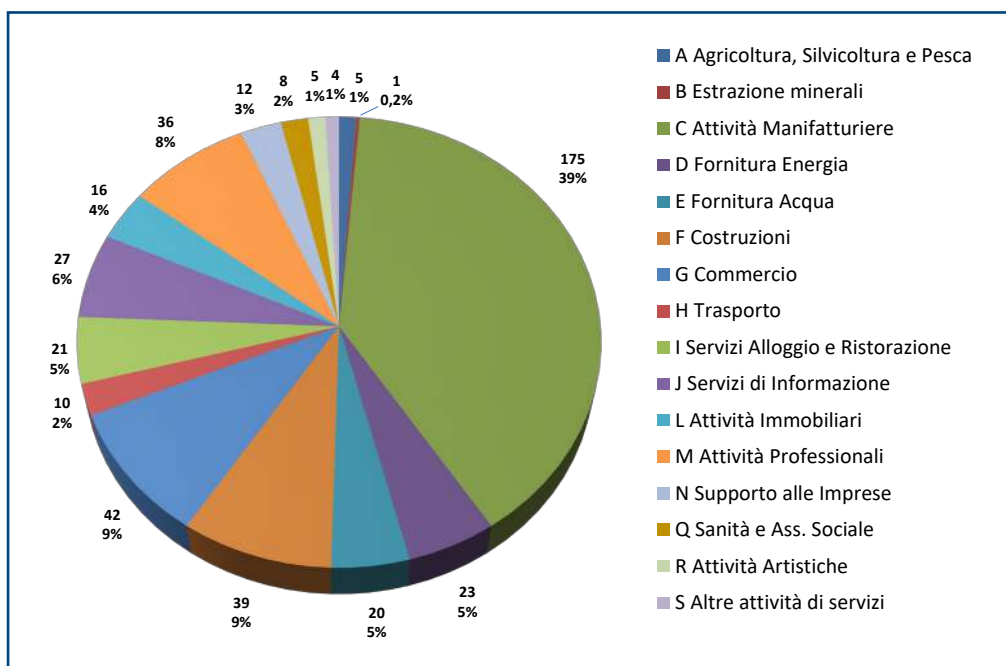
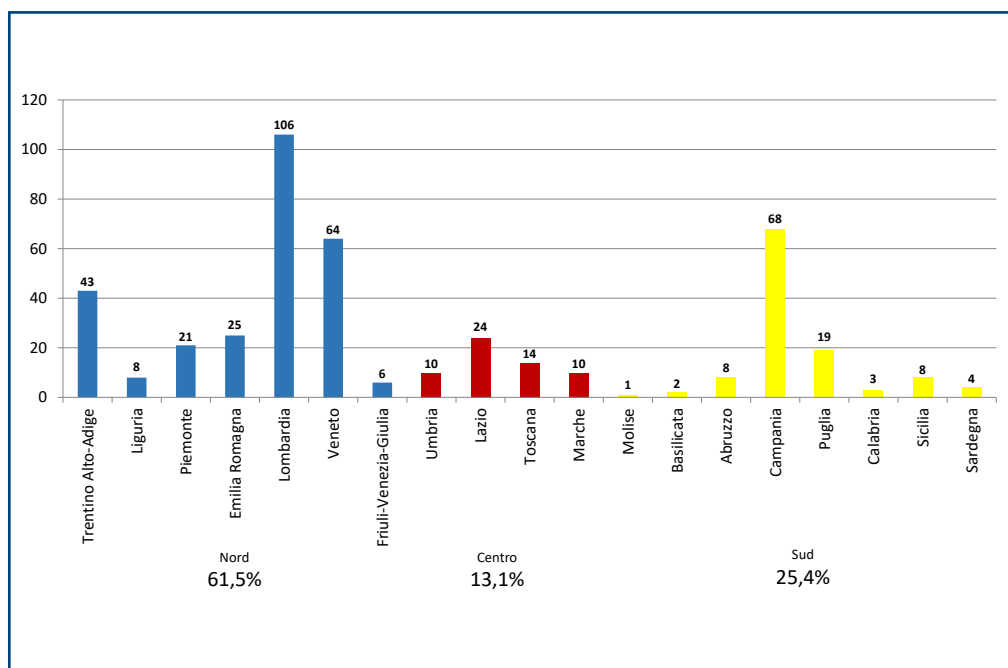


Figura 1.3
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO

Figura 1.4
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti per localizzazione geografica



e in 35 casi (7,9%, soprattutto in concomitanza con emissioni a breve durata) la gestione del ciclo di cassa. Per 40 PMI (9,0%) gli obiettivi erano molteplici e nei rimanenti casi non è stato possibile ricavare informazioni dettagliate e specifiche a riguardo.

Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano tre casi nel Box 1.2) 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; 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

Box 1.2Casi di PMI finanziate attraverso i *minibond**Feudi di San Gregorio Società Agricola S.p.A*

La società avellinese è nata nel 1986 ed è un marchio del settore viticolo riconosciuto in Italia e all'estero; nel 2020 ha riportato un fatturato di € 21,5 milioni. Nell'ambito di un programma di *basket bond* di filiera, promosso da Cassa Depositi e Prestiti e da Unicredit per supportare la crescita di PMI italiane appartenenti a filiere strategiche per l'economia nazionale, l'azienda ha emesso nel marzo 2021 un *minibond* da € 4 milioni, cedola annuale 2,65%, con scadenza 7 anni. Il capitale raccolto verrà utilizzato da Feudi di San Gregorio per investire nel potenziamento produttivo dello spumante metodo classico.

I.M.I. SpA

La società ha sede operativa a Carrara e sede legale a Napoli; è stata fondata nel 2012 ed opera in tre linee di *business*: lavorazioni meccaniche di precisione, carpenteria leggera e pesante, manifattura di macchine e impianti industriali. La società, con circa cento dipendenti specializzati, opera in una vasta gamma di settori (*oil & gas*, petrolchimico, energetico, elettromeccanico, siderurgico e aeronautico). Nonostante la pandemia, nel 2020 i ricavi sono cresciuti a oltre € 11,7 milioni contro € 9,4 milioni del 2019. Nell'aprile 2021, con l'obiettivo di finanziare l'acquisizione progressiva di un'altra azienda specializzata nel settore delle lavorazioni meccaniche, I.M.I. ha approvato l'emissione di un *minibond* da € 4 milioni, scadenza a 5 anni e cedola annuale del 5%. Il titolo ha ottenuto il *rating* A3- da *modefinance*.

UBroker Srl

UBroker è una PMI di Collegno (TO) operante nel settore energetico, in particolare nella vendita di energia elettrica e gas naturale, nata nel 2014. Nel 2020 ha generato un fatturato vicino a € 42 milioni e oggi dà lavoro a oltre 50 dipendenti diretti e più di 1.000 fra consulenti, professionisti e rete commerciale. Nel febbraio 2021 la società è stata la prima a collocare un *minibond* con la Garanzia Italia sul 90% del capitale rilasciata da SACE, nell'ambito del *framework* emergenziale previsto dal Decreto Liquidità (D.L. 23/2020). La raccolta, condotta sul portale di *crowdfunding* Fundera, è stata pari a € 1,7 milioni; l'emissione è *amortizing* e scade nel 2024; la cedola annuale (pari al 4,1%) viene riconosciuta anticipatamente. L'*arranger* dell'operazione è stato Frigiolini & Partners Merchant. UBroker ha ottenuto nel 2021 un *rating* pari a B.12 da Cerved.

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.

Negli ultimi mesi sono stati registrati nuovi programmi di emissioni 'congiunte' nonché estensioni di programmi precedenti, organizzati sia per filiera produttiva sia per area geografica.

Nel mese di marzo 2021 Cassa Depositi e Prestiti e Unicredit hanno lanciato un *basket bond* di filiera da € 200 milioni finalizzato a finanziare i piani di sviluppo in Italia e all'estero di aziende appartenenti alle filiere strategiche dell'economia italiana. In particolare, è stata perfezionata la prima emissione, interamente dedicata alla filiera del vino, con 3 aziende partecipanti (si veda il caso citato nel Box 1.2) e un investimento iniziale di € 21 milioni.

In Campania, il progetto Garanzia Campania Bond ha ormai raggiunto 54 emittenti con un volume di risorse mobilitate pari a € 119 milioni. Anche in questo caso l'investitore principale è Cassa Depositi e Prestiti affiancata da Mediocredito Centrale. Banca Finint è l'*arranger* dell'operazione mentre il garante è la finanziaria regionale Sviluppo Campania. Negli ultimi mesi sono state perfezionate la sesta e la settima *tranche* ed è stato recentemente chiuso l'avviso pubblico per candidarsi all'ottava.

La Puglia non è stata a guardare e con la sua finanziaria regionale (Puglia Sviluppo) ha perfezionato nuove *tranche* di emissioni nel 2021 con 7 PMI interessate, raggiungendo un capitale investito totale di € 87,5 milioni. Gli investitori sono Cassa Depositi e Prestiti,

Mediocredito Centrale e Unicredit, che svolge anche il ruolo di *arranger*.

Il programma Intesa Sanpaolo Basket Bond, realizzato in *partnership* con ELITE, ha raccolto negli ultimi 6 mesi tre nuove adesioni con una raccolta di € 23 milioni.

ELITE sta lavorando anche con Banca Finint per un *basket bond* riservato alle imprese del Sud Italia, con l'obiettivo di erogare € 150 milioni.

Il progetto Basket Bond Euronext Growth è stato invece lanciato da Banca Finnat e si rivolge alle imprese quotate sul listino per le PMI di Borsa Italiana. In ottobre sono partite le prime 3 emissioni con l'investimento di € 13 milioni.

Frigiolini & Partners Merchant ha ideato nel 2021 nuovi programmi di 'pluribond' per filiere di PMI: Trinacria in Sicilia (in cooperazione con Banca Popolare Sant'Angelo), Sviluppo Artigiano in Veneto e Lombardia, Nuraghi in Sardegna. Altri progetti locali saranno svolti in collaborazione con la Cassa di Risparmio di Asti e con il Consorzio Fidi marchigiano Uni.co.

Altri programmi di emissioni sono stati lanciati da C&G Capital in Veneto e da Banca Sella, quest'ultimo in collaborazione con Mediocredito Centrale e Cassa Depositi e Prestiti. In entrambi i casi il *target* di investimento è di € 100 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 contribuenti 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; se non viene raggiunto, i fondi sono restituiti ai contribuenti; nel secondo caso invece tutti i fondi raccolti 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 contribuente '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;

- *crowdinvesting*; 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) appena entrato in vigore (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

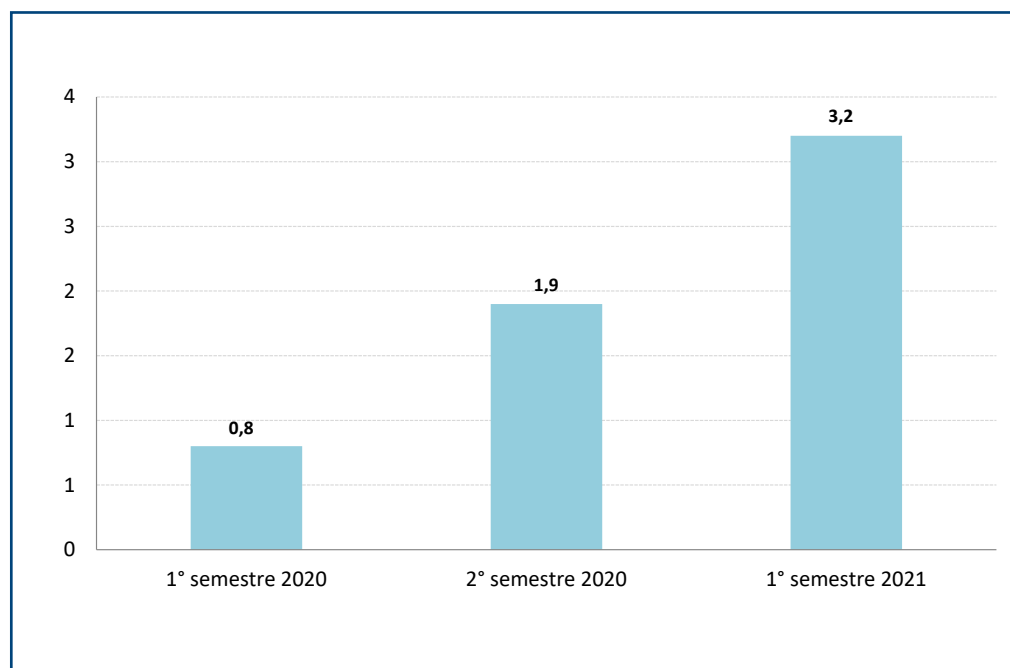
Le campagne di *reward-based crowdfunding* sono molto eterogenee e non sempre riguardano iniziative imprenditoriali; anzi il più delle volte coinvolgono iniziative di solidarietà, sociali o culturali. Però esistono casi esemplari di progetti di *business* che hanno trovato in questa opportunità un supporto 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), Coolest Cooler (un frigorifero da *picnic* che ha raccolto \$ 13 milioni), Kingdom Death Monster 1.5 (un gioco di ruolo da tavolo che ha raccolto \$ 12 milioni). Sempre negli USA sul portale Indiegogo si è distinta la campagna di Flow Hive, un’arnia per api innovativa (quasi \$ 15 milioni raccolti).

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. Negli ultimi tempi si sono distinti *team* italiani attivi nella realizzazione di giochi di ruolo e giochi da tavolo. Su Kickstarter, segnaliamo la raccolta di Pendragon Game Studio Srl, chiusa nell'ottobre 2020, con un attivo di € 413.580 raccolti per il gioco da tavolo 'The Thing'. Nel 2021 la romagnola Reggie Srls, fondata da Tommaso Mondadori e Alberto Parisi, ha raccolto € 2.040.335 da 11.302 finanziatori per il gioco "Primal: the Awakening". Sempre nel 2021 la Ludus Magnus Srl (*habituè* delle campagne di *crowdfunding*, avendone alle spalle ben 10 su Kickstarter) ha raccolto € 1.494.525 con il gioco "Black Rose Wars: Rebirth".

Il progetto imprenditoriale che risulta avere raccolto di più su un portale italiano¹ 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.

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 € 5,1 milioni (di cui € 1,9 milioni nel secondo semestre 2020 e € 3,2 milioni nel primo semestre 2021), in buon aumento 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 dichiaratamente 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:

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 *startup* innovative e devono riguardare titoli partecipativi del capitale; tale vincolo è stato però progressivamente eliminato nel corso del tempo aprendo il mercato prima alle 'PMI innovative'² nonché a veicoli e OICR che investono in queste aziende e poi a tutte le PMI;
3. l'ammontare dell'offerta non deve superare i limiti stabiliti dalle normative, ovvero fino ad oggi € 8 milioni.

Il Regolamento operativo CONSOB è stato pubblicato nel giugno 2013 (la versione più recente è quella emendata con Delibera 21259 del 6/2/2020); esso declinava 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 stabilisce 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; 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

¹ L'elenco di tutti i portali di *crowdfunding* italiani nell'ambito *reward* e *donation* è pubblicato nella ricerca annuale di Starteed disponibile su www.crowdfundingreport.it

² Per la definizione di 'startup innovative' e 'PMI innovative' si rimanda al sito Internet <http://startup.registroimprese.it>

Box 2.1

La nuova normativa ECSP (European Crowdfunding Service Providers)

È entrato in vigore da pochi giorni 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 'adeguatezza 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.

Le piattaforme autorizzate prima del 10 novembre 2021 avranno un anno di tempo per adeguarsi al nuovo *framework*. Proprio nei giorni scorsi l'ESMA ha pubblicato la bozza degli *standard* tecnici (RTS e ITS), inviata alla Commissione Europea.

Giudichiamo positivamente sia la prospettiva di avere finalmente in Italia un unico quadro normativo per l'*equity* e per il *lending* (che consentirà alle piattaforme di offrire tutta la gamma di investimenti possibili) sia l'opportunità di ridurre le barriere *cross-nazionali*. Per i portali sarà l'occasione di alzare ulteriormente il livello di qualità del servizio e dell'offerta.

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 prevede 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. Deve 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 devono 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 2021 due piattaforme avevano ottenuto dalla Consob l'autorizzazione ad aprire delle 'bacheche' elettroniche sul portale (BacktoWork e Opstart); nessuna nuova autorizzazione è stata rilasciata negli ultimi 12 mesi.

La Tabella 2.1 elenca i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob alla data di pubblicazione del report. In totale abbiamo ben 54 piattaforme, in aumento rispetto alle 44 censite un anno fa. In realtà oltre alle 13 nuove autorizzazioni degli ultimi 12 mesi vanno registrate 3 rinunce (Tifosy.com, Leonardoequity.com e Capital4solutions.com). La maggior parte dei portali sono generalisti mentre altri sono focalizzati su talune aree di *business* (in particolare il comparto immobiliare, dove troviamo ben 4 piattaforme attive ad oggi, poi *life sciences*, energia e ambiente, *impact finance* e altre specializzazioni).

| 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 Srl | 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 |
| Cofyp.com | Cofyp Srl | 14/4/2016 |
| Clubdealonline.com | Clubdeal Srl | 8/3/2017 |
| Walliance.eu | Walliance Srl | 30/3/2017 |
| Ideacrowdfunding.it | Idea Crowdfunding Srl | 29/11/2017 |
| Thebesteconomy.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 |
| Extrafunding.it | Extrafin Srl | 5/7/2018 |
| Crowdinvestitalia.it | Crowdinvest Srl | 10/7/2018 |
| House4crowd.com | 4Crowd SpA | 17/7/2018 |
| Doorwayplatform.com | Doorway Srl | 28/11/2018 |
| Buildaround.eu | Build Around Srl | 12/12/2018 |
| Startfunding.it | Start Funding Srl | 4/6/2019 |
| Forcrowd.it | Forcrowd Srl | 12/6/2019 |
| Gopmi.it | Gopmi Srl | 19/6/2019 |
| Crowdkasse.it | Local Crowdfunding Network Srls | 3/7/2019 |
| Crewfunding.it | Crewfunding Srl | 17/7/2019 |
| Mybestinvest.it | Meridian 180 Srl | 18/9/2019 |
| Hensoo.it | Weddeal Srl | 31/10/2019 |
| Ecrowdengineering.com | Ecrowd Engineering Srl | 18/12/2019 |
| Fundyourjump.eu | Equifunding Srl | 22/4/2020 |
| Activant.eu | Activant Srl | 6/5/2020 |
| Pariterequity.com | Pariter equity Srl | 20/5/2020 |

Tabella 2.1

I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia alla data del 20 novembre 2021

(segue)

I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia alla data del 20 novembre 2021

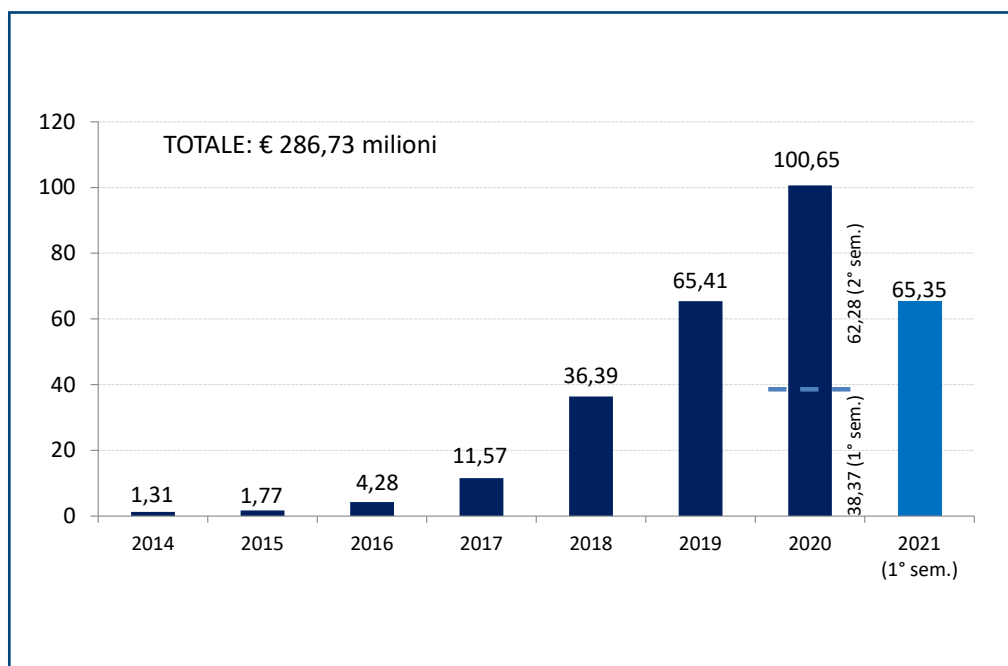
| Sito web | Società gestore | Data autorizzazione |
|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Re-anima.com | Re-anima Srl | 15/7/2020 |
| Nestmoney.it | Finanza condivisa Srl | 29/7/2020 |
| Fundscovery.com | Etianus Srl | 16/9/2020 |
| Puzzlefunding.com | Puzzle funding 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 |
| Epic.it | Epic Securities Srl | 17/6/2021 |
| Reroi.it | Reroi Srl | 15/9/2021 |
| Exrecrowdfunding.it | Exre Crowdfunding Srl | 3/11/2021 |
| Polarisplus.it | Innexta Scrl | 3/11/2021 |
| Y-crowd.com | Y-crowd Srl | 3/11/2021 |
| Firmaid.it | Firmaid Srl | 3/11/2021 |

Un elemento rilevante per il mondo dell'*equity crowdfunding* è stato l'innalzamento al 50% delle aliquote per le detrazioni fiscali per le persone fisiche che investono nel capitale di rischio di *startup* e PMI innovative a partire dal 18 luglio 2020, introdotto dal D.L. "Rilancio", convertito nella Legge 77/2020, subordinato però alla capienza dell'impresa interessata rispetto al regime '*de minimis*' (Regolamento UE 1407/2013). Altrimenti gli investitori potranno godere della detrazione del 30% (che si trasforma in deduzione per le persone giuridiche).

Equity crowdfunding: i numeri in Italia

Alla data del 30 giugno 2021 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 831 campagne di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui ben 162 relative ai primi 6 mesi del 2021. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia fino

Figura 2.2
Flusso di raccolta annuale delle 402 campagne di *equity crowdfunding* chiuse con successo al 30/6/2020. Valori in € milioni. L'anno di riferimento è quello di chiusura della campagna



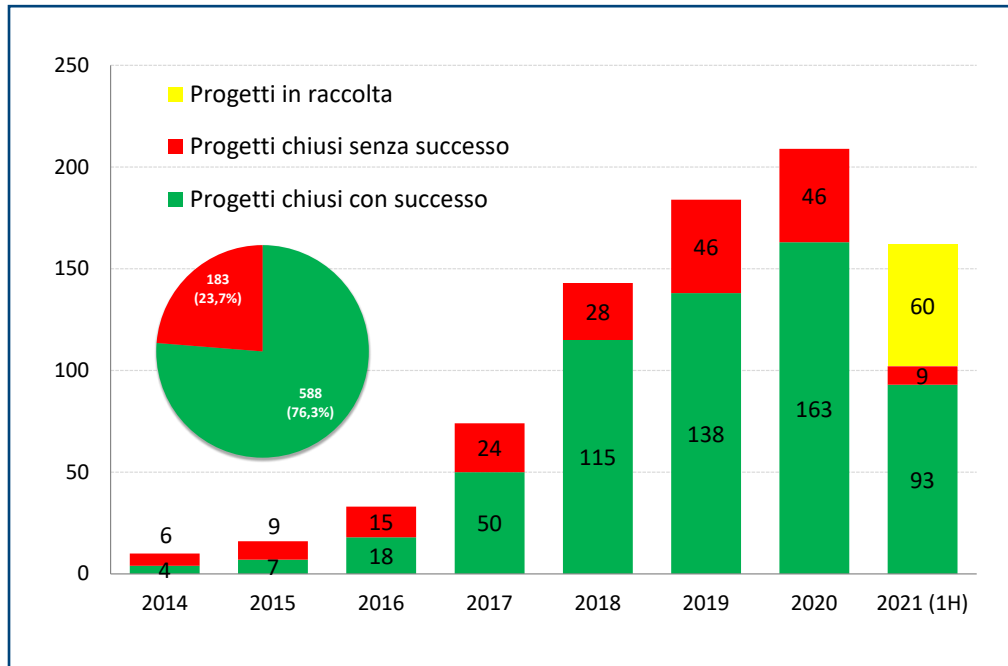


Figura 2.3

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

al 30/6/2021 attraverso l'equity crowdfunding dalle 588 campagne chiuse con successo ammonta a € 286,73 milioni (con un flusso negli ultimi 12 mesi pari a € 127,63 milioni, abbastanza equamente suddiviso fra il secondo semestre del 2020 con € 62,28 milioni e il primo semestre del 2021 con € 65,35 milioni)³.

Come evidenzia la Figura 2.2, la crescita annuale è stata sostenuta nel corso del tempo. Possiamo anticipare che a novembre la raccolta del 2021 ha superato il risultato del 2020 arrivando alla soglia di € 110 milioni.

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 2020 sono state 163 le campagne chiuse con esito positivo, mentre nel primo semestre del 2021 si contano 93 offerte chiuse positivamente, più altre 60 ancora aperte al 1 luglio. Il *success rate* nel 2020 è stato pari al 78% mentre nel primo semestre del 2021 siamo addirittura sopra al 90%. In totale nel corso degli anni abbiamo registrato 588 campagne chiuse con successo e 183 senza successo; il tasso di successo per tutto il campione è quindi il 76%. La Figura 2.4 ci mostra invece la suddivisione del capitale raccolto fra le diverse piattafor-

³ Alle campagne citate vanno sommate quelle condotte da Clubdealonline.com, portale aperto solo a utenti accreditati

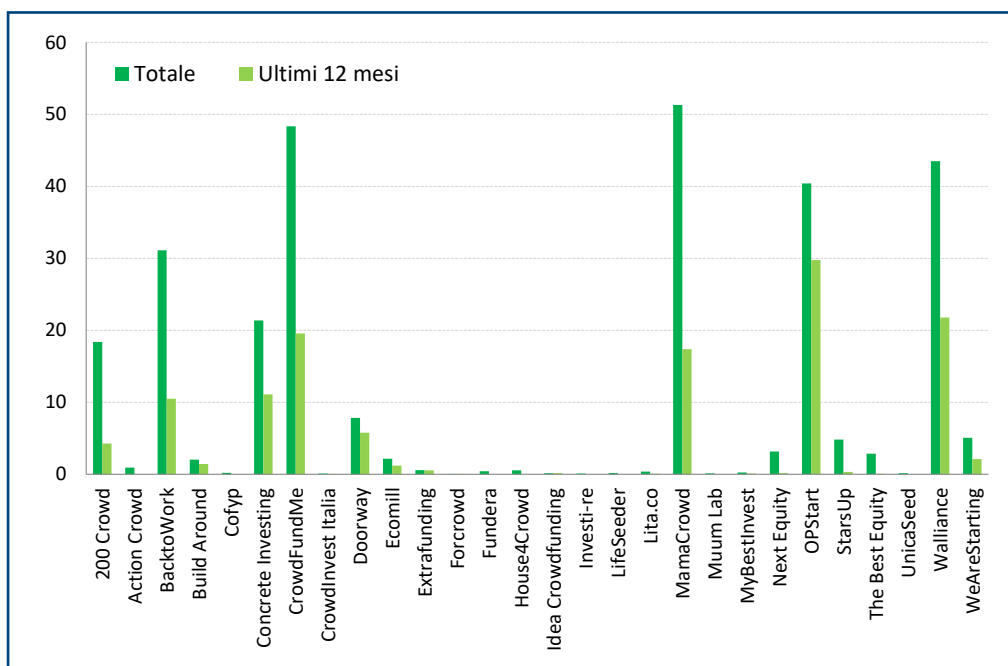


Figura 2.4

Capitale raccolto fino al 30/6/2021 dai portali italiani di equity crowdfunding autorizzati dalla Consob. Valori in € milioni

me presenti sul mercato. I portali che avevano raccolto più fondi fino al 30/6/2021 erano Mamacrowd (€ 51,33 milioni), CrowdFundMe (€ 48,36 milioni), Walliance (€ 43,50 milioni). Se però consideriamo solo gli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca, troviamo in testa Opstart (con € 29,78 milioni) seguita da Walliance (€ 21,78 milioni) e CrowdFundMe (€ 19,57 milioni).

Rispetto al numero di campagne, al primo posto troviamo CrowdFundMe con 156 campagne, seguita da BacktoWork (124) e poi a pari merito Mamacrowd e Opstart con 118. Limitatamente agli ultimi 12 mesi passati, sul podio abbiamo BacktoWork (54) e Opstart (41). Il mercato rimane decisamente concentrato nonostante l'incremento continuo delle piattaforme autorizzate: oltre l'80% delle nuove offerte da luglio 2020 sono state originate da solo 7 piattaforme.

Tabella 2.2

Statistiche sulle 831 offerte di *equity crowdfunding* presentate da PMI italiane alla data del 30 giugno 2021

| | Target di raccolta medio | Quota del capitale offerta (%) |
|---|--------------------------|--------------------------------|
| Tutto il campione (progetti non immobiliari) | € 190.385 | 9,2% |
| Tutto il campione (progetti immobiliari) | € 912.915 | - |
| 2018 (progetti non immobiliari) | € 182.477 | 7,9% |
| 2018 (progetti immobiliari) | € 500.000 | - |
| 2019 (progetti non immobiliari) | € 168.855 | 7,4% |
| 2019 (progetti immobiliari) | € 707.737 | - |
| 2020 (progetti non immobiliari) | € 188.250 | 8,2% |
| 2020 (progetti immobiliari) | € 1.255.000 | - |
| 2021 (primo semestre, progetti non immobiliari) | € 187.060 | 6,2% |
| 2021 (primo semestre, progetti immobiliari) | € 903.571 | - |

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 831 offerte pubblicate, rispetto al *target* di raccolta. Esso è definito come l'obiettivo di raccolta riportato nei documenti messi a dispo-

Box 2.2

Casi di studio di PMI finanziate con *equity crowdfunding*

On Electric Charge Mobility Srl

Nel marzo 2021 la *startup* innovativa romana fondata da Alessandro Di Meo ha raccolto € 318.500 sul portale Wearestarting.it. Si pone l'obiettivo di realizzare infrastrutture di ricarica elettrica funzionali e tecnologiche, in grado di adattarsi ad ogni tipologia di veicolo, una flotta di mezzi zero emissioni, disponibili in *sharing*, nonché infrastrutture per la ricarica e per il rilascio in sicurezza di *e-bike*. La valutazione *pre-money* era di € 700.000. Il *chip* minimo di investimento era di € 500 in cambio di quote non votanti, mentre a chi ha investito almeno € 200.000 sono state assegnate quote votanti.

Onemore Srl

La PMI altoatesina Onemore, fondata da Helga Lazzarino, produce e vende abbigliamento *skiwear* di alta qualità realizzato con materiali ecosostenibili e innovativi: similpelle ricavata dagli scarti della mela (AppleSkin) e nylon riciclato (Econyl). Nel 2020 ha raccolto ricavi per oltre € 750.000. La campagna di *equity crowdfunding*, iniziata nel marzo 2021 sul portale CrowdFundme.it, è terminata a giugno raccogliendo € 490.600 da 39 investitori in cambio del 25,9% del capitale. La valutazione *pre-money* era dunque pari a € 1,4 milioni. I capitali raccolti serviranno per sviluppare la crescita digitale della società e per rafforzare il marchio sui mercati internazionali, anche tramite l'ampliamento della collezione.

Stradivari4 Srl

Si tratta di un progetto immobiliare: il frazionamento di un vecchio ufficio situato a ridosso di una delle più note strade commerciali milanesi, Corso Buenos Aires. Esso prevede la realizzazione e cessione di 8 unità abitative al quarto piano di uno stabile ed è promosso da Gianluca Gaspari e da R.Casa Holding Srl, di Antonia Lorusso. Per finanziare una parte dell'investimento attraverso l'*equity crowdfunding* è stato costituito un veicolo, Stradivari4 Srl, che ha raccolto € 1.800.000 sul portale Walliance. Il progetto prevede un ROI del 12% a scadenza 12 mesi; gli investitori avranno diritto ad una distribuzione preferenziale dei proventi al termine del progetto.

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

Sono state distinte le operazioni che riguardano investimenti immobiliari da tutte le altre perché, come si evidenzia, l'importo medio è decisamente diverso.

Il *target* di raccolta medio per le offerte censite è stato pari a € 190.385 per i progetti non immobiliari e € 912.915 per quelli immobiliari. La quota del capitale offerta in cambio del denaro raccolto (in corrispondenza del *target* definito prima) è in media⁴ pari al 9,2% e tende a scendere nel corso degli anni. 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 18% 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 66% 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: nel 2% delle campagne la soglia minima per le persone fisiche era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (il 46%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 101 e € 499,99. Abbiamo poi il 39% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 500 e € 1.000. Nel 2% 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 99,5 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 831 campagne censite sono in realtà 742, poiché abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi. In particolare sono 61 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.

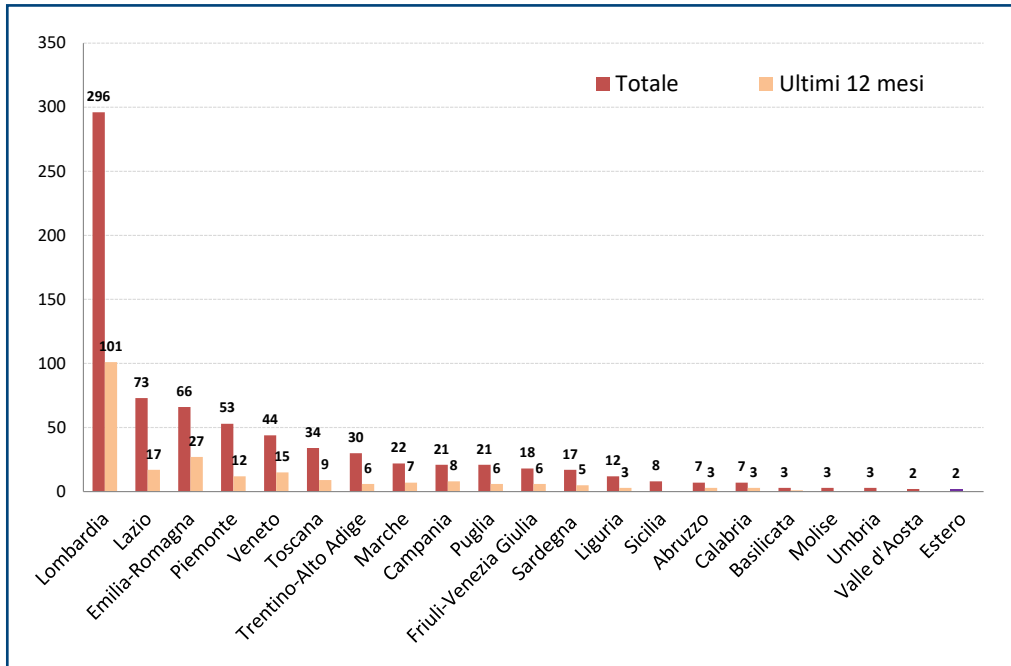
Le aziende del campione si dividono in:

- 502 *startup* innovative (pari al 68% del campione), di cui 479 Srl, 12 SpA, 9 società agri-

⁴ 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%.

Figura 2.5

Localizzazione geografica delle 742 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2021



cole e due società estere che hanno iscritto una *branch* italiana all'albo apposito;

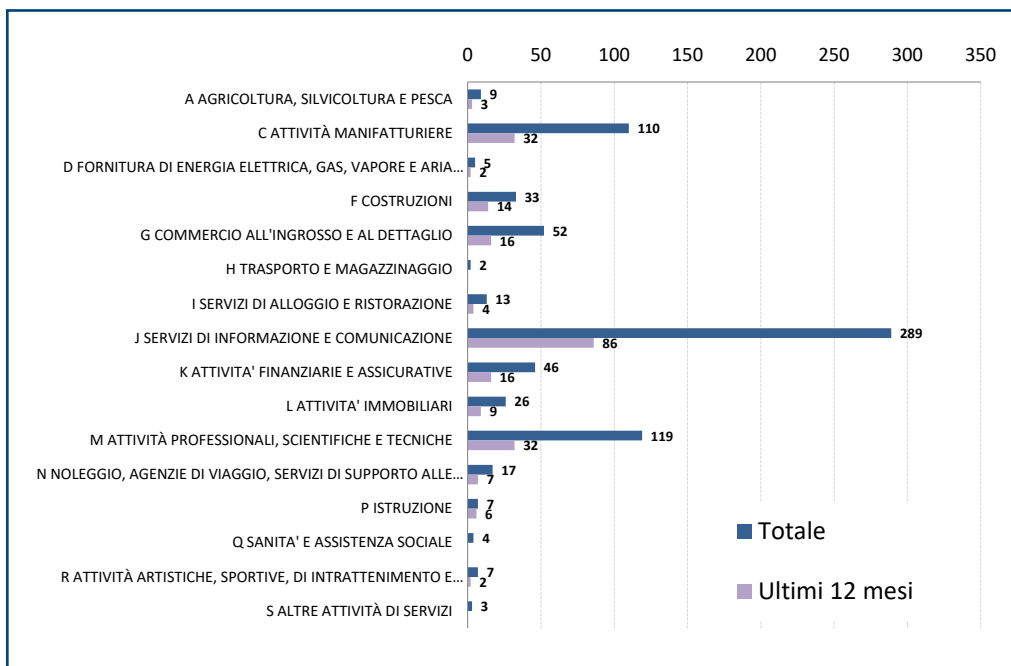
- 89 PMI innovative (pari al 12% del campione), di cui 81 Srl e 8 SpA;
- 106 altre PMI (pari al 14% del campione), tutte Srl tranne 4 SpA;
- 45 veicoli di investimento in altre imprese (6% del campione).

Nonostante l'estensione della normativa a tutte le PMI, si evidenzia che il mercato continua ad essere dominato dalle *startup* innovative, anche se le altre tipologie di aziende conquistano gradualmente terreno. In particolare, sono 229 le imprese che hanno condotto una campagna di *equity crowdfunding* a partire dal 1/7/2020 fino al 30/6/2021 e fra queste il 57% sono *startup* innovative, il 14% sono PMI innovative, il 17% altre PMI e il 12% sono veicoli di investimento.

La Figura 2.5 riporta la distribuzione geografica delle emittenti, evidenziando anche quelle che hanno proposto una campagna nei soli ultimi 12 mesi. Al primo posto troviamo sempre - e senza sorprese - la Lombardia, con 296 imprese (pari al 40% del totale); seguono Lazio a quota 73 ed Emilia Romagna con 66 imprese. Nel Mezzogiorno la Campania supera la Puglia con 21 emittenti. Negli ultimi 12 mesi la Lombardia sale

Figura 2.6

Classificazione ATECO delle 742 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2021



al 44%; si notano l'assenza di emittenti siciliane e il recupero del Veneto e delle Marche; perdono terreno Lazio e Piemonte⁵.

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 289 imprese sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione) e 119 riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche) cresciute discretamente nell'ultimo anno. Le attività manifatturiere (codice C) non sfigurano con 110 emittenti.

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 (€ 9.664) sceso rispetto alla rilevazione dell'anno scorso e all'età (in media 3,08 anni), che confermano la tipicità delle imprese *startup*. Le aziende con utile di bilancio positivo sono poche (il 35% di quelle con un bilancio disponibile alle spalle) e anzi le perdite sono spesso abbastanza consistenti.

| | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|--|--------------|----------------|---------------|----------------|
| Patrimonio netto pre-offerta | 131.117 | 25.855 | -11.819 | 8.326.915 |
| Età | 3,08 | 2 | 0 | 30 |
| Fatturato da ultimo bilancio disponibile | 274.285 | 9.664 | 0 | 37.679.850 |
| Utile netto da ultimo bilancio disponibile | -85.844 | -6.302 | -12.600.153 | 357.351 |
| Numero di soci pre-offerta | 6,97 | 4 | 1 | 117 |
| Valutazione <i>pre-money</i> implicita | 3.558.799 | 1.999.986 | 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 2021. 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 6,97, quello mediano è uguale a 4,0. Un parametro interessante infine è la valutazione *pre-money* implicita nelle condizioni dell'offerta⁵; 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 € 3,56 milioni, quello mediano è vicinissimo a € 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 Crowdfunding del Politecnico di Milano mostrano una crescita del volume d'affari quasi sempre sotto i *target* definiti nel *business plan* iniziale. Nel corso degli ultimi 12 mesi monitorati si registrano nuovi casi di emittenti che hanno chiuso le attività con una liquidazione a valle della raccolta (si

⁵ Per le imprese che hanno condotto più *round* vengono considerati i parametri relativi alla prima offerta in ordine di tempo.

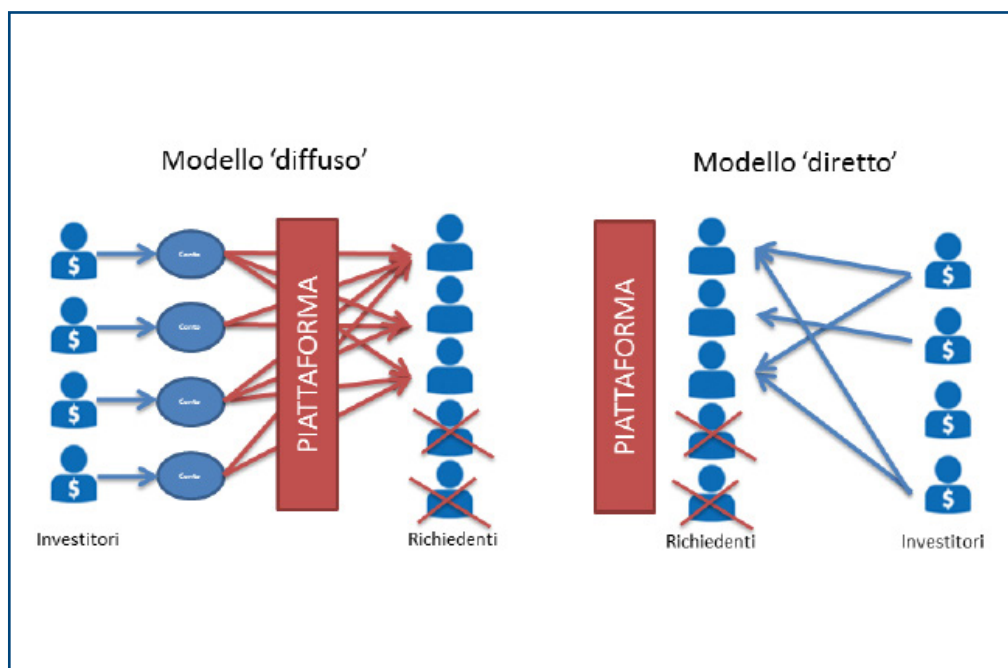
tratta in totale di 14 imprese fino al 30/6/2021) ma anche nuove *exit* (abbiamo un totale di 14 società immobiliari che avevano terminato il progetto e rimborsato gli investitori, più 5 imprese acquisite da investitori esterni, più 4 quotazioni in Borsa).

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 prestatori 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.

Figura 2.7
I modelli del *lending crowdfunding*



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 2021 risultavano operative sul mercato italiano 21 piattaforme di *lending crowdfunding* aperte alle PMI (praticamente il doppio rispetto all'anno scor-

so!), aventi stabile organizzazione sul territorio; di queste, ben 14 sono specializzate su operazioni nel *real estate*. L'elenco è riportato nella Tabella 2.4. Nel gruppo includiamo anche 3 piattaforme nate all'estero che pure operano sul mercato italiano con sezioni specificatamente dedicate a PMI e investitori residenti.

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.

Tabella 2.4
I portali di *lending crowdfunding* italiani per le PMI attivi alla data del 30/6/2021

| Sito web | Società gestore | Qualifica | Target |
|----------------------------------|--|---|------------------------|
| Bridgeasset.it | Bridge Real Estate Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Buildlenders.it | Build Lenders Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Businesslending.it | Europay Srl | Agente istituto di pagamento | Business |
| Crowdestate.eu/home | Crowdestate AS (estero) | Istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Crowdlender.it | Opstart Srl | Agente istituto di pagamento | Business |
| Ener2crowd.com | Ener2crowd Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Business (energia) |
| Evenfi.com (già Criptalia.com) | Criptalia Srl | Agente istituto di moneta elettronica | Business |
| Housers.com/it | Housers Global Properties PFP SL / Lemon Way SA (estero) | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Invest-t.it | Invest-t Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Isicrowd.it | Easycrowd Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Italy-crowd.com | Italy Crowd Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| It.october.eu | October Italia srl / October SA | Agente istituto di pagamento | Business |
| Opyn.eu (già BorsadelCredito.it) | Business Innovation Lab SpA / Mo.Net SpA / Art SGR SpA | Istituto di pagamento / Società di Gestione del Risparmio | Business |
| Prepayinvestimenti.it | Prepay Srl | Agente istituto di moneta elettronica | Business (immobiliare) |
| Profitfarm.it | Profit Farm Srl | Agente istituto di pagamento | Business |
| Realestatesource.it | Re-source Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Recrowd.com | Recrowd Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Relender.eu | RE-Lender SpA / Pay Area (MytripleA Finanziación PFP SL) | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Rendimentoetico.it | Rendimento etico Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Trusters.it | Trusters Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |
| Valorecondiviso.it | Valore Condiviso Srl | Agente istituto di pagamento | Business (immobiliare) |

Rispetto all'anno scorso, abbiamo adottato criteri più restrittivi nella definizione dei portali di *crowdfunding*, limitando l'attenzione a chi raccoglie capitale su Internet da piccoli investitori, anche se non in modo esclusivo. Da quest'anno, quindi, la piattaforma di Credimi viene classificata 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. La Figura 2.9 riporta invece le statistiche per le piattaforme immobiliari.

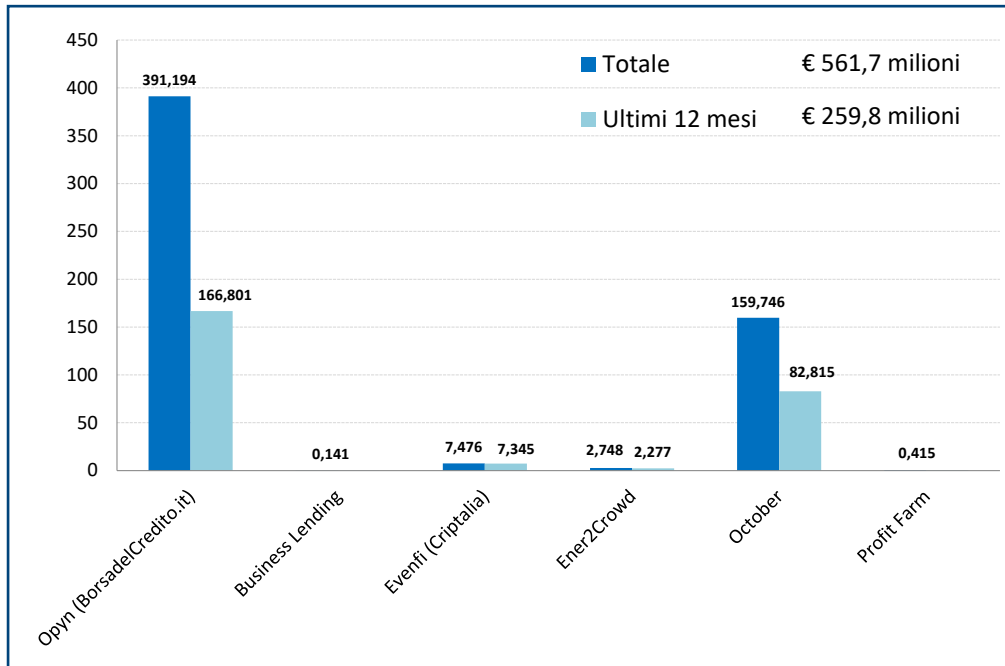


Figura 2.8

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane non immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2021: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.
Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Il valore cumulato complessivo per le piattaforme non immobiliari risulta pari a € 561,7 milioni, con un contributo dell'ultimo anno pari a € 259,8 milioni. Il primo semestre del 2021 è andato molto bene, con un flusso di € 202,5 milioni. Confrontando i dati su base omogenea con l'anno precedente, escludendo Credimi, c'è stata dunque una forte crescita del flusso (+399%).

Il *leader* di mercato è Opym (ex BorsadelCredito.it) con un cumulato di € 391,2 milioni e un flusso degli ultimi 12 mesi pari a € 166,8 milioni. Segue October con € 159,7 milioni totali (il dato è relativo alle sole aziende italiane) di cui € 82,8 milioni erogati negli ultimi 12 mesi.

Focalizzando sul comparto *real estate*, l'erogato negli ultimi 12 mesi analizzati è stato pari a € 51,0 milioni (+75% rispetto all'anno precedente), il che porta i finanziamenti cumulati totali a € 90,1 milioni. Il contributo dei primi 6 mesi del 2021 è stato pari a € 28,4 milioni.

Il portale *leader* in questo segmento è Rendimento Etico, con € 30,5 milioni all'attivo, di cui € 19,1 milioni nell'ultimo anno, seguito da Trusters. Diverse piattaforme sono diven-

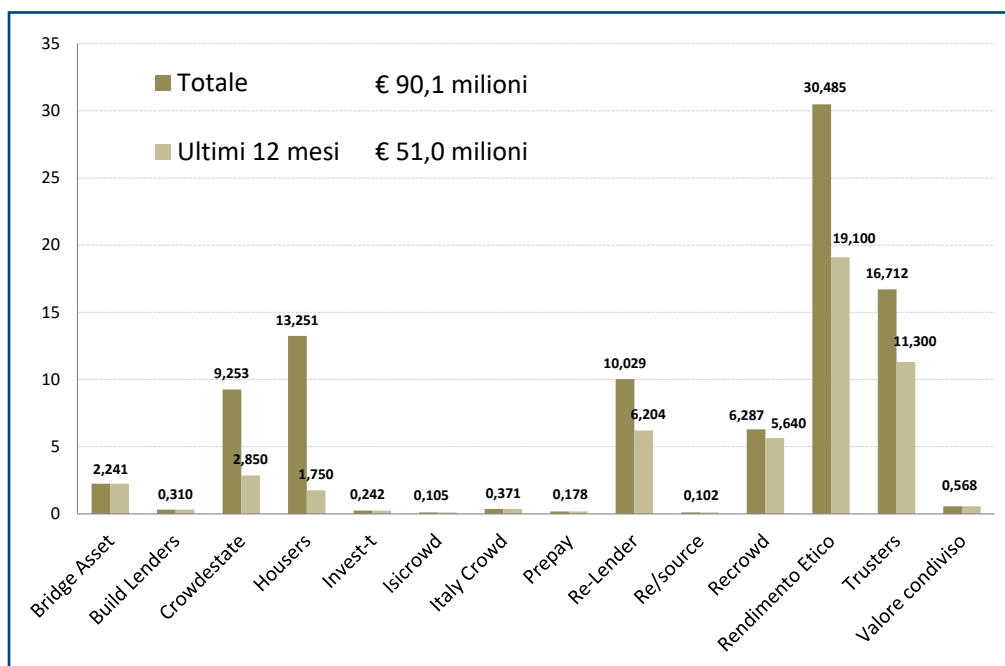


Figura 2.9

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane immobiliari aperte alle PMI, alla data del 30/6/2021: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.
Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Box 2.3

Casi di PMI finanziate attraverso il *lending crowdfunding*

Klak Srl

Nel marzo 2021 la società immobiliare ha raccolto sul portale di Rendimento Etico ben € 4 milioni da 1.772 investitori per finanziare l'acquisto di un *ex* albergo ubicato a Milano in zona Stazione Centrale e la sua ristrutturazione, con lo scopo di ricavare 19 appartamenti per un totale di 1.200 mq. Il rendimento offerto, su un orizzonte di 20 mesi, è pari al 14% (che sarà integralmente riconosciuto anche in caso di chiusura anticipata del progetto) mentre l'investimento complessivo è di € 5 milioni. A tutt'oggi l'operazione rappresenta il *record* per una campagna di *crowdfunding* immobiliare in Italia.

Criemar Sas

La società Criemar di Savona si occupa di acquisto, vendita, realizzazione e manutenzione di beni immobili. Svolge inoltre consulenza nel settore delle costruzioni. Con l'obiettivo di cofinanziare la costruzione di un supermercato a Vado Ligure (SV) nell'ambito di un contratto stipulato di 'vendita di bene futuro' firmato con una primaria società di grande distribuzione, ha condotto fra gennaio e maggio 2021 tre campagne di *crowdfunding* sul portale Trusters, raccogliendo € 500.000. Il prestito è stato rimborsato integralmente nei giorni scorsi con un rendimento annualizzato del 9%.

Max Casa SpA

Max Casa nasce nel 1990 come azienda di importazione dal Sud-est asiatico. Oggi è una delle principali catene di negozi per la casa e piccoli elettrodomestici in Italia. Prima che scoppiasse la pandemia aveva messo in atto un piano di sviluppo industriale importante per raggiungere il numero di 100 punti vendita nel territorio nazionale, che non poteva essere interrotto. Per portare avanti il progetto, nonostante le difficoltà legate al *lockdown*, Max Casa si è rivolta ad Oryn che ha supportato la realtà tramite un finanziamento pari a € 1 milione della durata di 72 mesi con 12 mesi di preammortamento.

Seristampa Srl

Da oltre 30 anni, la comasca Seristampa è specializzata nella stampa e ricamo su tessuti e oggetti personalizzando abbigliamento per l'alta moda, *t-shirt*, felpe, vestiario da lavoro, ma anche tazzette, materiale da ufficio, idee regalo. Si occupa anche dello sviluppo di loghi e grafiche per veicoli, vetrofanie, cartelloni, *roll-up* e qualsiasi mezzo promozionale con tecniche di lavorazione che spaziano dalla serigrafia al ricamo, dalla stampa digitale tessile alla digitale UV, dalla digitale eco-solvente alla tampografia. La società ha richiesto un finanziamento a seguito delle difficoltà legate alla pandemia Covid-19 e ha ottenuto la necessaria liquidità con un prestito da € 250.000 sul portale October, con scadenza a 48 mesi, coperto dal Fondo di Garanzia dello Stato al 90%.

Tesa Srl

Tesa, meglio nota con il marchio Spigadoro, è un'azienda alimentare storica, specializzata nella produzione di pasta, fondata a Bastia Umbra (PG) nel 1822. Dopo la crisi legata all'emergenza Covid, che ha messo in difficoltà soprattutto il canale degli alberghi e dei ristoranti, il pastificio aveva bisogno di finanziare il ciclo di cassa del capitale circolante per poter incrementare i volumi. Si è quindi rivolta ad Oryn puntando sulla velocità di erogazione, che ha infatti permesso all'attività di ottenere liquidità in 20 giorni. Spigadoro ha ottenuto un finanziamento del valore di € 200.000 della durata di 72 mesi, con 12 mesi di preammortamento

tate operative da pochi mesi quindi le loro metriche sono ancora contenute.

In totale, il contributo che accreditiamo per le piattaforme *lending* al finanziamento delle PMI italiane è quindi pari a € 310,8 milioni per gli ultimi 12 mesi, di cui € 79,9 milioni relativi al secondo semestre 2020 e € 230,9 milioni per il primo semestre 2021.

Per una descrizione delle peculiarità delle singole piattaforme, rimandiamo all'ultima edizione del nostro Report italiano sul Crowdfunding, disponibile apertamente su Internet: www.osservatoriocrowdfunding.it.

A titolo informativo, si sottolinea che quasi tutte le piattaforme censite utilizzano il modello 'diretto' nell'erogazione dei finanziamenti, con l'eccezione di Oryn (già BorsadelCredito.it) che ha utilizzato il modello 'diffuso'; attualmente la piattaforma non

prevede una sezione per l'accREDITamento di nuovi investitori *retail* mentre per quelli già esistenti non sono previste limitazioni.

Nelle ultime settimane sono diventate operative due nuove piattaforme: Demetra Lending (specializzata sui prestiti a operazioni immobiliari ad alto impatto sociale) e ITS Lending (specializzata nella rigenerazione dei borghi italiani).

Le imprese che ricorrono ai prestiti attraverso il *crowdfunding* sono molto variegate 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 auspicabile 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 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.

Lo *shutdown* del 2020 legato al Covid-19 ha impattato fortemente sui pagamenti delle fatture commerciali. Secondo lo European Payment Report 2021 di Intrum¹ il 49% delle aziende europee si ritengono 'fortunate' per essere sopravvissute (il 45% in Italia); il 28% delle PMI europee ha richiesto ai fornitori una dilazione rispetto ai tempi di pagamento delle fatture. Simmetricamente, molte di esse hanno dovuto accettare tempi di incasso maggiori dai loro clienti grandi imprese, pur di non perderli per il futuro; nel 2021 questa percentuale è salita al 54% rispetto al 43% del 2020. Il 62% delle PMI in Europa (il 63% in Italia) si sono dichiarate "più che mai preoccupate" rispetto alla capacità di solvibilità dei loro clienti e il 37% (il 41% in Italia) ritiene che questo rischio sia una minaccia per la propria crescita futura. In Italia il tempo medio di pagamento delle fatture B2B è tornato a salire, secondo Intrum, passando da 49 giorni a 52 giorni. Dalla ricerca emerge infine che le imprese che utilizzano il *factoring* per affrontare il tema della liquidità sono pari al 10% (la media è l'11% in Germania e l'8% in Francia).

¹ www.intrum.com/publications/european-payment-report/european-payment-report-2021/

Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi

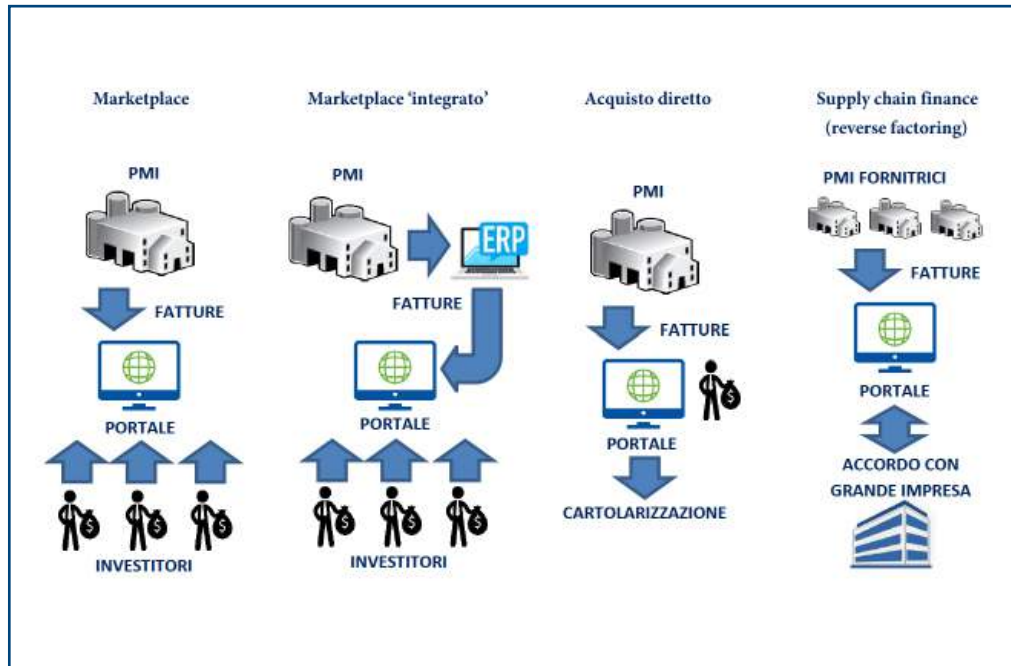
Gli articoli 1260 e successivi del Codice Civile disciplinano le operazioni di cessione dei crediti in generale. La cessione del credito può essere effettuata (i) *pro-soluto*, se il cedente non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito: il rischio 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 inviate alla Pubblica Amministrazione) sottoporrà la documentazione richiesta al portale. Quest'ultimo selezionerà le proposte da accettare sulla base di una serie di parametri relativi sia alla fattura presentata (rispetto in particolare al merito di credito del cliente) sia all'impresa stessa. Il processo di *rating* viene effettuato con il supporto di *provider* specializzati, agenzie di *rating* e consultando *database* commerciali. Qualora l'istruttoria

Figura 3.1
I modelli delle
piattaforme di *invoice*
trading



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 si focalizzano sulle operazioni di *supply chain finance*, in cui il ruolo chiave è svolto da una grande azienda, che offre ai suoi fornitori l'opportunità di cessione della fattura agli investitori accreditati nella piattaforma di *procurement* (*reverse factoring*).

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.

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 2021 risultavano attivi in Italia 12 operatori nell'*invoice trading*: 0km-Finance, Anticipay (gruppo Zucchetti), Cashinvoice, CashMe, Clevera, Crescitalia, Demetra Capital, Fifty, Incassa Subito (gruppo TeamSystem), MyCreditService, Polaris (gruppo TXT) e Workinvoice. L'anno scorso avevamo censito 11 piattaforme; in realtà, come riportato sotto, alcune non sono più operative oggi, mentre abbiamo 4 nuovi *player* entrati.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Quattro piattaforme (0km-Finance, Cashme, 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'. Fifty e Polaris si specializzano 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.

L'anno scorso già 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) e Cerved che ha annunciato la soluzione Money&Go, anch'essa integrata nei servizi di *credit information* del gruppo (per la quale però non risulta una piattaforma *web* autonoma). Negli ultimi mesi il *trend* si è rafforzato con l'acquisizione di Anticipay da parte del gruppo Zucchetti e con l'arrivo del gruppo TXT che propone la sua soluzione di *supply chain finance* attraverso Polaris Working Capital Solutions. Da registrare anche l'ingresso del gruppo Siav nel capitale di Credit Service, gestore di MyCreditService.

Si segnala inoltre che da febbraio 2021 Credimi non è più attiva nell'*invoice trading* e si è focalizzata esclusivamente sui prestiti in *direct lending* (si veda il Capitolo successivo). Anche Cash Trading al momento non è più operativa mentre Crowdcity, a seguito di un cambio del *management*, sta ridefinendo la propria strategia di *business* e da inizio 2021 non ha effettuato transazioni. 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).

| Sito web | Società gestore | Meccanismo di cessione | Importo fatture accettate |
|----------------------|--|--------------------------|---------------------------|
| 0kmf.com | Zerokm Finance Ltd | Asta | > € 10.000 |
| Anticipay.it | Anticipay Srl (gr. Zucchetti) | Marketplace | > € 5.000 |
| Cashinvoice.it | Cashinvoice Srl | Marketplace | > € 5.000 |
| Cashme.it | CashMe SpA | Asta | > € 10.000 |
| Clevera.biz | Clevera Srl | Asta | > € 5.000 |
| Crescitalia.com | Crescitalia Holding Srl | Acquisto diretto | > € 1.000 (*) |
| Demetracapital.com | Demetra Capital Srl | Marketplace | > € 2.000 |
| Fiftyfinance.com | Fifty Srl | Supply chain finance | Nessun limite |
| 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

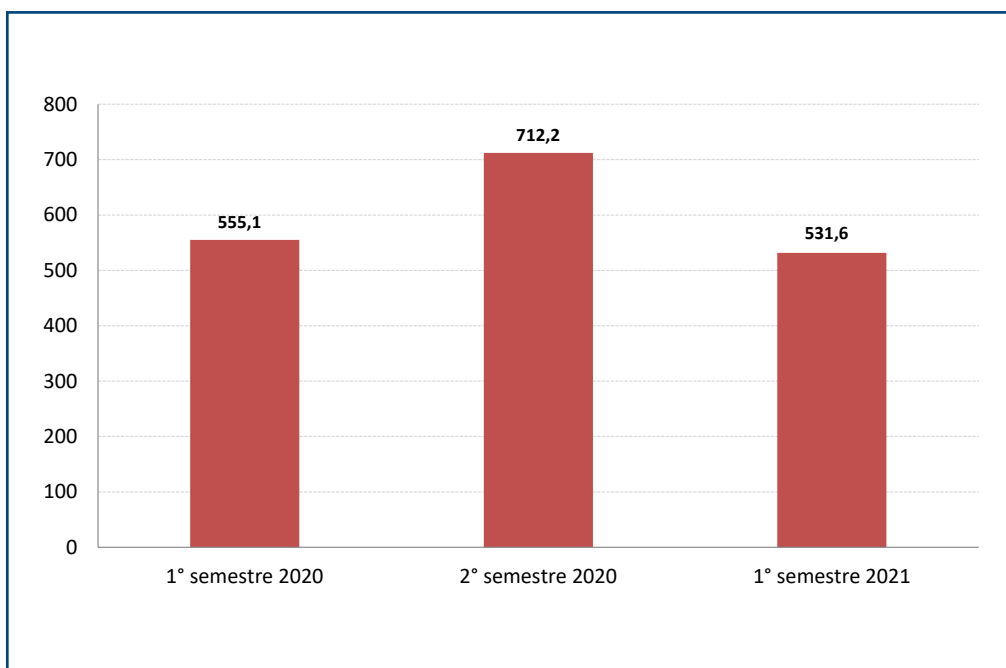
I portali di *invoice trading* italiani attivi alla data del 30/6/2021

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

La Figura 3.2 sintetizza il progresso dei volumi di finanziamento gestiti dalle piattaforme attraverso la cessione delle fatture, escludendo quelli originati direttamente dal siste-

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



ma bancario poiché si vuole focalizzare sui flussi provenienti dai canali della finanza alternativa.

Nel primo semestre del 2020 il controvalore delle fatture cedute è stato pari a € 555,1 milioni, con un buon aumento nel secondo semestre 2020 (€ 712,2 milioni). Al contrario, si nota un rallentamento per il primo semestre 2021 (€ 531,6 milioni) che non è solo imputabile al mancato contributo delle piattaforme non più operative su questo canale della finanza alternativa, ma è comune anche alle altre piattaforme rimaste. Le motivazioni, parlando con le piattaforme, sembrano essenzialmente due: (1) una certa stagionalità, legata al fatto che per molte aziende i bilanci ufficiali dell'anno precedente non sono disponibili prima di maggio/giugno, (2) la contingenza della pandemia, che ha ulteriormente allungato i tempi di approvazione dei bilanci e che ha generato un calo di fatturato nel 2020, rendendo meno facile la cessione delle fatture e creando maggiore incertezza fra gli investitori.

Tenendo conto anche dell'attività negli anni precedenti il flusso complessivo arriva a superare ampiamente € 4 miliardi. Sono cifre rilevanti, ma va anche 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.

Anche quest'anno i *leader* di mercato sono Fifty (con volumi per € 242 milioni nel primo semestre 2021 e € 268 milioni nel secondo semestre 2021) e Workinvoice (€ 66 milioni e € 100 milioni rispettivamente).

Passiamo ora a esaminare le caratteristiche dei diversi portali attivi.

Okm-Finance

È un nuovo portale gestito dalla società britannica Zerokm Finance Ltd di Antonio Castagna. Il meccanismo è quello dell'asta con cessione *pro-soluto*; le fatture vengono acquisite e validate e proposte agli investitori professionali accreditati sulla piattaforma. Il costo di iscrizione alla piattaforma per le PMI cedenti è di € 200 e si paga solo una volta. Vengono addebitate commissioni solo in caso di vendita andata a buon fine in asta; esse vanno da un minimo di 0,25% fino a un massimo dell'1% dell'importo della fattura, in funzione della scadenza della fattura stessa. La commissione è pagata al momento dell'incasso del prezzo di vendita da parte dell'investitore.

Anticipay (gruppo Zucchetti)

Anticipay è un mercato digitale per le fatture dove è l'imprenditore stesso a seleziona-

re 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. Da pochi mesi Anticipay è diventata parte del gruppo Zucchetti, che ha integrato le soluzioni *fintech* di *invoice trading* nella propria offerta.

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.

Va segnalato, fra le novità, la *partnership* con ACP SGR, che ha portato alla nascita di un fondo FIA dedicato, SMEs Alternative Credit (SMAC) Fund, qualificato come fondo ESG Art. 8 rispetto alla Tassonomia SFDR di sostenibilità. Il fondo investe in cartolarizzazioni di crediti *pro soluto* di natura commerciale ceduti da micro-imprese e PMI; nei primi 5 mesi di vita ha già impegnato € 60 milioni di investimenti.

Inoltre, in ottobre Cashinvoice Srl ha chiuso un *round* di aumento di capitale da € 500.000 per finanziare l'espansione delle attività nei prossimi mesi, in particolare in ottica PSD2/*open finance*.

Nel primo semestre 2021 la piattaforma ha visto la cessione di 955 fatture per un importo di € 36,4 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'asta. Possono accedere 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 factoring*, servizio offerto alle medie/grandi imprese che vogliono supportare la filiera dei piccoli fornitori.

Nel primo semestre 2021 la piattaforma ha registrato 1.308 fatture cedute per € 56,2 milioni, in 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 imprendito-

Box 3.1

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*

Compass Srl

Con un fatturato annuo da € 4 milioni e circa 40 dipendenti, dal 1986 attiva nel mondo dei trasporti e logistica e da quest'anno focalizzata anche sulle tratte primarie aeree, la PMI di Latina Compass è stata particolarmente impattata dal *lockdown* del 2020. Per le proprie esigenze di liquidità l'impresa si è rivolta al portale di CrescItalia originando un volume di fatture di quasi € 600.000 cedute in un anno, corrispondenti a circa il 15% del fatturato. Grazie ad una migliore gestione delle fatture, l'azienda guidata da Adriano Tuderti è in grado di razionalizzare i rapporti con i clienti e di pagare i fornitori con maggiore regolarità, riuscendo quindi a recuperare marginalità nei loro confronti e a ottenere sconti. Secondo l'impresa, il meccanismo virtuoso nella gestione della liquidità che si è attivato consente di non sprecare risorse umane per la gestione di pratiche bancarie, permettendo loro di dedicarsi ad altre attività più strategiche per il *business*.

ER TLC Srl (da Teamsystem.com)

ER TLC è una *startup* monzese fondata nel 2018 da un gruppo di professionisti del settore delle telecomunicazioni, con decenni di esperienza e anni di servizio presso aziende di distribuzione, vendita e assistenza di prodotti utilizzati da Service Provider, Utility, System Integrator. L'azienda prevede di chiudere il 2021 con ricavi per € 4 milioni e lavora molto con l'estero, dove i pagamenti sugli acquisti fatti vengono richiesti in modalità anticipata o a 30 giorni mentre in Italia l'incasso medio dai clienti è intorno ai 90 giorni; inoltre sugli acquisti sono dovute l'IVA e le tasse doganali anticipatamente prima di ricevere il materiale creando difficoltà a livello di liquidità e gestione. Per questo l'azienda, non riuscendo a trovare risposte adeguate dal sistema bancario, ha utilizzato la piattaforma Incassa Subito di TeamSystem Enterprise Cloud ottenendo un immediato beneficio con l'abilitazione in 48 ore e poi l'anticipo di cassa in 72 ore.

Pasquinelli Srl

Parliamo di una PMI riminese a controllo familiare che realizza anime e stampi in sabbia per il processo delle fonderie. Nel 2020 ha realizzato ricavi per € 3,4 milioni. Durante il *lockdown* l'azienda ha cominciato a preoccuparsi per eventuali conseguenze sui tempi di pagamento dei suoi clienti; ha voluto quindi sperimentare forme innovative di finanziamento, gran parte delle quali solitamente ignote ad una micro-impresa. Si è rivolta quindi al portale Workinvoice per la cessione delle fatture legate a un cliente. I costi sono stati valutati come ragionevoli. Da quel momento le banche con cui l'impresa lavora si sono fatte vive per proporre soluzioni alternative, come l'assicurazione del credito, ma tutte si sono rivelate più costose.

riale italiano e gli investitori. Grazie alla sua piattaforma digitale integrata di *servicing* (CrescItalia Lab), accompagna gli investitori istituzionali nei processi di valutazione e validazione dei crediti commerciali nonché nella gestione delle operazioni di investimento. Sulla piattaforma le PMI possono cedere le loro fatture con formula *pro-soluto*, 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 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.

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.

Box 3.2

L'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano

L'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano, giunto alla sua nona edizione, si occupa di approfondire le soluzioni che consentono ad un'impresa di finanziare il proprio capitale circolante (crediti commerciali, debiti commerciali, rimanenze), facendo leva sul ruolo che essa ricopre nella *supply chain* in cui opera e sulle relazioni con gli altri attori della filiera. Il 2021 è stato l'anno della ripresa economica in Italia. L'evoluzione del mercato del Supply Chain Finance ha giocato un ruolo importante in questo contesto, poiché un numero crescente di settori hanno aderito a questo tipo di programmi per il sostentamento delle filiere più colpite dalla pandemia. Decisivi, per la crescita del Supply Chain Finance, sono stati il crescente utilizzo di piattaforme tecnologiche che permettono di identificare nuove opportunità e soluzioni, il tema dei crediti fiscali le cui dinamiche sottostanti appartengono alla sfera delle soluzioni di Supply Chain Finance e una prospettiva sempre più orientata alla sostenibilità di filiera, che permette di guardare oltre la singola diade cliente-fornitore. Il prossimo 8 marzo 2022 saranno presentati i risultati della ricerca condotta quest'anno che, oltre a includere i temi sopra citati, fornirà una panoramica rispetto agli indicatori quantitativi da monitorare e alle implicazioni contabili da considerare quando si adotta una soluzione di Supply Chain Finance. Per informazioni aggiuntive: www.osservatori.net/it_it/osservatori/supply-chain-finance

Fifty

Fifty è un operatore della *supply chain finance* che offre ai fornitori di grandi imprese una piattaforma in grado sia di acquisire i documenti in modalità multicanale, sia di integrarsi nel gestionale ERP delle aziende, per gestire tutto il processo di abilitazione dei fornitori e di finanziamento dei crediti commerciali in maniera automatica.

Fifty Srl è iscritta all'Albo OAM dei mediatori del credito. È stata costituita nel 2015 grazie a una *partnership* con Groupama Asset Management SGR (promotrice del fondo Supply Chain Fund, un fondo alternativo che investe in crediti commerciali di filiera e che fino ad oggi ha coperto l'operatività della piattaforma grazie ai capitali forniti da Groupama e da alcuni fondi pensione) e Tesisquare, *leader* nelle soluzioni *cloud* per la *supply chain*. Nel 2018 Fifty si è aperta anche al contributo di altri investitori esterni.

Ad oggi Fifty ha gestito transazioni per € 1,33 miliardi su 27.497 fatture cedute da 780 aziende. Nel solo primo semestre del 2021 le fatture cedute sono state 7.980.

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.

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*, cui è stata riconosciuta una plusvalenza del 100%.

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.

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. È entrata in funzione da poche settimane e quindi non aveva ancora generato volumi significativi al 30/6/2021. 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 diretto 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, 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 2021 le fatture cedute tramite Workinvoice sono state 1.400.

Le imprese finanziate

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

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

Per quanto riguarda gli investitori, si tratta di soggetti con un grado di conoscenza finanziaria elevata, come fondi di credito e fondi chiusi. Molto spesso si tratta di investi-

tori 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*. Da questo punto di vista negli ultimi mesi sono state registrate alcune operazioni di *securitization* sui crediti commerciali originati dalle piattaforme. Oltre a quelle già citate nelle pagine precedenti, nel luglio 2021 l'investitore britannico RiverRock ha cartolarizzato un portafoglio di crediti commerciali originati dalla piattaforma Workinvoice per € 20 milioni. Ver Capital SGR ha lanciato nelle ultime settimane un fondo chiuso (Ver Capital Credit Partners Trade Receivables IX) per investire in portafogli di fatture commerciali; il fondo ha un primo obiettivo di *closing* a € 50 milioni e durerà 6,5 anni.



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 333 operazioni di *direct lending* nei primi 6 mesi del 2021, con un incremento del 36% rispetto al semestre precedente e del 106% rispetto allo stesso periodo del 2020. Il Regno Unito continua a guidare il mercato con 127 *deal*, seguito da Francia (65) e Germania (51). 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. Secondo Preqin gli investimenti del *private debt* sul mercato europeo sono stati pari a € 7 miliardi nel 2020 e € 3,9 miliardi nella prima metà del 2021.

AIFI, l'associazione nazionale che raggruppa anche i fondi di *private debt*, stima in € 1,2 miliardi l'importo investito nel debito delle aziende italiane, di grande e piccola dimensione nel 2020 (di cui € 441 milioni nel primo semestre e € 761 milioni negli ultimi 6 mesi). Nel primo semestre del 2021 invece il flusso è balzato a € 769 milioni. Il 53% delle operazioni riguarda il *direct lending* mentre le altre si riferiscono a titoli obbligazionari; l'88% di tutte le 356 operazioni individuate nei primi 6 mesi dell'anno 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 investi-

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

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

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

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

Gli investitori e il mercato per le PMI italiane

Come evidenziato nei capitoli precedenti, quest’anno 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 e Credimi.

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

- Anima Alternative SGR che ha chiuso a quota € 150 milioni 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 3 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; ha all’attivo quattro fondi di debito e ha da poco lanciato un ELTIF (European Long Term Investment Fund) proprio dedicato alle PMI ed eleggibile come ‘PIR alternativo’ rispetto ai vantaggi fiscali. Si tratta di ELTIF Economia Reale Italia, che investirà nell’*equity* di aziende poco coperte dagli analisti ed nel debito emesso da imprese d’eccellenza non quotate. Proprio nei giorni scorsi è stata annunciata la sottoscrizione di un prestito a favore di Augeo 3 SpA, socio di riferimento di HOFI, la *holding* del più grande gruppo funerario italiano, finalizzato al finanziamento di un’acquisizione. Anthilia è anche il gestore delegato di un altro fondo di *private capital* per le PMI, 8A+ Real Italy ELTIF, istituito da 8a+ Investimenti SGR e distribuito da Banca Generali, che ha lanciato il programma BG4Real a supporto delle imprese non quotate in cerca di capitali.

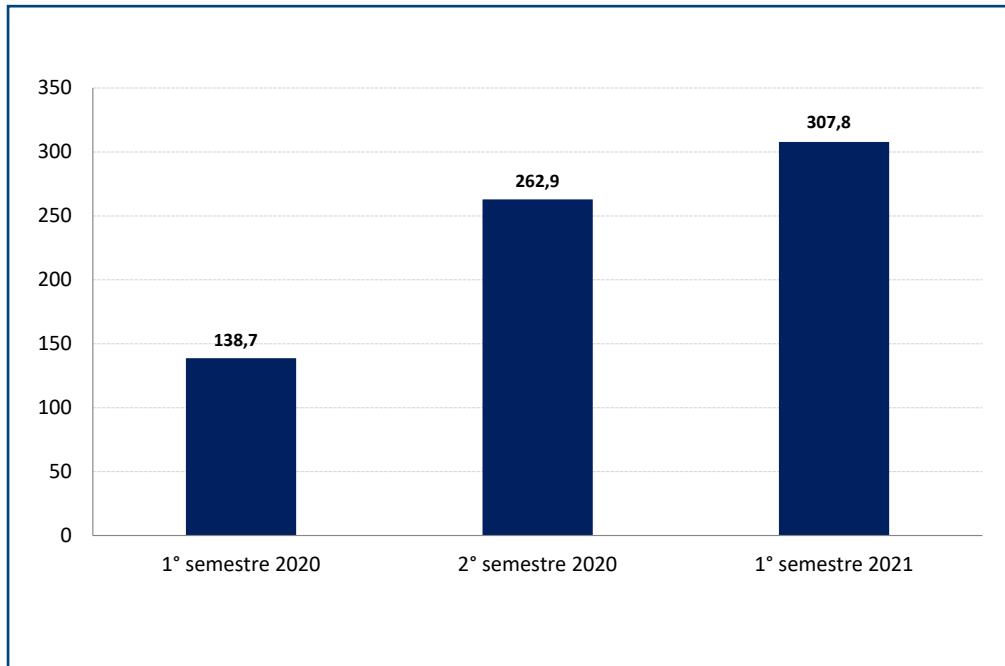


Figura 4.1

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

- Azimut Libera Impresa SGR, la quale si propone con un portafoglio di numerosi prodotti di *private capital*, fra cui 5 dedicati al *private debt* (Corporate Cash specializzato in crediti garantiti al 100% dai Confidi; Antares AZ I; un fondo di fondi; Capital Solutions ELTIF gestito da Muzinich e specializzato proprio nel *direct lending* su operazioni di *rescue finance*, e infine AZ ELTIF - Digital lending, che selezionerà prestiti con garanzia statale e crediti commerciali, investiti attraverso piattaforme *fintech*). Va pure segnalato che nel luglio del 2021 Azimut ha effettuato un'operazione societaria con Epic SIM, dando vita ad Azimut Direct, una piattaforma specializzata in *minibond*, *direct lending*, *private* e *public equity*, che negli ultimi mesi ha perfezionato una serie di investimenti in prestiti a favore di PMI (si veda ad esempio il caso citato nel Box 4.1);
- Credimi, 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, per poi avviare dal 2019 'Credimi Futuro', una soluzione di prestito diretto alle imprese senza vincoli di utilizzo e garanzie seguita da 'Credimi Subito' a favore delle ditte individuali. Da febbraio 2021 Credimi si concentra esclusivamente sul *direct lending* digitale. Nel corso del 2020 Credimi ha registrato un volume complessivo su tutti i suoi prodotti per € 659,2 milioni mentre nel primo semestre del 2021 siamo a € 233,7 milioni;
- Equita Capital SGR la quale ha lanciato un secondo fondo di credito (Equita Private Debt Fund II) che seguirà le stesse strategie di investimento del primo; la raccolta ha già toccato € 178,5 milioni e sono già stati finalizzati 5 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;
- Green Arrow Capital SGR SpA con il fondo dedicato Green Arrow Private Debt; fino ad oggi ha effettuato 19 investimenti ed è in corso il lancio del secondo fondo che avrà un *target* di raccolta pari a € 200 milioni;
- Hedge Invest SGR con il fondo dedicato HI Crescitalia PMI Fund; negli ultimi mesi ha concluso vari investimenti come ad esempio i prestiti da € 3 milioni a FSI Srl (gruppo Fervo), a DOTX Srl, a Aero Sekur SpA (si veda il Box 4.1), ad Agrostar Srl (taglio da € 2 milioni) e a Electric Srl (con un taglio più piccolo da € 1,5 milioni); a questo fondo si è affiancato nel 2021 un nuovo prodotto, HI Confilend Fund, un fondo chiuso e riservato

Box 4.1Casi di PMI finanziate attraverso il *direct lending**Aero Sekur SpA*

Aero Sekur è una società di Aprilia (LT) nata nel 2017 attiva nella fornitura e nel supporto logistico di strutture flessibili e gonfiabili per i settori aerospazio e difesa, in particolare equipaggiamenti di emergenza per elicotteri, impianti combustibile per velivoli ad ala fissa e rotante e serbatoi carburante di tipo antifurto, auto stagnanti e per applicazioni speciali. Il fatturato nel 2020 è stato pari a € 15,6 milioni. Nel 2021 l'azienda ha ottenuto un prestito da € 3 milioni in *direct lending* dal fondo HI Crescitalia PMI Fund. Il finanziamento, a tasso fisso e di tipo *senior unsecured*, ha un importo di € 3 milioni, durata 5 anni e un piano di rimborso su base trimestrale, dopo un periodo di pre-ammortamento iniziale di 12 mesi. Il denaro sarà utilizzato per l'acquisto di nuovi impianti e macchinari finalizzati a efficientare il ciclo produttivo, alla realizzazione di nuovi prodotti e al sostegno delle esigenze relative al capitale circolante.

C.R.S. Impianti Srl

La bergamasca C.R.S. Impianti opera da oltre trent'anni, in Italia e all'estero, nel campo delle tecnologie meccaniche offrendo esperienza, capacità e organizzazione tali da risolvere qualsiasi problematica nella progettazione e realizzazione di impianti all'avanguardia, tra cui impianti meccanici, idraulici, termici (condizionamento e riscaldamento). La società ha chiuso il 2020 con un volume di ricavi in aumento (sfiorando € 31 milioni). Nel 2021 ha ottenuto un finanziamento attraverso la piattaforma Azimut Direct per € 5 milioni, investito per l'espansione internazionale dell'azienda, in particolare in Messico e in Ghana. L'elemento che ha convinto l'impresa è stata la rapidità di emissione: il prestito è stato erogato in 2 settimane.

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;

- Springrowth SGR (acquisita da Muzinich & Co) con il "Fondo di Credito Diversificato per le Imprese" (specificamente il fondo offre una particolare modalità: il *parallel lending*, ovvero un prestito in cooperazione con istituti bancari); il fondo ha già investito in decine di aziende italiane, quasi tutte grandi imprese;
- RiverRock con il fondo Italian Hybrid Capital Fund che fa operazioni di debito e *equity* per lo sviluppo delle PMI italiane; dopo le ultime 2 operazioni svolte nel 2020 (di cui una relativa a un *follow-up* nel debito) il fondo è ora interamente investito;
- Ver Capital SGR, che dopo l'esperienza del fondo Ver Capital Credit Partners Italia V ha annunciato da poche settimane il primo *closing* del fondo Ver Capital Credit Partners SMEs VII, con l'investimento di Cassa Depositi e Prestiti e del Fondo Europeo per gli Investimenti; il fondo ha un obiettivo di raccolta di € 300 milioni finalizzato a circa 50 investimenti in PMI e *small-mid cap*.

Fra le iniziative ai nastri di partenza si può citare quella di Endeka SGR, che istituirà fondi alternativi che investiranno in operazioni di *direct lending* a favore di PMI italiane, utilizzando una piattaforma *fintech*.

Non va dimenticato che ci sono anche altre società di gestione europee con fondi di *private debt* che investono in Italia, ma quasi mai nelle PMI. Anche Cassa Depositi e Prestiti sta procedendo in un programma di prestiti diretti (si può citare l'esempio del finanziamento da € 5 milioni erogato a inizio 2021 a Pezzutti Group SpA, assistito da Garanzia Italia di Sace) ma anche in questo caso si tratta più che altro di grandi imprese.

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.

Nella pagina precedente, 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 e Credimi. Nel primo semestre 2020 il valore è pari a € 138,7 milioni, salito sensibilmente nel secondo semestre a € 262,9

milioni; nel primo semestre 2021 siamo arrivati a € 307,8 milioni, con una prospettiva di ulteriore crescita nei mesi successivi.

Dalle interviste condotte con gli attori coinvolti nella filiera per sondare le potenzialità e le opinioni riguardo a questo strumento di finanza alternativa 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; 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*.

Blockchain e ICOs

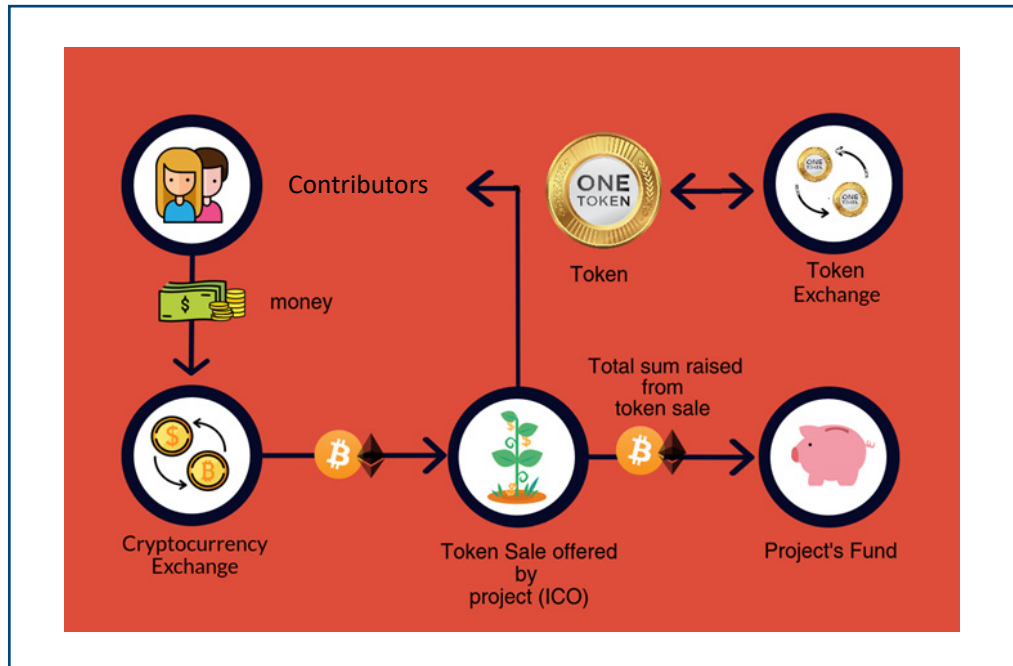
Una *blockchain* è fondamentalmente un registro distribuito in una rete che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente aggiungendo ogni volta un ‘blocco’ ad una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti, i dati in un ‘blocco’ non possono 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 totalmente i sistemi di pagamento tradizionali, con vantaggi (costi ridotti) e svantaggi connessi (riferiti ad esempio alle procedure anti-riciclaggio).

Figura 5.1
 Schema delle fasi di una
 Initial Coin Offering



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

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

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

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

Va da sé che partecipare ad una ICO comporta rischi elevati di perdere il denaro, perché non vi è nessuna garanzia particolare sugli impegni dichiarati nel 'white paper', né vi è la possibilità di verificarne gli aspetti più importanti e molto spesso non esiste nemmeno un veicolo societario già costituito che realizzerà il progetto. Si sono scoperti casi

di offerte evidentemente truffaldine (che presentavano profili di persone inesistenti, o millantavano meriti falsi) piuttosto che casi di progetti spariti nel nulla dopo la raccolta.

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). Dopo le prime 3 offerte con il 'bollino' ufficiale dell'AMF (French-ICO, WPO e iExec Blockchain Tech), il mercato in realtà 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 fra Euro e 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 marzo 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 il 2 gennaio 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.

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

Box 5.1
Non-Fungible Token
(NFT)

I Non-Fungible Token (NFT) sono frammenti di contenuti digitali legati ad una *blockchain*. Sono strumenti particolari poiché ogni NFT è unico e diverso dagli altri, cosa che lo rende non mutualmente interscambiabile (a differenza dei bitcoin e di altre criptovalute che risultano essere *fungible*, ovvero possono essere rimpiazzati/scambiati con un altro a loro identico dello stesso valore, come fossero banconote).

I NFT potrebbero essere paragonati ad un paio di scarpe in edizione limitata o ad oggetti di collezione: il concetto è quello di 'creare scarsità tra risorse infinitamente disponibili'. Acquistando un'opera con NFT, il compratore compra essenzialmente una sorta di 'documento' virtuale, che attesta il proprio diritto esclusivo sull'opera stessa (ad esempio carte collezionabili digitali, immagini, contenuti *extra* per *videogame* e molto altro). Come molti altri *token*, i NFT possono essere scambiati su listini digitali, come ad esempio OpenSea.

Dopo che nel marzo 2021 la casa d'aste Christie's ha venduto la prima opera d'arte NFT - un collage di immagini dell'artista digitale Beeple per ben \$ 69,3 milioni - questi strumenti hanno improvvisamente catturato l'attenzione del mondo. Artisti, campioni sportivi, musicisti e *influencer* si sono subito dati da fare, con gli investitori disposti a spendere molto denaro per aggiudicarsi le versioni NFT (e quindi uniche) di opere digitali. Gli imprenditori non sono stati da meno; la PMI innovativa milanese Masque Srl, produttrice di profumi e fragranze artistiche, insieme alla società svizzera Authena ha lanciato una collezione di NFT, ovvero un calendario dell'Avvento, contenente 24 fragranze esclusive e 40 "accordi" utilizzati per realizzarle.

È prevedibile che alcune richieste riguarderanno proprio il tema del finanziamento delle PMI e in particolare l'emissione di *token* digitali.

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 fra il 2020 e il 2021.

Diversi progetti sono balzati agli onori della cronaca 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 decentralizzate costruita sulla *blockchain* di Ethereum, che fra giugno 2017 e giugno 2018 è riuscita a raccogliere più di \$ 4 miliardi. La piattaforma di messaggistica istantanea russa Telegram si posiziona al secondo posto della classifica, con una raccolta da \$ 1,7 miliardi a vantaggio del progetto di lanciare una propria criptovaluta, il Gram. Il progetto TaTaTu, lanciato da Andrea Iervolino (produttore di film di successo e ideatore di questa nuova piattaforma di intrattenimento e *social media*) ha raccolto nel giugno 2018 ben \$ 575 milioni.

Un'altra ICO di successo è sicuramente quella di SingularityNet, piattaforma di servizi riguardanti l'intelligenza artificiale, che in 60 secondi è riuscita a raccogliere ben \$ 36 milioni. Da sottolineare che un italiano, Simone Giacomelli, è il co-fondatore del progetto. Nel 2019 le operazioni di maggiore successo sono state quella di Bitfinex (\$ 1 miliardo raccolto con l'emissione di *token* utili per ottenere sconti sulle *fee* di utilizzo dei servizi della piattaforma) e di Genesis Crypto Blockchain Investment Bank (\$ 143 milioni raccolti a favore del progetto di una 'cripto-banca' pienamente autorizzata).

In risposta alle richieste di maggiori trasparenza, sicurezza informatica e garanzie per i finanziatori, si vanno diffondendo 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).

All'interno degli Osservatori Digital Innovation della School of Management del Politecnico di Milano sono attivi l'Osservatorio Fintech & Insurtech e l'Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger.

L'Osservatorio Fintech & Insurtech studia l'innovazione digitale in ambito finanziario e assicurativo. Nel 2021 la ricerca si è sviluppata su alcuni principali filoni di ricerca: il rafforzamento delle *partnership* e alleanze tra i protagonisti dell'offerta (banche, assicurazioni, attori non finanziari); i nuovi canali, prodotti e servizi messi a disposizione di clienti (consumatori e PMI) sempre più esigenti; l'attenzione alla sostenibilità nel Fintech & Insurtech. Il convegno di presentazione dei risultati della ricerca si terrà il 14 dicembre 2021, con una rinnovata modalità ibrida, per fare il punto in vista di un 2022 in cui *sandbox* italiano e iniziative europee vedranno la piena attività.

L'Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger, nato nel 2018, ha la *mission* di generare e condividere la conoscenza sui temi Blockchain e Distributed Ledger e contribuire allo sviluppo del mercato italiano, creando occasioni di incontri e confronto tra i principali attori attivi sul tema. Blockchain e Distributed Ledger stanno suscitando sempre più attenzione mediatica e sono annoverati tra i *trend* digitali più interessanti per i prossimi anni. Oggi però la tecnologia non è ancora pienamente matura e vi è molta confusione e strumentalizzazione sulle sue opportunità di utilizzo. L'Osservatorio, grazie alla collaborazione tra il Dipartimento di Ingegneria Gestionale e il Dipartimento di Elettronica, Informazione e Bioingegneria del Politecnico di Milano, analizza questi temi sia da un punto di vista di *business* sia da un punto di vista tecnologico.

Il convegno di presentazione dei risultati della ricerca sarà il 21 gennaio 2022.

Info: www.osservatori.net

Box 5.2

L'Osservatorio Fintech & Insurtech e l'Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger del Politecnico di Milano

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 vengono 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 24 mesi, coerentemente con il *trend* internazionale, non abbiamo trovato operazioni paragonabili nel mondo imprenditoriale. Invece, sta riscuotendo un certo interesse, anche in Italia, la moda dei Non-Fungible Token (NFT) che è stata adottata soprattutto da artisti

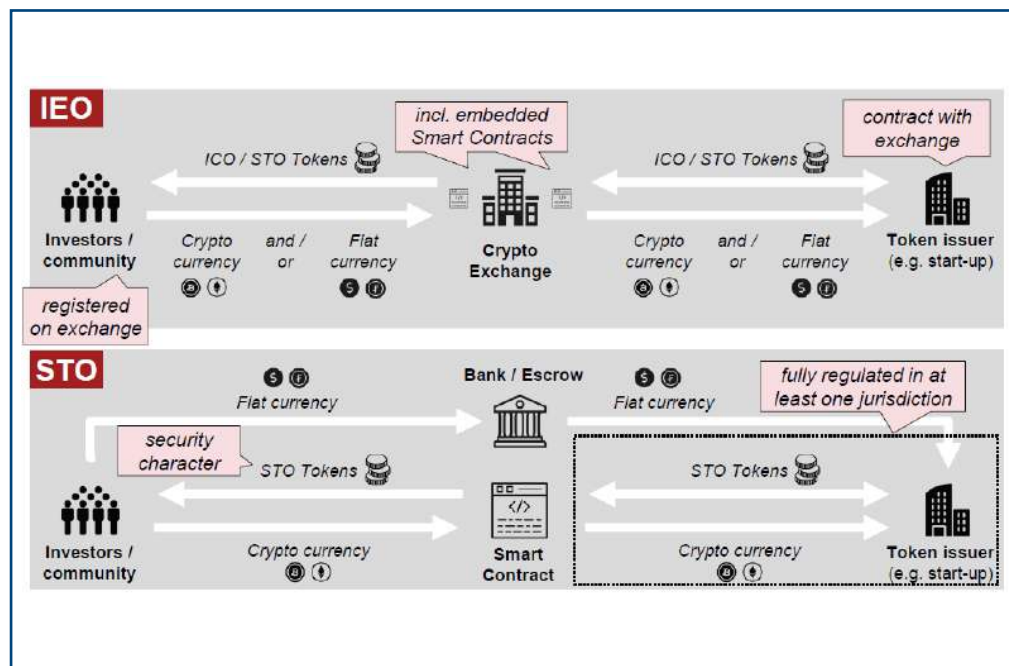


Figura 5.2

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

come strumento per la raccolta di liquidità (si veda il Box 5.1 nelle pagine precedenti). Diverse società sportive italiane hanno invece generato i 'Fan Token' (assimilabili a *utility token*) con l'obiettivo di raccogliere denaro fra i tifosi offrendo in cambio *gadget*, accessi prioritari e possibilità di votare su alcune decisioni. Nei giorni scorsi la FIGC ha annunciato l'emissione di Fan Token anche per la Nazionale di calcio.

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. In Europa, si può citare il caso di Bitbond, che in Germania ha lanciato, in collaborazione con l'autorità di mercato, una STO (Security Token Offering) per raccogliere capitale e finanziare lo sviluppo nella tokenizzazione di titoli di debito sottoscritti da PMI, che quindi possono diventare facilmente scambiabili senza costi di transazione, con *settlement* automatizzato e con la possibilità di introdurre 'smart contract' auto-eseguibili. Ogni mese Bitbond utilizza questa tecnologia per finalizzare prestiti a PMI e micro-imprese per mediamente € 1 milione. In Italia Azimut ha recentemente annunciato la cartolarizzazione digitale di un portafoglio da € 5 milioni di prestiti a PMI. I *token* saranno utilizzati nella costruzione dei portafogli per i clienti *private* in Italia attraverso una gestione patrimoniale e per i fondi di credito alternativo domiciliati in Lussemburgo e dedicati alla clientela professionale. Il *token* di Azimut sarà scambiabile su una piattaforma digitale.

Secondo il portale STOMarket.com la capitalizzazione mondiale dei *security token* ha toccato nel mese di ottobre il valore di \$ 1,19 miliardi.

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 di questo 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 (alcuni esempi in Italia sono Enel, Unicredit, TIM, Intesa Sanpaolo) 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*). 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 2021.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte e di società investite. La media annuale delle operazioni registrate è pari a 367 (in aumento rispetto alla rilevazione dell'anno scorso) mentre il numero medio delle imprese interessate ogni anno sale a 275. I dati parziali del primo semestre del 2021 mostrano un deciso recupero rispetto allo stesso periodo del 2020, in cui l'incertezza legata alla pandemia aveva frenato gli investimenti. In 6 mesi sono stati investiti € 4,5 miliardi su 253 operazioni che hanno interessato 197 emittenti; il 66% dei *deal* riguarda aziende del Nord Italia mentre l'86% riguarda PMI. I business più interessanti sono risultati essere negli ultimi mesi - come in passato - l'ICT, i beni e servizi industriali e il medicale.

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*, nonostante le incertezze del primo semestre 2020 si conferma una buona crescita tendenziale, sia nel numero di operazioni (ben 306 nel 2020) sia nel flusso di investimento (€ 378 milioni, *record* degli ultimi tempi). Anche il 2021 è partito bene, con 129 operazioni per € 294 milioni, il che ci fa presagire un nuovo primato annuale. 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 meno favorevole, soprattutto per il numero di operazioni. Nel 2020 AIFI ha registrato 40

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. Il Fondo Europeo degli Investimenti ha pubblicato in aprile 2019 una ricerca ("The European venture capital landscape: an EIF perspective - Volume V: The economic impact of VC investments supported by the EIF") che dimostra come il supporto del *venture capital* nelle *startup* contribuisca ad incrementare la crescita nel lungo termine

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

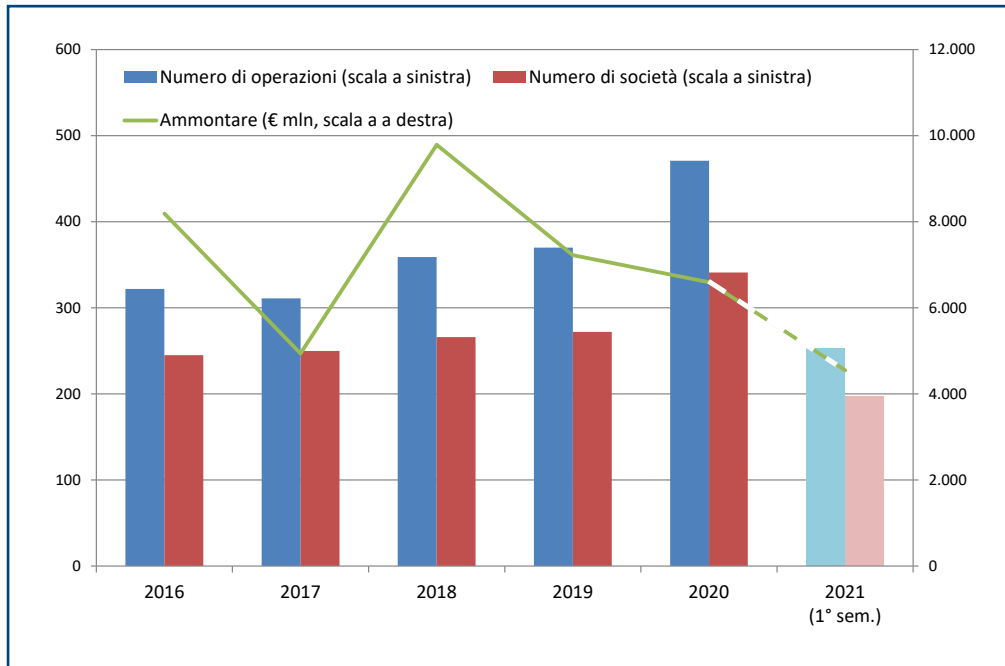


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio dei fondi di *private equity* e *venture capital*: i dati italiani dal 2016 al primo semestre 2021.
Fonte: AIFI

deal con € 354 milioni investiti (meno della metà dell'anno precedente) mentre nel 2021 c'è un lieve recupero (nei primi 6 mesi troviamo 23 investimenti con € 299 milioni).

Rispetto alle modalità di *exit*, i dati di AIFI mostrano che nel 2020 i disinvestimenti sono scesi rispetto agli anni precedenti, come era lecito aspettarsi; in tempi di incertezza si preferisce rimandare per spuntare valutazioni migliori e infatti nel primo semestre 2021 le statistiche tendono a migliorare. 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 6% del totale (l'1% rapportato al valore disinvestito).

Le prospettive nel breve termine sembrano favorevoli per i mondi del *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'. Possiamo citare ad esempio il Fondo Corporate Partners I, veicolo di *corporate venture capital* pro-

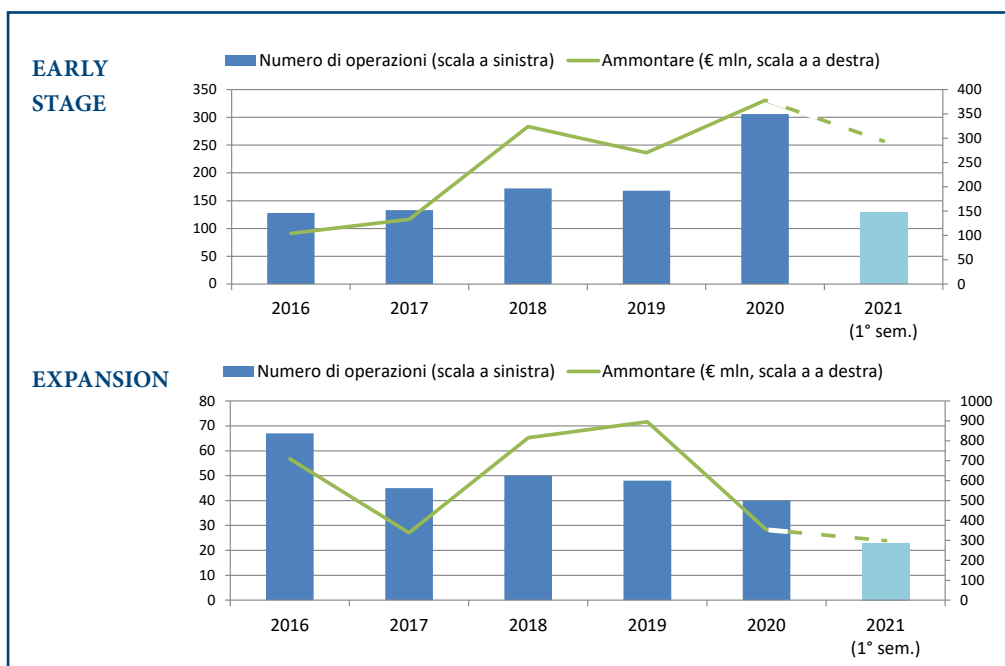


Figura 6.2

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

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

Fondata nel 2016 da Matteo Musa, Damiano Rossi, Laura Carpintieri e Gianluca Mozzillo e supportata dal programma di accelerazione di Luiss Enlabs, Checkmoov ha ideato Fitprime, piattaforma digitale dedicata al mondo del *fitness* che consente alle persone di tenersi in forma sia in palestra che a casa. Nel 2018 l'azienda ha lanciato la piattaforma *corporate*, che permette alle aziende di promuovere il benessere dei propri dipendenti ponendo l'attenzione sull'aspetto nutrizionale, fisico e mentale. Con la chiusura dei centri sportivi legata al *lockdown*, Checkmoov ha lanciato Fitprime TV, un portale interamente dedicato all'*home-workout*, con migliaia di lezioni *on demand* e *live*. Oggi Checkmoov è una PMI innovativa e dalla fondazione ha ottenuto 5 round di finanziamento da fondi di *venture capital* e *business angel*. L'ultimo round è avvenuto a fine 2020 con la raccolta di € 2,5 milioni da Vertis SGR, i *business angel* di IAG (Italian Angels for Growth), LVenture e Club degli Investitori.

Treedom Srl Società Benefit

Treedom è una socia certificata *B-corp* di Firenze, fondata nel 2010 da Federico Garcea e Tommaso Speroni. È attiva nel campo dei progetti ambientali e si è specializzata nella riforestazione: dalla sua piattaforma è possibile piantare un albero a distanza e seguire *online* la sua storia, con l'obiettivo di supportare progetti locali di sostenibilità e contribuire agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Dalla sua fondazione i clienti di Treedom (individui e aziende) hanno 'piantato' oltre 2,3 milioni di alberi in 18 paesi contribuendo all'assorbimento di oltre 638.000 tonnellate di CO₂. Nel 2020 la società ha fatturato € 9,3 milioni.

A inizio 2021 Treedom ha approvato un aumento di capitale da € 8 milioni; *main investor* è stato il fondo di *private equity* 8A+ Real Innovation, gestito da 8A+ Investimenti Sgr e collocato da Banca Generali, insieme ad altri investitori privati.

L'operazione era finalizzata a sostenere il percorso di espansione su mercati esteri europei e ha rappresentato il primo passo verso la quotazione in Borsa.

mosso da CDP Venture Capital SGR, il fondo Purple di Panakés Partners specializzato in *biotech* e *medtech*, il fondo Vertis Venture 5 Scaelup di Vertis SGR, il fondo Clessidra Capital Partners 4, gestito da Clessidra Private Equity SGR, il fondo Finint Equity for Growth di Finint Investments SGR.

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 8 fondi per un totale di € 215,8 milioni.

Il potenziale di sviluppo è significativo ricordando che, sulla base degli ultimi dati del 2020 forniti da Invest Europe³, in Italia gli investimenti nel *growth capital* e nel *venture capital* ammontano rispettivamente allo 0,017% e 0,02% del Prodotto Interno Lordo (PIL). In Germania i valori sono 0,023% e 0,051% mentre in Francia troviamo 0,18% (dieci volte tanto) e 0,1% (cinque volte tanto).

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

Il contributo dei *business angel*

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

³ www.investeurope.eu

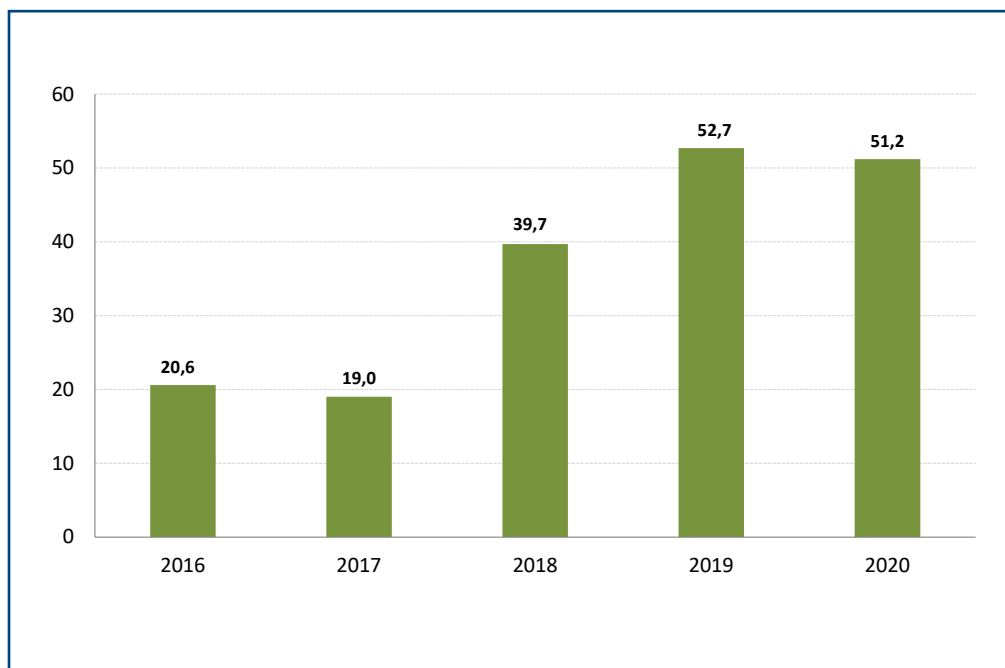


Figura 6.3

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

Fonte: IBAN

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

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

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

L'ultima indagine annuale di IBAN, effettuata sugli investimenti del 2020 presso 348 soggetti, ha censito 279 *deal* in cui sono intervenuti *business angel* (in buon aumento rispetto alle 166 operazioni dell'anno precedente) con un controvalore investito di € 51,2 milioni, in leggera diminuzione rispetto al 2019 come evidenzia la Figura 6.3 (il valore era € 52,7 milioni).

Nel 2020 il 45% degli investimenti è stato effettuato su imprese lombarde. I settori preferiti sono stati quelli dell'ICT, dei beni di consumo, dell'alimentare e del farmaceutico/*healthcare*. Nel 43% dei casi si trattava di investimenti *seed*, nel 57% di imprese in fase di *startup*.

Il 62% delle imprese oggetto di investimento sono *startup* innovative mentre il 15% sono PMI innovative. È interessante notare che il 51% 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*. Alcuni portali di *equity crowdfunding* hanno proprio come *target* specifico i *club deal* partecipati da *business angel*.

Le aspettative per il 2021 descrivono un incremento del volume di attività, con la prospettiva quindi di segnare il *record* rispetto agli ultimi anni.

Il Report "Impatto dei Business Angel italiani", presentato qualche giorno fa dal Social Innovation Monitor del Politecnico di Torino, ha censito in Italia 1.209 *business angel*, di cui 359 hanno contribuito all'indagine. È interessante osservare che il 66% di essi si definisce un investitore 'attivo', soprattutto attraverso contributi nello sviluppo di relazioni (*networking*) e del modello di *business*.

Il *ticket* d'investimento medio risulta essere € 29.582 mentre quello mediano è pari a € 16.667. Il gruppo di ricerca stima che l'investimento complessivo nel 2020 sia stato di € 57,6 milioni, valore in linea con la *survey* di IBAN.

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.

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 AIM Italia di Borsa Italiana, introdotto a Milano 12 anni fa sul modello dell'Alternative Investment Market di Londra. Proprio nelle scorse settimane, a seguito dell'integrazione di Borsa Italiana nel gruppo Euronext, il listino ha assunto il nome di Euronext Growth Milan.

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, cui si sommano numerose imprese estere; il progetto infatti si è diffuso in altri mercati sia europei che extra-europei. Fra le iniziative più recenti di ELITE possiamo citare i *basket bond* dedicati che in meno di 4 anni hanno visto 153 emissioni completate per un ammontare complessivo di quasi € 500 milioni raccolti destinati a supportare la crescita delle imprese (si veda il Capitolo 1) e "SPAC in CLOUD", il nuovo modello di quotazione che unisce i vantaggi della SPAC tradizionale (modello di cui si parla nelle prossime righe) a quelli del *fundraising* digitale della piattaforma ELITE Funding.

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 12 anni il listino è stato in grado di attirare molte imprese verso la quotazione, che hanno raccolto circa € 4,26 miliardi di mezzi freschi in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione (€ 4,06 miliardi) e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi (€ 197,47 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*), la raccolta delle OPS scende a € 1,16 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 (1° sem.) | 146 | 13,26 | 313,21 | 93,21 |
| Totale | - | 197,47 | 4.060,35 | 1.164,85 |

Il 2020 ha ovviamente risentito della pandemia Covid-19 e della conseguente volatilità degli indici borsistici; nel primo semestre non ci sono stati aumenti di capitale e le nuove quotazioni sono state solo 3. La raccolta è stata pari a € 25,02 milioni nel primo semestre e € 98,28 milioni nel secondo semestre (cui si sommano € 33,11 milioni in aumento di capitale). Il 2021 invece sta andando bene; nel primo semestre sono stati raccolti € 93,21 milioni in quotazione, cui si sommano € 220 milioni da una SPAC, e € 13,26 da aumenti di capitale successivi. In novembre 2021 si è superata la soglia di 160 imprese quotate.

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 gradualità al mercato borsistico, anche senza raccogliere nuovo capitale all'IPO (requisito invece sempre richiesto in precedenza). Ad oggi sono 2 le società che hanno scelto questa opzione.

Nei prossimi mesi pensiamo che le prospettive siano buone per mantenere un buon flusso di PMI in ingresso sul mercato borsistico. A fine 2021 scadrà il termine per ottenere il credito d'imposta sulle spese legate al processo di quotazione e al momento di andare in stampa non vi è conferma di una proroga per il 2022; l'estensione è auspicabile e siamo

Fabilia Group SpA

Fondato nel 2013 a Milano Marittima (RA) dalla famiglia Bastoni, il gruppo Fabilia gestisce una catena di *hotel e resort* in Italia per famiglie con bambini e ragazzi fino a 16 anni, con la formula *'all inclusive'*. Nel 2020 l'attività è stata fortemente impattata dal Covid; i ricavi nel primo semestre sono stati pari a € 2,2 milioni, con una flessione del 39% rispetto allo stesso periodo del 2019. Ciononostante, la società ha reagito e nell'agosto 2020 si è quotata su Euronext Growth Milan, collocando il 17,8% del capitale e raccogliendo capitale per € 1,73 milioni, che saranno impiegati per ampliare la base clienti attraverso investimenti di *marketing* e per acquisire nuove strutture, anche all'estero, in vista dell'auspicabile 'ritorno alla normalità' nel futuro. *Advisor* della quotazione è stato Arkios Italy.

Vantea SMART SpA

Vantea SMART è una società romana fondata nel 1993 e oggi attiva nei servizi di Information Technology e in particolare nella *cybersecurity*, nei *software* gestionali per le PMI, nell'innovazione digitale per la distribuzione *horeca* e nei servizi di *conciierge* B2B e B2C. Nel 2020 ha registrato ricavi consolidati per € 17,1 milioni e un EBITDA pari a € 2 milioni.

Vantea SMART è stata la prima società a quotarsi su Euronext Growth Milan nel 2021. Il valore del collocamento dei titoli in offerta, curato da Integrae SIM, è stato di € 5,06 milioni (corrispondente al 19,2% dell'*equity*) con una raccolta per la società di nuovo capitale per € 4,4 milioni. La capitalizzazione iniziale è stata pari a € 35,78 milioni. Nell'occasione sono stati emessi anche *warrant* che consentiranno di raccogliere ulteriore denaro in futuro. La società intende destinare circa il 50% dei proventi derivanti dalla quotazione per incrementare la crescita organica e il rimanente 50% a operazioni di fusione e acquisizione.

convinti che la lieve perdita di gettito immediata che potrebbe derivare nei conti pubblici sarebbe più che compensata dall'incremento futuro legato alla crescita del *business*, alla maggiore trasparenza e al maggiore incentivo che ha una PMI quotata nel riportare buoni profitti, piuttosto che nel contenerli per pagare meno imposte.

Infine, segnaliamo che la Commissione Europea ha appena lanciato una consultazione, "Listing Act", che terminerà a febbraio 2022; l'obiettivo è raccogliere contributi e proposte dalla comunità finanziaria per individuare i maggiori ostacoli normativi nel processo di quotazione. Il tema è di fondamentale importanza per le PMI, non solo per il capitale di rischio ma anche per i *minibond*; alcuni vincoli, come ad esempio le norme legate alla Market Abuse Regulation (MAR), ai prospetti informativi e alle regole di *governance*, sono decisamente rigidi e non commisurati alla realtà delle piccole e medie imprese.

Box 7.1

Casi aziendali
di PMI quotate su
Euronext Growth Milan



La School of Management del Politecnico di Milano



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 2021 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 MIP Graduate School of Business 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*.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *stream* specifica 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 Carzaniga, 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 *direct lending*, *minibond*, *private* e *public equity*. Azimut Direct supporta la crescita e lo sviluppo delle PMI italiane attraverso un'azione congiunta di consulenza, strutturazione e collocamento di strumenti di finanza alternativa presso investitori istituzionali e privati qualificati. Azimut Direct è il *marketplace* per l'economia reale nato per soddisfare i bisogni di finanza straordinaria delle imprese italiane, e opera nel campo della mediazione creditizia e del *securities-based crowdfunding* riservato agli investitori qualificati, tramite le controllate Azimut Direct Finance e Azimut Direct X.



CrowdFundMe
www.crowdfundme.it

CrowdFundMe è una delle principali piattaforme italiane di Crowdfunding (Equity Crowdfunding, Real Estate Crowdfunding e Corporate Debt) ed è il primo portale a essersi quotato nella storia di Piazza Affari (marzo 2019).

La società, oggi una PMI Innovativa con sede a Milano, è stata fondata nel 2013. L'anno di piena operatività sul mercato, tuttavia, è il 2016. Ad oggi, il portale vanta 136 progetti finanziati con successo (di cui 5 *ongoing*), 19.911 investimenti e 66,9 milioni di euro raccolti.

CrowdFundMe offre la possibilità di 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 diversificare il proprio portafoglio investendo in *asset* non quotati. 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 per emissioni fino a 50 milioni di euro ciascuna.

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). Il portale è entrato così in un nuovo mercato dalle grandi potenzialità (5,5 miliardi di euro cumulativi al 2019, di cui quasi 2 miliardi raccolti da PMI - fonte: 6° Report italiano sui Minibond del Politecnico di Milano). Infine, CrowdFundMe può avviare campagne di Equity Crowdfunding propedeutiche a successive quotazioni in Borsa delle emittenti interessate.

modefinance

modefinance è un'azienda Fintech - *spin off* dell'Università degli Studi di Trieste - nata nel polo di innovazione dell'AREA Science Park di Trieste 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 ed istituti finanziari.

Il cuore della filosofia aziendale è l'integrazione di diverse competenze e discipline: grazie all'integrazione 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 sull'integrazione di algoritmi multiobiettivo, all'interno di un modello di reti neurali.

Il modello 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: tale metodologia ha permesso a modefinance nel 2015 di essere autorizzata dall'ESMA a operare come Agenzia di Rating *fintech* a livello Europeo, con i più alti *standard* valutativi. Grazie a tale riconoscimento, nei giro di qualche anno modefinance si è affermata quale agenzia di *rating* più attiva a livello nazionale sul mercato *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 finanziario, imprimendo dal 2020 ad oggi un'accelerazione su automazione dei processi, *stress testing* (con il modello ForST) e Nowcasting, la previsionalità a breve termine fondata sull'analisi dei *trend*.

modefinance

www.modefinance.com

MAIN PARTNER

www.osservatoriefi.it



PARTNER



MEDIA PARTNER

