

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

3° 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

Indice

| | pagina |
|---|-----------|
| Prefazione | 3 |
| Presentazione | 4 |
| Introduzione | 5 |
| 1. Minibond | 9 |
| – Il processo di emissione di un <i>minibond</i> | 9 |
| – La dimensione del mercato per le PMI | 10 |
| – I <i>'basket bond'</i> | 15 |
| 2. Crowdfunding | 17 |
| – I modelli del <i>crowdfunding</i> | 17 |
| – <i>Reward-based crowdfunding</i> | 18 |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : le 'regole del gioco' | 18 |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : i numeri in Italia | 21 |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : le PMI emittenti | 24 |
| – <i>Lending-based crowdfunding (social lending)</i> : le 'regole del gioco' | 27 |
| – <i>Lending-based crowdfunding</i> : i portali attivi | 29 |
| 3. Invoice trading | 37 |
| – Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi | 37 |
| – I portali attivi | 38 |
| – Le imprese finanziate e gli investitori | 44 |
| 4. Direct lending | 45 |
| – Il contesto del mercato | 45 |
| – La regolamentazione in Italia | 45 |
| – Gli investitori e le operazioni censite nelle PMI italiane | 46 |
| 5. ICOs e token offerings | 49 |
| – <i>Blockchain</i> e ICOs | 49 |
| – La regolamentazione | 51 |
| – La situazione del mercato | 52 |
| – Le ICOs promosse da imprenditori italiani | 52 |
| 6. Private equity e venture capital | 55 |
| – Caratteristiche del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> | 55 |
| – Il mercato del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> in Italia | 56 |
| – Il contributo dei <i>business angel</i> | 58 |
| – Le PMI italiane e il mercato borsistico | 60 |
| La School of Management del Politecnico di Milano | 63 |
| Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca | 65 |
| Appunti | 68 |



Prefazione

La terza 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, 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 possano 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 profonda crisi per il nostro Paese e per la nostra economia, segnata dalle conseguenze della pandemia derivante dal virus Covid-19.

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 ulteriori rispetto 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. La crescita e gli investimenti necessari, le acquisizioni di tecnologie e competenze, le ristrutturazioni aziendali, le aggregazioni, la diversificazione dei *business* e dei mercati sono obiettivi con cui molte PMI dovranno confrontarsi nei prossimi anni. Disporre di *set* articolati di strumenti cui poter ricorrere sarà fondamentale. E questo rapporto fa il punto sulla situazione.

Le strumentazioni monitorate ed esaminate hanno un utilizzo ancora ridotto rispetto al potenziale, anche se in crescita costante negli ultimi anni. 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. Ciò richiede non solo che si costruisca un efficiente sistema di allerta, come previsto dalla legge, ma che si rafforzino strumenti e conoscenze necessarie alle PMI per monitorare e consolidare il proprio equilibrio non solo economico-finanziario, ma anche organizzativo e gestionale e per 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 riavviare la ripresa e rilanciare la crescita.

Giuseppe Tripoli, Segretario Generale Unioncamere

Presentazione

Quest'anno non possiamo presentarvi la nuova edizione del Quaderno di ricerca sulla finanza alternativa per le PMI nel consueto convegno dal vivo. È solo la conseguenza, forse frivola, certamente non la più drammatica, della pandemia legata al virus Covid-19: un evento inedito e inaudito che ha rivoluzionato (chissà se temporaneamente o permanentemente) la nostra vita e ha generato sconvolgimenti nell'attività economica, con inevitabili ripercussioni sulla finanza.

Se qualcuno un anno fa avesse vaticinato perdite del PIL annuale vicine al 10% probabilmente sarebbe stato irriso. Eppure eccoci qua, con i nuovi dati sul mercato della finanza alternativa per le PMI, che nonostante tutto continua a crescere, almeno fino a giugno 2020. Probabilmente avrebbe potuto crescere ancora di più: è innegabile che in questo clima di incertezza alcune imprese avranno rimandato piani di investimento, avendo problemi urgenti da risolvere nell'immediato, così come alcuni investitori hanno preferito 'tirare i remi in barca' scontando i probabili aumenti nelle insolvenze delle imprese e la possibile recessione dei profitti, che pure analisti e agenzie di *rating* danno per scontato.

Qualcuno ha scritto che stiamo vivendo gli effetti di una 'guerra non dichiarata': migliaia di decessi, comprensibili limitazioni nella libertà personale, produzione industriale in picchiata, interi settori come il turismo e la ristorazione messi in ginocchio, spesa pubblica (e conseguente debito) alle stelle. Ma come ne usciamo? E quanto tempo ci vorrà per recuperare il terreno perso?

Non è nostro compito addentrarci nelle grandi scelte che l'Italia dovrà affrontare nei prossimi tempi. Ci limitiamo ad auspicare che delle scelte vengano fatte, perchè troppo spesso l'impressione è che si scelga di non scegliere. Nel nostro piccolo osserviamo un piccolo pezzo del mercato del capitale, che in questi mesi sta supportando le PMI in questa 'traversata del deserto' con strumenti innovativi e complementari rispetto al credito bancario. Due in particolare sono gli elementi caratterizzanti che ci pare di intravedere nell'evoluzione degli ultimi mesi:

- 1) l'attivismo del mondo del risparmio gestito, che anche grazie all'introduzione dei PIR 'alternativi' e degli ELTIF sta portando risorse preziose che consentiranno nei prossimi anni di sostenere l'offerta di capitale verso le PMI;
- 2) i confini sempre più labili fra i diversi segmenti del mercato, con attori che ormai sono attivi o saranno attivi in diversi fra i comparti individuati dalla nostra ricerca, seguendo l'obiettivo di offrire alla PMI una *customer experience* sempre più efficiente e performante.

Ci sia consentito esprimere un doveroso ringraziamento a tutti coloro che in questa situazione stanno lavorando per il bene collettivo, ad ogni livello e ciascuno nel suo ambito.

Buona lettura!

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 in Italia. Il tema è di rilevante interesse, in merito al razionamento del credito che molte piccole imprese hanno sofferto soprattutto dopo la crisi finanziaria iniziata nel 2008. Diversi infatti sono stati i provvedimenti legislativi e gli sforzi degli operatori sul mercato per offrire nuovi canali di finanziamento alternativi e potenziare quelli esistenti, con l'obiettivo di incrementare la competitività dell'ecosistema.

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, perchè molte di esse sono comuni anche alle grandi imprese. Come avvenuto negli anni precedenti, in questa ricerca quindi abbiamo individuato sei 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, nelle varie forme ammesse (*reward, lending, equity*);
- 3) l'*invoice trading*, ovvero lo smobilizzo di fatture commerciali attraverso piattaforme web;
- 4) il *direct lending*, ovvero credito fornito 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, a volte prodromico alla quotazione in Borsa su listini specifici per le PMI come AIM Italia; si tratta del segmento che fino a poco tempo fa identificava quasi esclusivamente la finanza 'alternativa' per le PMI nel contesto nazionale.

La seguente Tabella identifica le principali differenze fra i sei canali di finanziamento individuati, in confronto 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, debito</i> | 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> |
| <i>Private equity</i> e <i>venture capital</i> | <i>Equity</i> | Lungo termine | Professionale |

Tabella 0.1

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

Nel seguito riassumiamo le principali tendenze descritte in questo quaderno per ciascuna delle sei categorie, con riferimento agli ultimi 12 mesi. La Figura 0.1 sintetizza le statistiche sulla raccolta che sono descritte nelle prossime pagine. Si può notare come il *private equity* e il *venture capital* perdano terreno rispetto all'anno scorso. L'*invoice trading* continua a crescere tornando in cima al podio e si amplia anche la raccolta per i *minibond*. Il *crowdfunding* galoppa a buoni tassi per la parte *equity* e soprattutto *lending*, ma rimane ancora comparativamente piccolo, mentre gli altri canali contribuiscono residualmente. Nel complesso possiamo dire che solo nell'ultimo anno, da luglio 2019 a giugno 2020, le risorse mobilitate dalla finanza alternativa alle PMI in Italia siano pari a circa € 2,67 miliardi contro i € 2,56 miliardi del periodo precedente, con una crescita 'anno su anno' pari al 4%. In realtà come vedremo alcuni comparti sono cresciuti sensibilmente e altri hanno invece mostrato il passo, anche a causa delle incertezze legate alla pandemia.

I *minibond*

L'industria dei *minibond* cresce progressivamente in Italia, 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*).

Le PMI non finanziarie italiane emittenti di *minibond* fino al 30 giugno 2020 sono state 348; fra queste, ben 47 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel primo semestre 2020. Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 331 milioni, in buon aumento rispetto a € 281 milioni dell'anno precedente (si veda la Figura 0.1).

Si tratta di un mercato importante che a nostro avviso si sta stabilizzando ma continuerà a crescere nel medio termine, soprattutto grazie alle operazioni di sistema dei '*basket bond*' tipicamente progettate per le PMI. Al momento la crisi del Covid-19 non sembra avere impattato in maniera significativa sulla *pipeline*, anche grazie alla possibilità di accedere alla garanzia pubblica.

Il *crowdfunding*

Partito in sordina contemporaneamente ai *minibond*, l'*equity crowdfunding* ha visto un ottimo tasso di crescita negli ultimi mesi, anche grazie all'estensione a tutte le PMI di questa opportunità, inizialmente riservata a *startup* e PMI innovative. Sono 547 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme Internet autorizzate fino al 30 giugno 2020, assicurandosi attraverso 402 campagne chiuse con successo un *funding* pari a € 158,86 milioni. 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 € 76,6 milioni, con un incremento del 56% rispetto al periodo precedente (si veda ancora la Figura 0.1).

Le piattaforme di *lending* hanno erogato a titolo di prestito alle PMI italiane € 339 milioni fino al 30 giugno 2020. Le aspettative di crescita sono state confermate, grazie all'afflusso annunciato di capitali da investitori professionali e all'apertura di nuovi portali soprattutto nel contesto immobiliare. La raccolta negli ultimi 12 mesi analizzati è stata pari a € 179,6 milioni, in aumento del 113% rispetto all'anno precedente, in cui si era registrato un flusso di € 84,2 milioni. Si tratta del comparto con il tasso di crescita relativo maggiore. Completa il quadro il *reward-based crowdfunding*; si parla di campagne di piccolo importo (condotte soprattutto su portali USA come Kickstarter e Indiegogo) che imprese italiane hanno condotto per raccogliere denaro offrendo in cambio prodotti e ricompense non monetarie. Stimiamo in € 1,2 milioni la raccolta effettuata ogni anno dalle PMI italiane, senza prospettive di crescita rilevante per il futuro. Pensiamo invece che i segmenti *equity* e *lending* continueranno a crescere a doppia cifra, in vista anche del nuovo Regolamento europeo appena adottato che consentirà alle piattaforme di operare su base transfrontaliera.

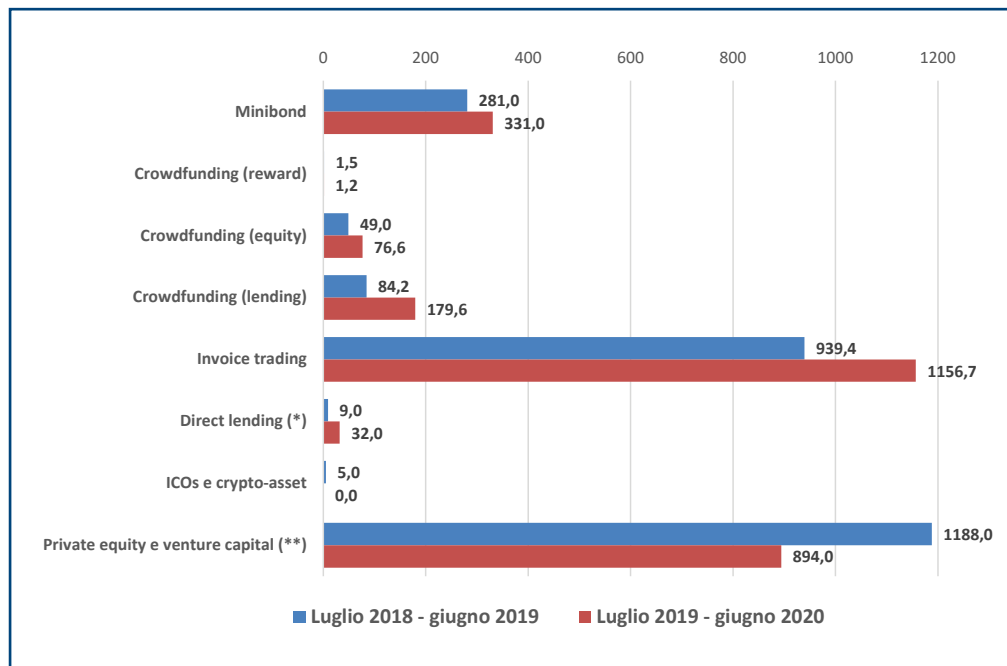


Figura 0.1

Il flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane. Confronto fra gli ultimi 12 mesi e l'anno precedente (valori in € milioni).

(*) = stima

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

Invoice trading

Le piattaforme di *invoice trading* italiane hanno mobilitato per le PMI fino al 30 giugno 2020 quasi € 3 miliardi, di cui € 1,157 miliardi negli ultimi 12 mesi considerati (+23% rispetto all'anno prima, quando il flusso era stato € 939,3 milioni). L'*invoice trading* sale in cima al podio annuale della nostra ricerca. Va però 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.

Le ragioni della crescita sono da attribuire sia all'aumento delle piattaforme attive sia al processo di integrazione tecnologica fra le piattaforme e i sistemi ERP delle imprese che semplifica la *customer experience*. La crisi Covid-19 ha incrementato il flusso delle richieste da parte della PMI, sia per la percezione di un maggiore rischio di insolvenza dei debitori sia per la necessità di liquidità immediata.

Le prospettive per il futuro sono positive; si tratta di uno dei comparti che sta crescendo di più e l'unico nel panorama preso in esame dove l'Italia regge il confronto in Europa.

Direct lending

Si tratta del segmento dove è più difficile raccogliere informazioni esaustive, perchè non pubblicamente disponibili. Nuovi fondi stanno arrivando sul mercato e hanno cominciato a investire, spinti anche dalla nascita dei 'PIR alternativi'.

Possiamo stimare che ad oggi siano poche le PMI italiane che hanno ottenuto un prestito diretto da fondi specializzati. Il contributo degli ultimi 12 mesi considerati dalla ricerca potrebbe essere intorno a € 32 milioni, più del triplo rispetto al periodo precedente.

Anche in questo caso ci si attende una crescita per i prossimi anni.

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.

Nel frattempo il flusso delle offerte sul mercato 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 le Initial Exchange Offerings (IEOs) e le Security Token Offerings (STOs).

Private equity e venture capital

Completano il quadro gli 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). Questi investitori negoziano contratti e patti complessi con gli imprenditori, cosa che non accade ad esempio nell'*equity crowdfunding*, dove il potere contrattuale dei sottoscrittori è molto basso. Benchè attivo da tempo, il mercato italiano del *private equity* e soprattutto del *venture capital* è ancora sotto-dimensionato rispetto alla situazione di Regno Unito, Germania, Francia.

Con riferimento alle statistiche periodiche pubblicate dall'associazione di riferimento AIFI, limiteremo 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 affatto scontato), da luglio 2019 a giugno 2020 abbiamo un flusso di € 238 milioni per l'*early stage* (su 176 *deal*) e di € 656 milioni per l'*expansion* (per 41 aziende). Si tratta di valori in diminuzione rispetto al periodo precedente. Il totale è quindi pari a € 894 milioni. Nel breve termine non si prospettano incrementi significativi, ma nel medio termine grazie al decollo (auspicato) degli ELTIF e dei PIR alternativi e alle risorse disponibili per il *venture capital* potremmo vedere dati interessanti.

Infine per completezza evidenziamo la raccolta che le PMI hanno effettuato sul mercato borsistico, in particolare su AIM Italia. Nel 2019 AIM Italia ha raggiunto la soglia di 132 società quotate, con una raccolta durante l'anno di € 192,89 milioni in fase di IPO e € 8,90 milioni in aumenti di capitale *seasoned*. Nel primo semestre, a causa dell'incertezza legata a Covid-19, si sono registrate solo 3 nuove quotazioni e una raccolta di € 25 milioni. Sicuramente la prospettiva di un'integrazione fra Borsa Italiana e Euronext porterà interessanti novità anche per gli SME *growth market*.

Pensiamo che anche nel 2020 lo sviluppo della finanza alternativa al credito bancario in Italia stia generando vantaggi tangibili nei tempi e costi di accesso al capitale, in una fase particolarmente delicata che - speriamo - ci porterà in tempi brevi alla fine dell'emergenza Covid-19; le filiere che analizziamo in questa ricerca hanno consentito a tante PMI, 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 italiane¹, 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, o comunque non ‘diffuse’ sul mercato.

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

¹ Si noti che a partire dalla ricerca di quest’anno sono escluse dai conteggi le società finanziarie (codice ATECO K) quindi i dati non sono direttamente confrontabili con quelli del 2019.

lizzati nel campo dei *minibond* (*in primis* fondi di *private debt* specializzati, 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 osservata sul mercato nel 2020 è però la possibilità per i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob di collocarli 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 20/11/2020 le piattaforme di *equity crowdfunding* che hanno ottenuto il nulla-osta per collocare titoli di debito sono tre (Crowdfundme, Fundera e Opstart). La Tabella 1 riporta alcune informazioni sui titoli collocati.

Tabella 1.1
I *minibond* collocati dai portali autorizzati di *equity crowdfunding* fino al 20/11/2020

| Portale | Offerte pubblicate | Raccolta totale |
|----------------|-----------------------------------|-----------------|
| Crowdfundme.it | 2 (chiuse) | € 2.290.000 |
| Fundera.it | 19 (chiuse) + 5 (in collocamento) | € 12.390.000 |
| Opstart.it | 1 (in collocamento) | - |

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*) 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 giugno 2020 879 *minibond* di importo inferiore a € 50 milioni collocati da società non fi-

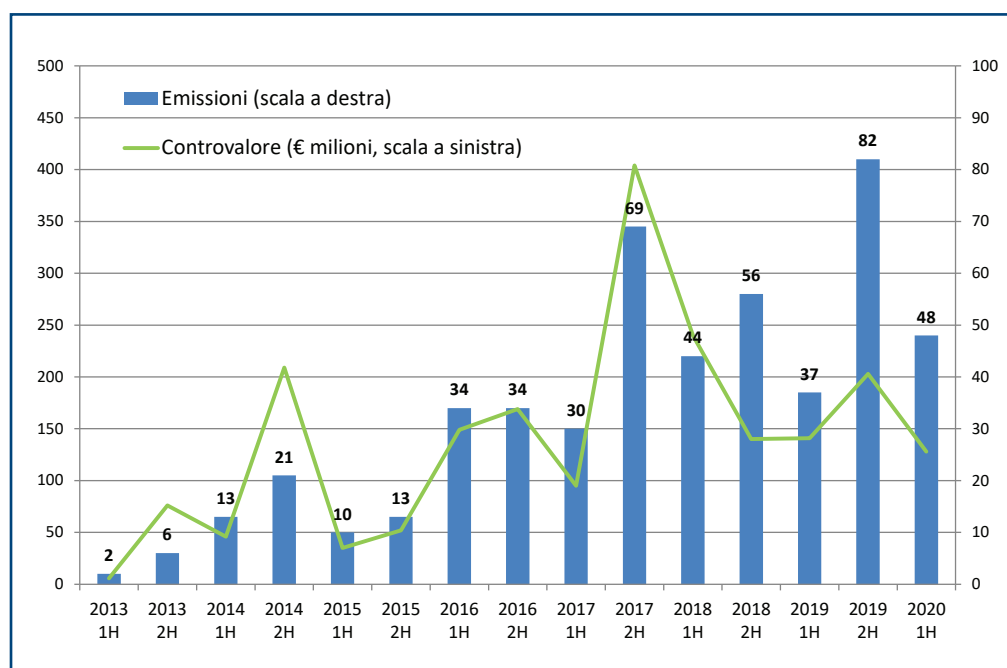


Figura 1.1

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.

nanziarie, per un controvalore complessivo di € 5,88 miliardi. In realtà, limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 499 operazioni per un controvalore di € 2,09 miliardi; il valore medio delle singole emissioni è pari a € 4,2 milioni.

La Figura 1.1 suddivide il campione 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). Il 2019 è andato bene soprattutto nel secondo semestre, con un *record* di 82 emissioni sebbene la dimensione media dei collocamenti sia notevolmente scesa. Il primo semestre del 2020, nonostante la pandemia Covid-19, non ha deluso con 48 emissioni e € 128 milioni raccolti, di poco sotto lo stesso valore del primo semestre 2019.

Il flusso per gli ultimi 12 mesi, dal 1/7/2019 al 30/6/2020, è quindi pari a € 331 milioni contro € 281 milioni del periodo precedente.

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% | 25,0% |
| 2014 | 5,50% | 8,2 | 32,3% | 76,5% | 38,2% | 17,7% |
| 2015 | 5,24% | 4,6 | 60,9% | 43,5% | 17,4% | 21,7% |
| 2016 | 5,04% | 5,8 | 44,1% | 55,9% | 29,4% | 39,7% |
| 2017 | 4,76% | 4,4 | 47,5% | 54,6% | 12,1% | 35,3% |
| 2018 | 5,26% | 4,7 | 46,0% | 47,0% | 19,0% | 38,0% |
| 2019 | 4,21% | 4,3 | 38,7% | 25,2% | 10,1% | 39,5% |
| 2020 1H | 3,12% | 5,6 | 18,8% | 14,6% | 18,8% | 58,3% |
| Totale | 4,99% | 5,2 | 45,4% | 49,0% | 21,2% | 34,4% |

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 e nel primo semestre 2020 il valore è pari al 3,12% poiché molti titoli si sono avvalsi delle garanzie fornite da soggetti come il Fondo di Garanzia e i Confidi (si veda il Box 1.1) come si vede dalla percentuale decisamente elevata di titoli con garanzie (58,3%), il che ha ridotto il premio di rendimento legato al rischio. Il valore medio complessivo della cedola è 4,99%. Nel primo semestre 2020 si registrano 5 *minibond* con cedola indicizzata. La scadenza (*maturity*) media è pari a 5,2 anni e nel 2020 è risultata più alta rispetto ai mesi precedenti.

Box 1.1

I minibond alla prova del Covid-19: le garanzie pubbliche

Molto si è scritto sugli effetti della pandemia Covid-19 sulle PMI italiane. Le misure restrittive sullo spostamento delle persone hanno influito pesantemente sull'attività economica e gli effetti sono stati pesanti su alcuni settori come il turismo, la ristorazione, i servizi alla persona.

La società di *rating* *modefinance* ha implementato un modello di simulazione basato su *stress-test* che, nello scenario più pessimistico, prevede un incremento dell'8,3% nella probabilità di *default* delle PMI. *Cerved Rating Agency* ha evidenziato un peggioramento del *rating* per le PMI emittenti di *minibond*.

Il calo (in alcuni casi l'azzeramento) del fatturato e degli ordinativi ha generato un clima di incertezza diffuso e una crisi di liquidità per molte piccole attività. In tale situazione è stato necessario prendere provvedimenti per evitare il fallimento di numerose PMI, come la cancellazione dei versamenti di alcune imposte, i ristori, gli incentivi alla capitalizzazione, la moratoria sui prestiti bancari e il potenziamento del sistema delle garanzie pubbliche.

Il D.L. 18/2020 ('CuraItalia') prevede 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.

Il D.L. 23/2020 ('Liquidità') ha introdotto la Garanzia Italia erogata da SACE, accessibile 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. 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. 34/2020 ('Decreto Rilancio') ha istituito il Fondo Patrimonio PMI gestito da Invitalia, finalizzato a sottoscrivere, entro il 30 giugno 2021, obbligazioni o titoli di debito emessi contestualmente ad aumenti di capitale sociale di aziende impattate dal Covid-19 (calo dei ricavi su base annuale superiore al 33%).

La Legge di Bilancio 2021 amplia 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).

I dati parlano chiaro. Fino a metà marzo 2020 gli investimenti in *minibond* che hanno beneficiato della garanzia del Fondo sono stati in tutto 53, per un importo garantito di € 42,5 milioni su un totale di € 89 milioni. Dal 17 marzo a fine ottobre 2020 si sono registrate ben 115 pratiche con garanzie per € 74 milioni su un portafoglio investito di € 90,5 milioni.

Per quanto riguarda le clausole di rimborso nel primo semestre 2020 si conferma la tendenza a spostarsi verso le emissioni *amortizing*. Solo il 18,8% delle emissioni prevede il rimborso interamente a scadenza (*bullet*) il che porta la media totale sotto il 50% (45,4%). Continuano a scendere i *minibond* che vengono quotati in Borsa (il 14,6% negli ultimi 6 mesi osservati) mentre è interessante vedere l'inversione di tendenza sulla presenza del *rating* (la percentuale sale al 18,8%).

Le PMI non finanziarie emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 348 al 30 giugno 2020. La differenza rispetto al numero di emissioni è dovuta al fatto che molte emittenti hanno condotto più emissioni. È interessante notare che ben 47 sono state le PMI emittenti per la prima volta nel 2020, a testimoniare il rinnovato interesse degli imprenditori anche a seguito della mancanza di liquidità generata dal *lockdown*.

La Figura 1.2 suddivide il campione delle PMI emittenti per classe di 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 ben 61 aziende con un fatturato da ultimo bilancio all'emissione non superiore alla soglia di € 2 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 146 aziende emittenti censite dal 2012 (42%

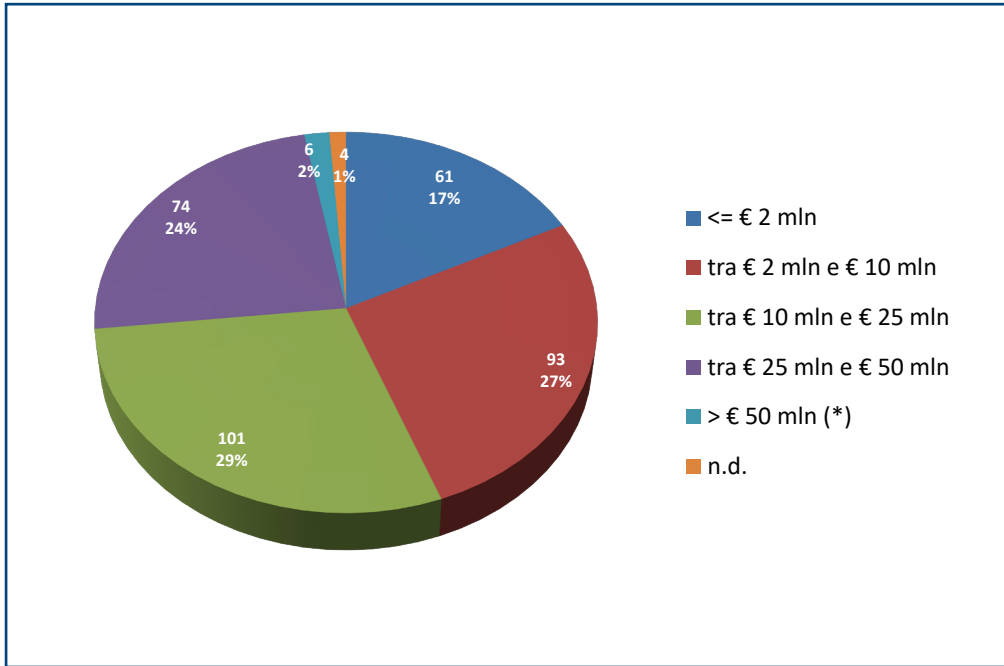


Figura 1.2
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti di *minibond* per classe di fatturato

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

del totale) seguito dalle attività professionali (27 PMI, pari all'8%). Nel primo semestre del 2020 si contano 20 PMI emittenti dal settore manifatturiero.

La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica e senza sorprese troviamo sul podio la Lombardia con 85 PMI, pari al 24,4% del totale. Il Veneto è in crescita al secondo posto, seguito dal Trentino-Alto Adige (41 emittenti); nel complesso il Nord Italia ospita il 67,0% delle emittenti. Il Lazio emerge al Centro (23 casi) ma è superato dalla Campania, che sale a 30 PMI. Se guardiamo alla tendenza del primo semestre 2020, passa in testa la Campania con 17 emittenti, grazie all'iniziativa dei *basket bond* regionali (si veda il Box 1.3); seguono Lombardia (9 PMI) e Veneto (6 aziende).

Sulla base della documentazione pubblicamente disponibile fornita dalle PMI emittenti, sono state individuate le principali motivazioni del collocamento. In 217 casi veniva indicato l'obiettivo di crescita interna; in 37 casi una ristrutturazione delle passività finanziarie; in 17 casi un'opportunità di crescita esterna per acquisizioni e in 32 casi (soprattutto in concomitanza con emissioni a breve durata) la gestione del ciclo di cassa. Per 24 PMI gli obiettivi erano molteplici e nei rimanenti casi non è stato possibile ricavare

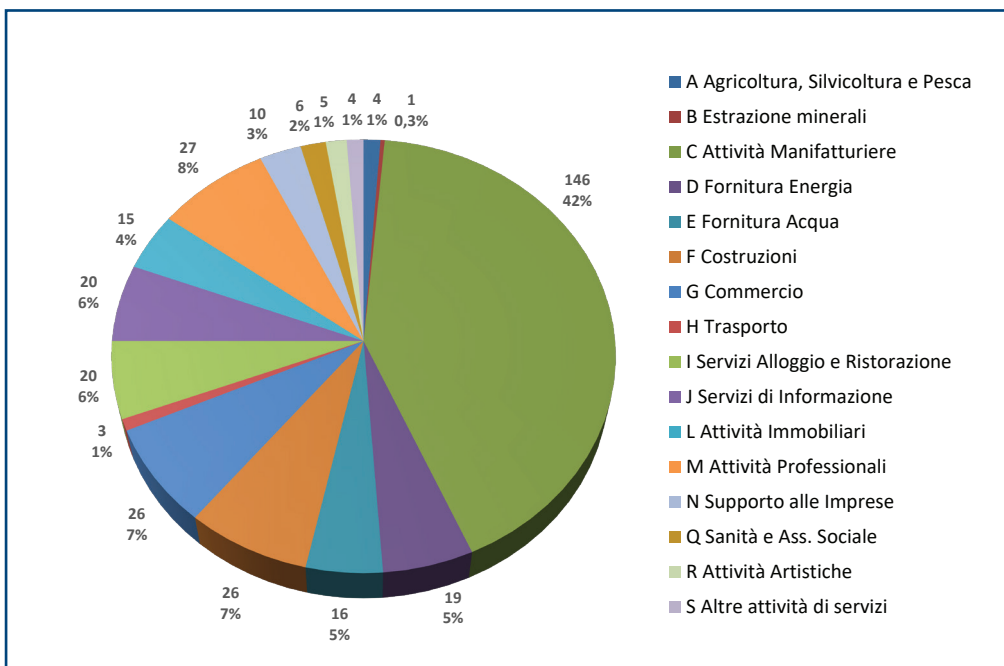


Figura 1.3
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO

Box 1.2
Casi di PMI finanziate
attraverso i *minibond*

Spinosa SpA

Spinosa SpA, realtà storica del territorio campano, opera da più generazioni nel settore lattiero-caseario. L'azienda è specializzata nella produzione e commercializzazione di mozzarella di Bufala Campana DOP e dei suoi derivati in Italia e all'estero.

Spinosa SpA ha emesso un primo *minibond* da € 4,5 milioni nell'aprile 2018 per completare una fase di investimenti che hanno portato la società a raddoppiare il volume d'affari. Forte di una significativa crescita sui canali GDO-DO in Italia e all'estero, ha realizzato altre due emissioni: la prima, da € 2,7 milioni, è stata strutturata e interamente sottoscritta a dicembre 2019 dal fondo di *private debt* Impresa Italia, gestito da Riello Investimenti Partners SGR. La seconda, effettuata nell'aprile 2020 per un valore di € 3 milioni, è rientrata nell'ambito del primo *slot* di emissioni del progetto "Garanzia Campania Bond". Il progetto è stato coordinato dall'RTI costituito da Mediocredito Centrale e FISG – Gruppo Banca Finint, che ha agito in qualità di Arranger.

I fondi raccolti verranno utilizzati per completare un programma di investimenti le cui linee guida prevedono un piano di crescita dimensionale con lo sviluppo di un nuovo opificio industriale, il potenziamento dell'automazione e la massima compatibilità ambientale grazie all'implementazione di tecnologie di processo 4.0, nonché il rafforzamento della presenza sul mercato nazionale e internazionale.

SV SpA

La teramana SV SpA è stata fondata nel 2012 e opera nel settore del noleggio di veicoli refrigerati e personalizzabili in base alle caratteristiche dei prodotti trasportati. La società opera su scala nazionale e occupa una posizione di *leadership* sul mercato. Nel 2018 ha introdotto l'utilizzo nella propria flotta di furgoni 100% elettrici.

Nel gennaio 2020 ha emesso un *minibond* per € 5 milioni, sottoscritto da Anthilia Capital Partners tramite i suoi fondi di *private debt* Anthilia BIT III e Anthilia BIT IV Co-Investment Fund.

L'emissione è finalizzata a finanziare l'acquisto diretto di nuovi veicoli attrezzati per arricchire l'offerta di mezzi di trasporto a disposizione della clientela. Il *business* dell'azienda, che comporta tempi relativamente lunghi in termini di ritorno dell'investimento, ha trovato nel *minibond* il giusto strumento per sostenere il programma di crescita e garantire, nel tempo, il corretto equilibrio finanziario. Secondo l'azienda è stata anche l'occasione per ridefinire la pianificazione strategica, con la stesura di un nuovo piano di sviluppo e l'introduzione di un più efficiente sistema di gestione finanziaria, che permette di monitorare in tempo reale i flussi di cassa e di effettuare le opportune previsioni di medio-lungo periodo.

informazioni a riguardo.

Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano due 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 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* e la quotazione in Borsa (si veda

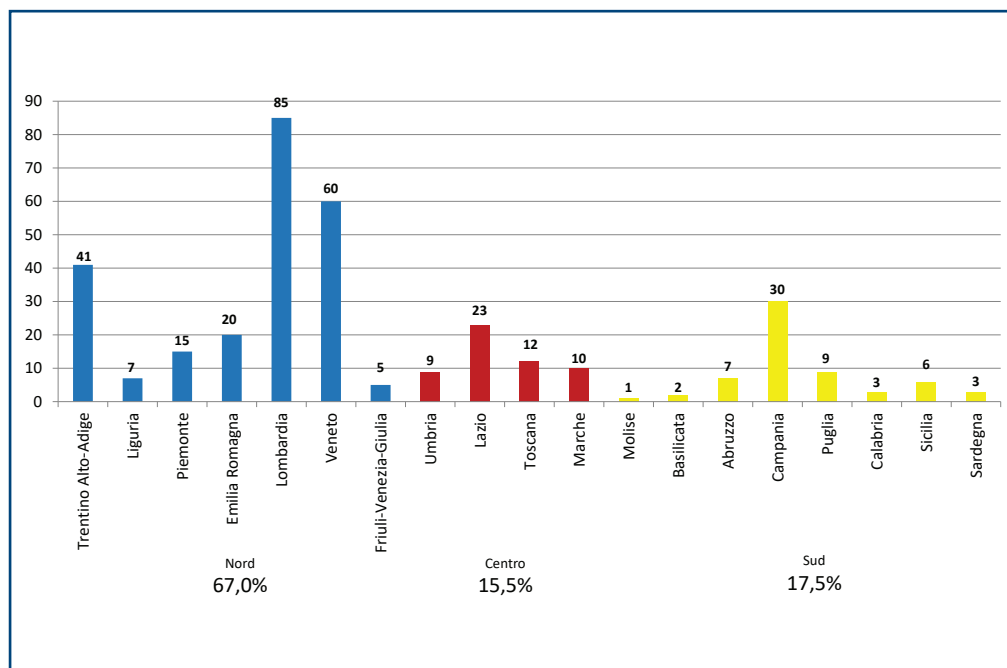


Figura 1.4
Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti per localizzazione geografica

il Capitolo 6), 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

Negli ultimi mesi alcune importanti operazioni di sistema hanno interessato il mondo dei *minibond*.

Cresce il progetto Garanzia Campania Bond, frutto della convenzione tra Sviluppo Campania, Mediocredito Centrale – Banca del Mezzogiorno e Banca Finint. Sono 124 le PMI campane che hanno partecipato alla *call* diffusa a febbraio 2020. Le prime due emissioni hanno riguardato 18 aziende, per un importo complessivo di € 45 milioni sottoscritto da un unico veicolo. Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale hanno agito in qualità di *anchor investor* dell’operazione, sottoscrivendo il 50% ciascuna dell’ammontare complessivo delle emissioni del programma. Nelle scorse settimane sono partiti il terzo e il quarto *slot* di emissioni, che riguarderanno altre 14 imprese per un importo previsto di circa € 30 milioni.

In Puglia un programma analogo, voluto dalla Regione e realizzato da Puglia Sviluppo in collaborazione con l’*arranger* UniCredit, sempre con il ruolo di Cassa Depositi e Prestiti e Mediocredito Centrale come *anchor investor*, ha visto le prime emissioni nel giugno 2020 con 8 imprese per un valore complessivo di € 33,4 milioni. La finanziaria regionale garantisce il 25% del capitale collocato.

Finlombarda e Cassa Depositi e Prestiti hanno poi lanciato l’Elite Basket Bond Lombardia, un programma di emissioni del valore complessivo di € 100 milioni, finalizzato a finanziare i piani di sviluppo delle PMI lombarde.

Anche il gruppo Intesa Sanpaolo è sceso in campo con il Programma Intesa Sanpaolo Basket Bond, in partnership con ELITE, per un ammontare complessivo fino a € 1 miliardo e finalizzato a coinvolgere circa 200 PMI in tutta Italia. Ad oggi le operazioni concluse sono state 15 per un importo complessivo di oltre € 100 milioni.

Con una focalizzazione più verticale, dopo il Pluri Bond Turismo Veneto Spiagge la Frigiolini & Partners Merchant sta costruendo operazioni di Pluri Bond (senza cartolarizzazioni ma garantite al 100% da Consorzi Fidi) che coinvolgono micro e piccole imprese. I nuovi progetti riguarderanno imprese associate ad Assomineraria e PMI particolarmente danneggiate dalla pandemia (Pluribond Liquidità Immediata e Pluribond Riparti Italia!).

Box 1.3

Le emissioni di sistema: l’unione fa la forza del *minibond*

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

Negli ultimi mesi ci sono state nuove operazioni di questo tipo sul mercato italiano, documentate nel Box 1.3, organizzate sia per filiera produttiva sia per area geografica.

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.

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 Crowdinvesting del Politecnico di Milano (www.osservatoriocrowdinesting.it).

I modelli del *crowdfunding*

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

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

La raccolta può avvenire secondo un modello '*all or nothing*' piuttosto che '*take it all*'. Nel primo caso il successo della campagna è legato al raggiungimento di un *target* minimo; se non viene raggiunto, i fondi sono restituiti ai contributori; 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 contributore 'fidarsi' rispetto alle promesse offerte dal proponente;
- *royalty-based crowdfunding*; la ricompensa in tal caso è di natura monetaria e consiste in una condivisione dei profitti o dei ricavi associati all'investimento, ma senza alcun titolo di proprietà sul progetto né di rimborso del capitale;

- *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*). Poichè in tal caso si offre un investimento, è cruciale che la campagna venga realizzata secondo criteri definiti dalle autorità di vigilanza.

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. 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. In molti casi si tratta di videogiochi o giochi di ruolo da tavolo, ma troviamo anche iniziative imprenditoriali come gli orologi di lusso Filippo Loreti (più di € 9 milioni raccolti su Kickstarter) e la bicicletta elettrica MATE (un progetto danese finanziato su Indiegogo con circa € 6 milioni).

I progetti italiani proposti da PMI che hanno raccolto capitale su Kickstarter e Indiegogo sono numerosi. Fra quelli più interessanti possiamo citare MUsable 2.0, il tavolo da gioco modulare per bambini ideato da Martina Cusano ed Elisa Tattoni (fondatrici di Mukako.com) che ha raccolto € 1 milione da 2.639 contributori su Kickstarter. Sullo stesso portale, il purificatore d'aria Natede, a forma di vaso di pianta, proposto dalla Laboratori Fabrici Srl di Pordenone, ha raccolto € 765.265 da 3.821 sostenitori.

Il progetto imprenditoriale che risulta avere raccolto di più su un portale italiano¹ di *reward-based crowdfunding* è il Jungle Jacket, una giacchetta per ciclisti (con € 105.760 incassati nel 2016 sul portale Eppela, grazie anche al supporto di PostePay Crowd). Negli ultimi 12 mesi segnaliamo il progetto di raccolta 'diffusa' Crowdwine, che mira a sostenere le piccole cantine vinicole italiane e la campagna di Galatea Bio Tech Srl, PMI innovativa *spin-off* dell'Università di Milano Bicocca che sul portale Produzionidalbasso.com ha raccolto fondi per finanziare l'acquisto di una stampante 3D.

Secondo le nostre stime aggiornate, il contributo finanziario arrivato a PMI italiane da questa forma di *crowdfunding* negli ultimi 12 mesi è stato pari a € 1,2 milioni, in leggera diminuzione rispetto al passato.

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. Lo stesso Decreto ha introdotto altre

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

innovazioni significative quali lo status della *startup* innovativa e le semplificazioni che hanno dato il via all'industria dei *minibond*.

Il D.L. 179/2012 interveniva all'art. 30 modificando il Testo Unico della Finanza (TUF, nella parte che disciplina le offerte pubbliche) e poneva 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 e oggi a tutte le PMI;
3. l'ammontare dell'offerta non deve superare i limiti stabiliti dalle normative, ovvero nel caso specifico € 8 milioni.

Il Regolamento operativo CONSOB è stato pubblicato nel giugno 2013; 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 esempio i *business angels*) 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 di dematerializzazione di quote e azioni per PMI e *startup* innovative gettando le premesse per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte in *crowdfunding*. L'ultima versione del Regolamento Consob (Delibera 21110 del 10 ottobre 2019) ha precisato che i portali possono 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 2020 due piattaforme avevano ottenuto dalla Consob l'autorizzazione ad aprire delle 'bacheche' elettroniche (Backtwork24 e Opstart).

La Tabella 2.1 elenca i portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob alla stessa data. In totale abbiamo 44 piattaforme, in aumento rispetto alle 38 censite un anno fa. In realtà oltre alle 9 nuove autorizzazioni degli ultimi 12 mesi vanno registrate 3 rinunce.

La maggior parte dei portali sono generalisti mentre altri sono focalizzati su talune aree di *business* (in particolare il comparto immobiliare, dove troviamo ben 5 piattaforme, poi *life sciences*, energia e ambiente, *impact finance* e altre specializzazioni).

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

Tabella 2.1

I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia alla data del 20 novembre 2020

| Sito web | Società gestore | Data autorizzazione |
|-----------------------|-------------------------------------|---------------------|
| Tifosy.com | Tifosy Limited | Sezione speciale |
| 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 |
| Leonardoequity.com | Management Capital Partner Srl | 17/4/2018 |
| 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 |
| Capital4solutions.com | Capital4solutions Srl | 13/11/2019 |
| Ecrowdengineering.com | Ecrowd Engineering Srl | 18/12/2019 |
| Fundyourjump.eu | Equipunding Srl | 22/4/2020 |
| Activant.eu | Activant Srl | 6/5/2020 |
| Pariterequity.com | Pariter equity Srl | 20/5/2020 |
| Re-anima.com | Re-anima Srl | 15/7/2020 |
| Nestmoney.it | Finanza condivisa Srl | 29/7/2020 |
| Fundscovery.com | Etianus Srl | 16/9/2020 |
| Puzzlefunding.com | Puzzle funding Srl | 21/10/2020 |

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 capita-

Di fronte all'emergenza della pandemia e ai risvolti economici che hanno impattato sulle PMI, il mondo del *crowdfunding* si è attivato rapidamente. Numerose sono state le campagne di raccolta fondi per ospedali e associazioni, cui hanno contribuito anche attori dell'*equity crowdfunding*. Opstart, Ener2Crowd e AcomeA SGR hanno promosso il progetto Fintech4life a favore di Cesvi, impegnata nel sostegno all'Ospedale di Bergamo Papa Giovanni XXIII e nel sostegno agli anziani di Bergamo e Milano attraverso l'aiuto domiciliare. Mamacrowd ha raccolto oltre € 600.000 con il progetto Azimut Sostieni Italia, iniziativa di supporto agli esercizi commerciali locali paralizzati dall'emergenza Covid-19, attraverso capitali privati.

Uno degli interventi in risposta alla pandemia che sicuramente favorisce l'*equity crowdfunding* è l'aumento della detrazione al 50% dell'investimento fatto da persone fisiche nel capitale delle *startup* e PMI innovative, attuato dal D.L. 34/2020 ('Decreto Rilancio'). Le deduzioni per le persone giuridiche rimangono invece al 30%.

La piattaforma di *lending* October ha sospeso i rimborsi del capitale per oltre 500 PMI per un periodo di 3 mesi. Questa iniziativa è stata applicata in modo uniforme in tutti i Paesi in cui la piattaforma è attiva ed è stata avviata automaticamente e senza alcuna formalità burocratica da parte degli imprenditori. Inoltre, October ha rinunciato alle commissioni a carico delle PMI durante tutto il periodo come ulteriore segno del proprio impegno. La piattaforma ha offerto alle imprese idonee a ottenere una garanzia pubblica o privata, la possibilità di rimborsare il prestito October in corso e di ottenerne uno nuovo (con importo e durata maggiore).

Sempre nel *lending*, BorsadelCredito.it ha introdotto Cash Anti Covid-19, un finanziamento *bullet* della durata di 6 mesi per coprire il 100% delle spese correnti delle PMI, e Cash Anti Covid Fase 2, un finanziamento da € 100.000 fino a € 600.000 su massimo sei anni.

Essendo un intermediario finanziario autorizzato da Banca d'Italia ex art. 106 TUB, il portale Credimi ha potuto offrire alle imprese la possibilità di accedere alla garanzia del Fondo statale fino al 90% dell'importo (si veda il Box 1.1 a pagina 12).

le di rischio di *startup* e PMI innovative a partire dal 18 luglio 2020, introdotto dal D.L. "Rilancio", convertito nella Legge 77/2020 (si veda il Box 2.1).

Equity crowdfunding: i numeri in Italia

Alla data del 30 giugno 2020 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 595 campagne³ di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui ben 194 relative agli ultimi 12 mesi. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia fino al 30/6/2020 attraverso l'*equity crowdfunding* dalle 402 campagne chiuse con successo ammonta a € 158,86 milioni (con un flusso negli ultimi 12 mesi pari a € 76,59 milio-

Box 2.1

Le piattaforme rispondono all'emergenza Covid-19

³ A queste campagne vanno sommate quelle condotte da Clubdealonline.com, portale aperto solo utenti accreditati

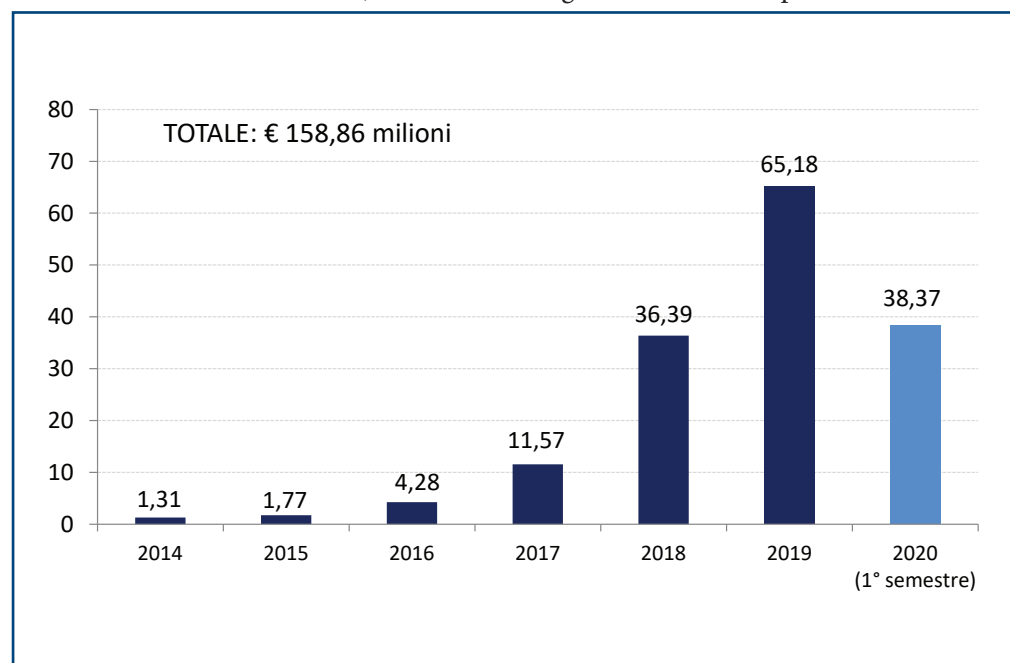
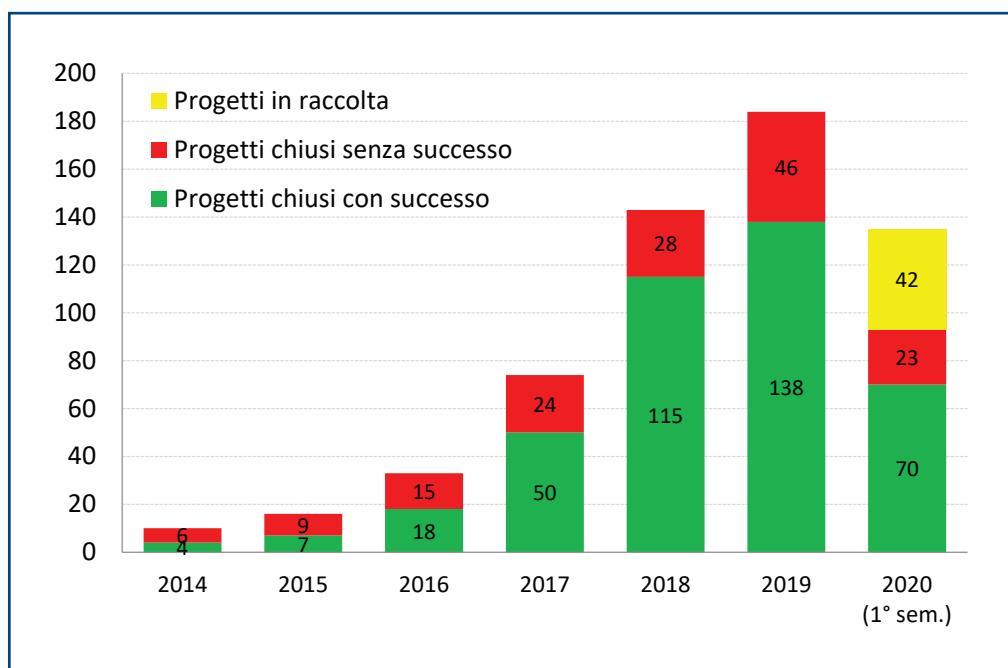


Figura 2.1

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



ni, registrando un incremento del 56% rispetto all'anno precedente). Come evidenzia la Figura 2.1, la crescita annuale è stata sostenuta nel corso del tempo. I portali che avevano raccolto più fondi fino al 30/6/2020 erano Mamacrowd (€ 33,93 milioni), Crowdfundme (€ 28,77 milioni), Walliance (€ 11,11 milioni) e Bacttowork24 (€ 20,28 milioni).

Possiamo anticipare che nel mese di novembre il controvalore ha superato la soglia di € 190 milioni, con una raccolta nel 2020 che ha già superato quella totale del 2019, grazie soprattutto alle operazioni immobiliari (*real estate crowdfunding*) e ad alcune campagne che hanno raccolto somme consistenti (in primis Fin-novia Srl, veicolo di investimento in E-novia, che ha raccolto € 7,61 milioni su Bacttowork24).

La Figura 2.2 evidenzia il flusso temporale delle campagne concluse. Tenendo conto delle 'regole del gioco' presentate nelle pagine precedenti, si nota che tutte le campagne sono presentate da PMI.

Risulta evidente la continua crescita del mercato ma soprattutto l'incremento del tasso di successo; nel 2019 sono state 138 le campagne chiuse con esito positivo, mentre nel primo semestre del 2020 si contano 70 offerte chiuse positivamente, più altre 42 ancora aperte al 1 luglio. Il *success rate* nel 2019 è stato pari al 75%, stessa percentuale registrata nel primo semestre del 2020.

Tabella 2.2
Statistiche sulle offerte di *equity crowdfunding* presentate da PMI italiane alla data del 30 giugno 2020

| | Target di raccolta medio | Quota del capitale offerta (%) |
|---|--------------------------|--------------------------------|
| Tutto il campione (progetti non immobiliari) | € 191.481 | 10,4% |
| Tutto il campione (progetti immobiliari) | € 804.914 | - |
| 2018 (progetti non immobiliari) | € 182.477 | 7,4% |
| 2018 (progetti immobiliari) | € 500.000 | - |
| 2019 (progetti non immobiliari) | € 168.855 | 7,9% |
| 2019 (progetti immobiliari) | € 707.737 | - |
| 2020 (primo semestre, progetti non immobiliari) | € 190.840 | 11,3% |
| 2020 (primo semestre, progetti immobiliari) | € 1.340.625 | - |

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 595 offerte pubblicate, rispetto al *target* di raccolta. Esso è definito come l'obiettivo di raccolta riportato nei documenti messi a disposizione dei navigatori di Internet sul portale. Poiché l'operazione di raccolta si configura a tutti gli effetti come un aumento di capitale, la raccolta deve essere necessariamente compatibile con la delibera di aumento di capitale. 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 una soglia minima e una soglia 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 inscindibile, in cui quindi 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 perchè, come si evidenzia, l’importo medio è decisamente diverso.

Il *target* di raccolta medio per le offerte censite è stato pari a € 192.481 per i progetti non immobiliari e € 804.914 per quelli immobiliari. La quota del capitale offerta in cambio del denaro raccolto (in corrispondenza del *target* definito prima) è in media⁴ pari al 10,4%. 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 22% delle campagne proposte l’offerta riguardava quote ordinarie (con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori), nel 12% solo azioni non votanti e nel 64% 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 e 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 51%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 101 e € 499,99. Abbiamo poi il 36% 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.

Fra le 595 campagne censite, al 30 giugno 2020 553 erano state chiuse. Di queste, 402 (il

⁴ In questa statistica escludiamo le campagne immobiliari in quanto sono spesso promosse da veicoli di investimento senza *asset* di bilancio significativi pre-offerta.

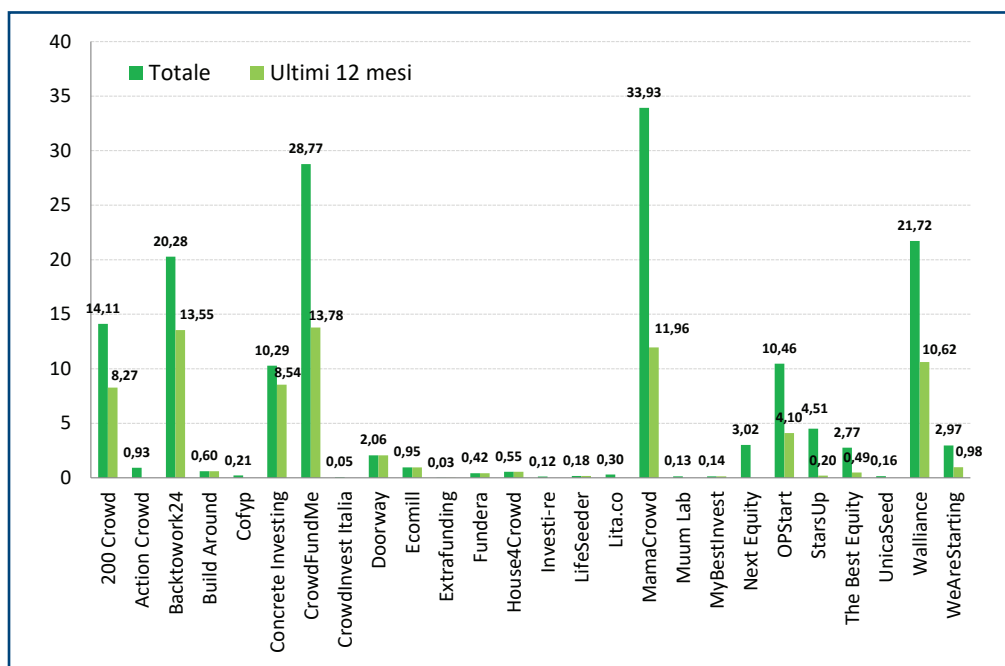
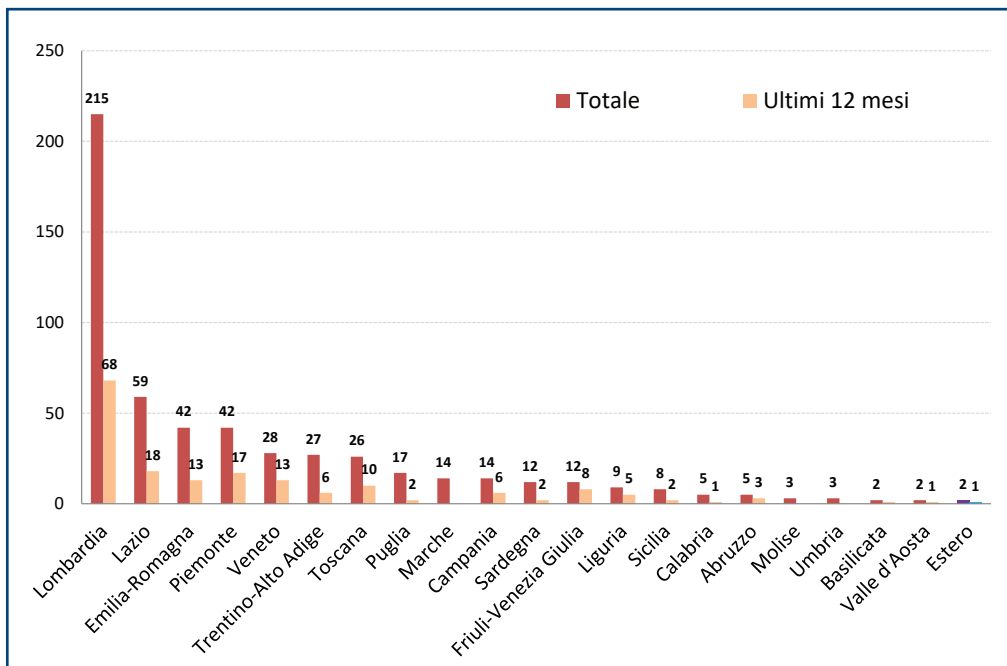


Figura 2.3
Capitale raccolto fino al 30/6/2020 dai portali italiani di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob. Valori in € milioni

Figura 2.4
Localizzazione geografica delle 595 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2020



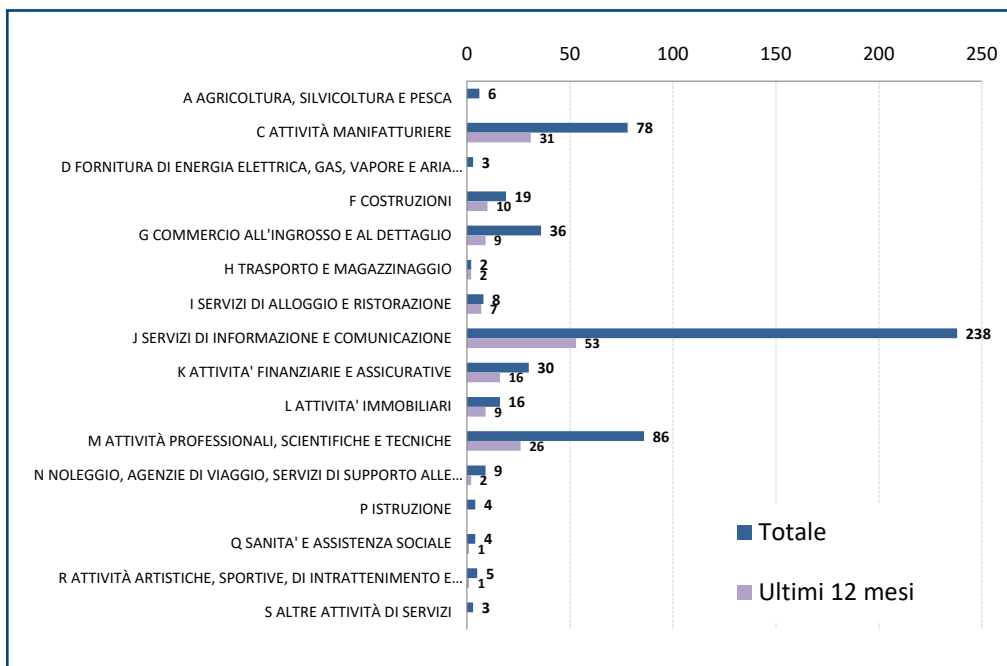
72,7%) si sono finalizzate con il raggiungimento del *target* minimo (e con l'indispensabile requisito di coinvolgere un investitore 'professionale' per almeno il 5% della raccolta), le altre (il 27,3%) si sono chiuse senza successo. La Figura 2.3 ci mostra la suddivisione del capitale raccolto fra le diverse piattaforme presenti sul mercato.

Un ultimo parametro interessante relativo alle campagne chiuse con successo è il numero di investitori *effettivi* registrati al termine della raccolta. Il valore medio è pari a 96,2 nuovi soci ma c'è molta varianza: alcune campagne si chiudono con pochi investitori, altre arrivano a superare la soglia di 1.000 sottoscrittori (è accaduto in 2 casi, per StartupItalia! Srl e Sixth Continent Europe Srl).

Equity crowdfunding: le PMI emittenti

Le imprese che sono state protagoniste delle 595 campagne censite sono in realtà 547, poichè abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi. In particolare sono 35 le emittenti che

Figura 2.5
Classificazione ATECO delle 595 imprese protagoniste di una campagna di equity crowdfunding su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2020



Box 2.1

Casi di studio di PMI finanziate con *equity crowdfunding*

Fin-novia Srl

Fin-novia Srl è un veicolo societario guidato da Lorenzo Dal Verme e Luigi Bruno dedicato alla raccolta di capitale per l'investimento in e-Novia SpA, una 'Enterprises Factory' che si pone l'obiettivo di sviluppare prodotti e tecnologie innovative, veicolate sul mercato tramite imprese e *team* dedicati. Al momento della campagna e-Novia aveva all'attivo 21 imprese create, 9 progetti imprenditoriali in *pipeline* e più di 50 brevetti depositati.

La campagna di Fin-novia, che si è svolta fra febbraio e marzo 2020 su Bactwork24, ad oggi detiene il *record* di raccolta sul mercato italiano dell'*equity crowdfunding*, con oltre € 7,6 milioni raccolti da 236 investitori. Il taglio minimo di investimento era decisamente elevato (€ 25.000) e le quote offerte erano non votanti. L'importo raccolto è stato utilizzato per la sottoscrizione di un prestito obbligazionario convertibile emesso appositamente da e-Novia.

Si tratta di un esperimento interessante perchè la raccolta è stata supportata dalla rete di Intesa Sanpaolo Private Banking, a testimoniare la potenzialità di mobilitazione del *private banking* a supporto dell'*equity crowdfunding*.

RX Home Srl

RX Home è una *startup* innovativa a vocazione sociale abruzzese fondata da Marcello Da Col e Mattia Perroni che offre un servizio di radiologia domiciliare e di telemedicina sfruttando le più recenti tecnologie. Si tratta di una opportunità importante per garantire sicurezza nell'ambito della continuità assistenziale anche durante la pandemia da Covid-19.

La campagna, condotta nei mesi di aprile e maggio 2020 sul portale Crowdfundme.it, ha fruttato € 202.762 da 194 nuovi soci rispetto al *target* iniziale di € 60.000, che serviranno per finanziare l'acquisto di impianti, per espandere l'attività in altre regioni e nella ricerca e sviluppo.

Gli investitori hanno sottoscritto quote non votanti della Srl, con un investimento minimo di € 250, e quote votanti con un investimento minimo di € 12.500.

669 SMA Srl

Il progetto immobiliare Brooklyn 669 St Marks, finanziato attraverso il veicolo 669 SMA Srl, è stato presentato sulla piattaforma Walliance nel febbraio 2020 ed è uno dei pochi attuati in un Paese extra-europeo. L'obiettivo è quello di edificare un nuovo immobile ad uso residenziale con 10 appartamenti di pregio ad elevate prestazioni energetiche a New York, a Brooklyn. Lo *sponsor* del progetto è il gruppo italiano Maskenada, che ha acquistato l'area nel 2018. Il *ticket* minimo di investimento è stato pari a € 500, a fronte di una durata prevista dell'operazione di 25 mesi. Il rendimento stimato annualizzato dopo la vendita degli appartamenti sul mercato è del 11,10% lordo, corrispondente ad un ROI atteso complessivo pari al 23,13% lordo. La raccolta finalizzata dalla campagna, che si è chiusa in pochi giorni, è stata pari a € 1,6 milioni che contribuiranno a finanziare il 14% circa del *budget* dell'operazione attraverso un patto di co-investimento con la società sviluppatrice.

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 3 casi di imprese che non hanno chiuso con successo la prima campagna ma hanno ritentato successivamente (questa volta con successo).

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

Le aziende del campione si dividono in:

- 397 *startup* innovative (pari al 72% del campione), di cui 380 Srl, 10 SpA, 5 società agricole e due società estere che hanno iscritto una *branch* italiana all'albo apposito;
- 59 PMI innovative (pari all'11% del campione), di cui 53 Srl e 6 SpA;
- 70 altre PMI (pari al 13% del campione), tutte Srl tranne due SpA;
- 21 veicoli di investimento in altre imprese (4% 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 177 le imprese che per la prima volta hanno condotto una campagna di *equity crowdfunding* a partire dal 1/7/2020 e fra queste il 58% sono *startup* innovative, il 13% sono PMI innovative, il 22% altre PMI e il

7% sono veicoli di investimento.

La Figura 2.4 riporta la distribuzione geografica delle emittenti, evidenziando anche quelle che hanno proposto una campagna nei soli ultimi 12 mesi. Al primo posto troviamo sempre la Lombardia, con 215 imprese (pari al 36% del totale); seguono Lazio a quota 59 ed Emilia Romagna con 42 imprese, raggiunta dal Piemonte. Nel Mezzogiorno spicca sempre la Puglia con 17 emittenti, ma solo 2 'nuove'.

La Figura 2.5 disaggrega il campione delle emittenti per codice ATECO registrato, anche qui con un *focus* ristretto agli ultimi 12 mesi. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo *status* dominante di *startup* innovative, anche se molteplici comparti sono comunque rappresentati: abbiamo ben 238 imprese sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione) e 86 riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche). Le attività manifatturiere (codice C) non sfigurano con 78 emittenti. Nell'ultimo anno si nota una relativa maggiore frequenza proprio per le imprese manifatturiere; crescono anche i settori immobiliari (codice L) e costruzioni (codice F) grazie all'apertura al mercato del *real estate*, così come le finanziarie (codice K) con le campagne dei veicoli di investimento in altre aziende.

La Tabella 2.3 riporta alcune statistiche sui dati di bilancio per il campione, escludendo le società immobiliari e i veicoli di investimento. Si noti che molte aziende erano al loro primo anno di attività, quindi per questi casi non esiste un bilancio già depositato e il valore contabile di fatturato e di utile netto annuali al momento della campagna risulta pari a zero. È interessante vedere i dati relativi al fatturato mediano (€ 47.038) e all'età (in media 2,8 anni), che confermano lo *status* dominante di imprese *startup*. Le aziende con utile di bilancio positivo sono poche (meno della metà) e anzi le perdite sono spesso abbastanza consistenti.

Tabella 2.3

Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 30 giugno 2020. Sono esclusi i veicoli di investimento e le imprese immobiliari

| | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|--|--------------|----------------|---------------|----------------|
| Patrimonio netto pre-offerta | 165.091 | 47.038 | -1.153.607 | 6.421.295 |
| Età | 2,8 | 2 | Zero | 46 |
| Fatturato da ultimo bilancio disponibile | 355.006 | 30.080 | Zero | 50.214.561 |
| Utile netto da ultimo bilancio disponibile | -55.226 | -8.279 | -3.115.804 | 512.672 |
| Numero di soci pre-offerta | 6,4 | 4 | 1 | 79 |
| Valutazione <i>pre-money</i> implicita | 2.714.834 | 1.647.348 | 10.000 | 43.478.261 |

La Tabella 2.3 riporta anche il dato sul numero di soci prima della campagna di *crowdfunding*. Il valore medio è pari a 6,4, 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 € 2,71 milioni, quello mediano è € 1,65 milioni). Nella grande maggioranza dei casi le emittenti esprimevano una valutazione prima della raccolta superiore a un milione di euro; in diversi casi il valore era superiore a € 10 milioni e la frequenza è aumentata negli ultimi mesi. Una eccessiva valutazione ai primi *round* di *equity crowdfunding* può generare dei problemi nei *round* successivi, poichè 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 miravano a fi-

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

nanziare lo sviluppo dell'area *marketing* (49%). Nel 30% dei casi l'obiettivo era lo sviluppo di una piattaforma IT o di un'app; segue a poca distanza finanziare un investimento in ricerca e sviluppo o innovazione (27%) a pari merito con l'investimento produttivo in *asset* tangibili o acquisti di materiale mentre nel 23% dei *business plan* si menzionava l'assunzione di nuovo personale. Nel 16% dei casi gli obiettivi non erano ben specificatamente individuati.

Dopo la campagna di raccolta, i dati dall'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano mostrano una crescita del volume d'affari quasi sempre sotto i *target* definiti nel *business plan* iniziale. Nel corso degli ultimi 12 mesi si registrano nuovi casi di emittenti che hanno chiuso le attività con una liquidazione a valle della raccolta (si tratta in totale di 9 imprese fino al 30/6/2020) ma anche nuove *exit* (il totale sale a 5 società immobiliari che avevano terminato il progetto e rimborsato gli investitori, 2 imprese acquisite da investitori esterni, 3 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.

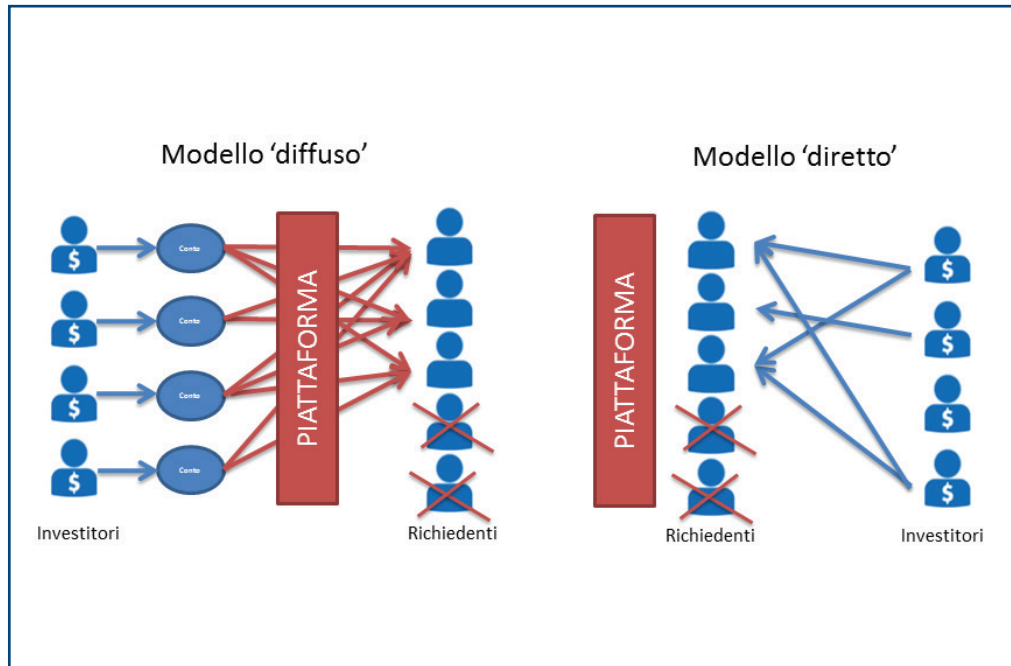
Nel mese di novembre 2016, sempre Banca d'Italia ha pubblicato un nuovo provvedimento (Delibera 584/2016) recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, con l'obiettivo di fornire una prima cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale 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 raccomanda comunque di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare l'esercizio abusivo dell'attività bancaria.

I portali di *lending* sono quindi inquadrati o come soggetti bancari o intermediari vigilati o come istituti di pagamento (o in questo ultimo caso come loro agenti).

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.

Benchè 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*

Figura 2.6
I modelli del *lending*
crowdfunding



utilizzati dalle piattaforme possono essere diversi. Due sono quindi i modelli dominanti attualmente nel mercato, descritti dalla Figura 2.6: quello 'diffuso' e quello 'diretto'.

Il modello 'diffuso' prevede un ruolo attivo della piattaforma sia nel selezionare le richieste di credito fra tutte quelle pervenute, sia nel decidere l'allocazione del capitale investito. I prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni rispetto all'importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al *risk appetite*, ovvero al profilo rischio-rendimento ritenuto soddisfacente. È la piattaforma stessa ad allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo i criteri indicati dai prestatori. I rimborsi del capitale nonchè 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, poichè 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, come recentemente ribadito dall'Agenzia delle Entrate a seguito di un'istanza di interpello (Risposta 168/E del 2020), 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.

Lending-based crowdfunding: i portali attivi

Alla data del 30 giugno 2020 risultavano operative sul mercato italiano 11 piattaforme di *lending crowdfunding* aperte alle PMI, aventi stabile organizzazione sul territorio; di queste, 7 sono specializzate su operazioni nel *real estate*. L'elenco è riportato nella Tabella 2.4. Nel gruppo troviamo 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 singole persone fisiche, ma non sono oggetto di interesse in questo quaderno di ricerca.

| Sito web | Società gestore | Qualifica | Target |
|-----------------------|--|---|---------------------|
| BorsadelCredito.it | Business Innovation Lab SpA / Mo.Net SpA / Art SGR SpA | Istituto di pagamento / Società di Gestione del Risparmio | Generalista |
| Bridgeasset.it | Bridge Real Estate Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |
| Credimi.com/futuro | Credimi SpA | Intermediario fin. ex art. 106 TUB | Generalista |
| Crowdstate.eu/it/home | Crowdstate AS | Istituto di pagamento | Immobiliare |
| Ener2crowd.com | Ener2crowd Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Energia rinnovabile |
| Housers.com/it | Housers Global Properties PFP SL / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |
| It.october.eu | October Italia Srl / October SA | Agente istituto di pagamento | Generalista |
| Recrowd.com | Recrowd Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |
| Relender.eu | RE-Lender SpA / Pay Area (MytripleA Finanziación PFP SL) | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |
| Rendimentoetico.it | Rendimento etico Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |
| Trusters.it | Trusters Srl / Lemon Way SA | Agente istituto di pagamento | Immobiliare |

Tabella 2.4

I portali di *lending crowdfunding* italiani per le PMI attivi alla data del 30/6/2020

Rispetto all'anno scorso, non è più operativa la piattaforma Prestacap (acquisita da DEPOBank, a sua volta entrata nell'orbita di Banca Farmafactoring) mentre il portale di The Social Lender è inattivo.

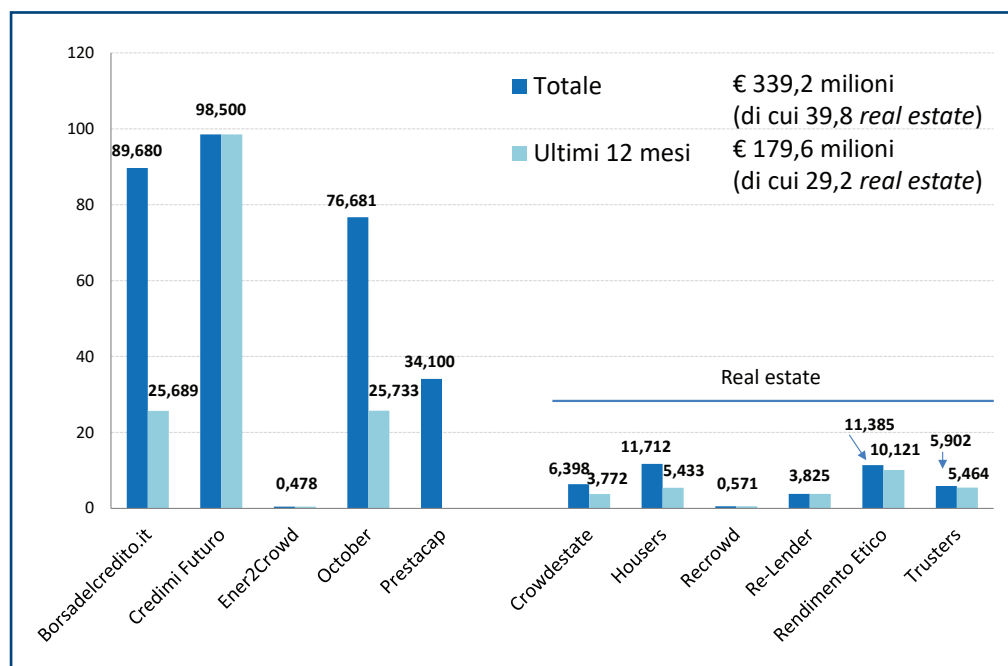


Figura 2.7

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane aperte alle PMI, alla data del 30/6/2020: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.

Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Fra le nuove iniziative partite nelle ultime settimane, si segnalano Criptalia.com, Italy-crowd.com e Valorecondiviso.it, portali di investimento diretto dedicato al *lending* per le PMI. Il primo è un portale generalista, gli altri operano in ambito immobiliare.

La Figura 2.7 riporta i dati sull'erogato dalle piattaforme, finanziato sia da investitori *retail* sia dagli istituzionali, evidenziando anche il contributo fino al 30/6/2020.

Il valore cumulato complessivo risulta pari a € 339,2 milioni, con un contributo dell'ultimo anno pari a € 179,6 milioni (+113% rispetto al periodo precedente). Il primo semestre del 2020 è andato bene, con un flusso di € 163,34 milioni.

Nonostante sia venuto a mancare il contributo di Prestacap, c'è stato l'ingresso di Credimi Futuro che si porta in cima alla classifica con € 98,5 milioni erogati. Borsadelcredito.it è seconda con € 89,7 milioni, seguita da October (€ 76,7 milioni). Se guardiamo al solo contributo degli ultimi 12 mesi, October supera leggermente BorsadelCredito.it.

Focalizzando sul comparto *real estate*, l'erogato negli ultimi 12 mesi analizzati è stato pari a € 29,2 milioni (+326% rispetto all'anno precedente). Rendimento Etico insidia il primato di Housers nel valore cumulato ma è di gran lunga prima nell'ultimo anno.

Nel seguito descriviamo le caratteristiche delle singole piattaforme.

BorsadelCredito.it

BorsadelCredito.it è una piattaforma di *digital lending* gestita da un gruppo societario, avente come *holding* Business Innovation Lab SpA che controlla al 100% ART SGR SpA (autorizzata a gestire fondi alternativi di investimento riservati ad investitori professionali) e Mo.Net SpA, iscritta all'Albo degli istituti di pagamento autorizzati da Banca d'Italia.

BorsadelCredito.it è l'unica piattaforma di prestito alle PMI che utilizza il modello 'diffuso'; accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti in Italia, con almeno 12 mesi di attività alle spalle (e quindi la disponibilità di almeno un bilancio) e un fatturato non inferiore a € 250.000. Non devono esserci pregiudiziali gravi né sull'azienda né sul titolare o sui principali esponenti, che possano denotare un rischio per i prestatori, come ad esempio protesti, finanziamenti non rimborsati, ipoteche, pignoramenti. La scadenza del prestito è in genere compresa fra 1 mese e 72 mesi. Il tasso annuo nominale (TAN) varia attualmente fra il 3,4% e il 7,4% cui si sommano costi di istruttoria variabili. Nessuna garanzia reale o attraverso strumenti finanziari a deposito viene richiesta (in alcuni casi vengono richieste delle garanzie personali) e non vi sono altre commissioni; non viene richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente, ma l'addebito viene eseguito su quello già esistente dell'azienda. Il finanziamento (anche solo richiesto) viene segnalato ai sistemi di informazioni creditizie.

Il *workflow* di valutazione delle domande di credito per BorsadelCredito.it è semi-automatico: una prima fase di valutazione avviene automaticamente attraverso una serie di parametri oggettivi, che vengono trasmessi via *web* dall'imprenditore/persona fisica in pochi minuti; dopo questo primo passo (che permette un'importante scrematura delle richieste e avviene in meno di un giorno lavorativo) avviene una seconda valutazione, che viene condotta dal personale della piattaforma, attingendo a *database* vari offerti da *credit bureau* come Experian, ai *social big data* e analizzando gli estratti conto dei richiedenti grazie a tecnologie innovative che sfruttano l'Open Banking.

Negli ultimi mesi, il portale ha lavorato sull'offerta di linee di credito a sostegno delle imprese per contribuire alla loro uscita dalla crisi di liquidità generata dal *lock-down*, come Cash Anti Covid-19, un finanziamento *bullet* della durata di 6 mesi per coprire il 100% delle spese correnti delle PMI, e Cash Anti Covid Fase 2, un finanziamento di lungo periodo da € 100.000 fino a € 600.000 per un massimo di sei anni. Inoltre il portale ha annunciato un accordo con Confesercenti per l'accesso al credito digitale attraverso un canale privilegiato. Un altro accordo è stato fatto con Azimut Libera Impresa SGR, che utilizzerà la tecnologia di BorsadelCredito.it per una nuova piattaforma di *direct lending*.

I prestiti erogati dal portale sono stati 1.037 fino a giugno 2020 (di cui 325 erogati nei precedenti 12 mesi) per un totale di oltre € 89 milioni. Ad oggi, il portale ha superato la soglia di € 124 milioni erogati e nel solo mese di ottobre 2020, a testimoniare la 'fame di liquidità' delle PMI, sono stati finanziati prestiti per € 13 milioni.

Bridge Asset

La piattaforma Bridge Asset è attiva da poco ed è stata fondata da Alberto Dente. L'importo minimo di investimento è € 500, con un massimo pari al 25% del singolo prestito. Alla data del 30/6/2020 il portale era in raccolta sul primo progetto, la riqualificazione di una palazzina a Milano, con un *target* di € 900.000.

Credimi Futuro (Credimi SpA)

Credimi SpA è un intermediario finanziario vigilato da Banca d'Italia, già presente sul mercato italiano nell'attività di acquisizione delle fatture commerciali attraverso la piattaforma digitale Credimi.com. Da luglio 2019 il portale offre anche Credimi Futuro, una soluzione di *lending* che permette alle imprese di ottenere prestiti fino a € 2 milioni, rimborsati in 5 anni, di cui il primo in pre-ammortamento. Al momento i finanziamenti sono concessi a imprese con un fatturato di almeno € 100.000 in tutta Italia. Per le imprese con meno di 500 dipendenti il prestito è eleggibile per le garanzie del Decreto Liquidità (copertura fino al 90% da parte del Fondo di Garanzia pubblico).

Il processo di richiesta e concessione del finanziamento è interamente digitalizzato e non occorre presentare un *business plan*.

Il *funding* dei finanziamenti viene assicurato in tempi rapidi da accordi strategici con inve-

Box 2.3

Casi di PMI finanziate attraverso il *lending crowdfunding*

Ecobonus in rete Srl

La società ha sede a Mercato Saraceno (FC) e offre soluzioni chiavi in mano per la gestione dei bonus di riqualificazione e ristrutturazione edilizia, in particolare l'Ecobonus 110% previsto dal Decreto "Rilancio". Si è rivolta al portale Ener2Crowd per ottenere un finanziamento *bullet* di € 200.000 (tasso 4,5%, scadenza 12 mesi) che verrà utilizzato per pagare il 20% della fornitura del materiale necessario alla riqualifica energetica di 30 ville in Romagna. I proprietari degli immobili andranno a cedere la detrazione del 110% alla società Ecobonus in Rete Srl, la quale potrà vendere tale beneficio fiscale a banche o altre imprese, in modo da ripagare il debito agli investitori *crowd*.

Gimetal Srl (da: credimi.com)

Con trent'anni di esperienza nella produzione di arredo e sedie e un fatturato 2019 pari a € 1,65 milioni, la Gimetal di Aiello del Friuli (UD) è un terzista specializzato sulle piccole serie che punta sempre di più a vendere direttamente sul mercato. La società ha ottenuto un finanziamento da Credimi Futuro per lo sviluppo della linea di prodotti Castil, che le consentirà di investire nella formazione del personale e nel *marketing* necessario per implementare la strategia di crescita.

M9 SpA

Il progetto immobiliare No.Lo Milano presentato da M9 SpA sulla piattaforma Trusters si pone l'obiettivo di frazionare un appartamento plurivani nella zona No.Lo (North of Loreto) in 5 unità abitative indipendenti con finiture di qualità. Sono state condotte due campagne fra ottobre 2019 e gennaio 2020; il prestito è stato organizzato rispettivamente su 6 mesi e 7 mesi, con un tasso di interesse annuale medio del 7% per la prima raccolta e 9% per la seconda. In totale, sono stati raccolti € 250.000 da 259 ordini di investimento. Tutte le informazioni del progetto (dati catastali dell'operazione e condizioni di prestito) sono state registrate su *blockchain*, tramite la piattaforma Themis.

Umbra Rimorchi Srl (da: it.october.eu)

Umbra Rimorchi è nata nel 1976 ed è attiva nella produzione di rimorchi leggeri e ganci traino per ogni tipo di autovettura e veicolo commerciale, diffusi in tutta Italia attraverso un'articolata rete di distribuzione. La sede operativa è a Perugia e ha 19 dipendenti. Il fatturato del 2019 ha sfiorato € 5,5 milioni.

La PMI si è trovata a gestire una situazione di difficoltà a seguito della pandemia Covid-19 e ha ottenuto una boccata d'ossigeno con un prestito da € 300.000 sul portale October, al tasso annuale del 4,9% e scadenza a 36 mesi, coperto dal Fondo di Garanzia dello Stato al 90%. Il rimborso del capitale parte dal sesto mese e nel frattempo l'impresa paga solo gli interessi.

stitutori istituzionali quali Banca Generali, Banca Sella, Banco Desio e Anima SGR. I prestiti erogati in un anno fino al 30/6/2020 erano 1.157 per un totale di € 98,5 milioni.

Credimi è stata uno dei principali erogatori, tra i *digital lender* europei, di finanziamenti assistiti da garanzie dello Stato, sin dai giorni successivi all'approvazione del Decreto Liquidità, grazie alla collaborazione con *asset manager*, fondazioni, clienti delle gestioni patrimoniali, enti regionali, e banche, quali Gruppo Generali, Finpiemonte e Fondazione CRT, Banco Desio, Banca del Piemonte e Banca di Asti. Queste collaborazioni hanno 'liberato' in meno di 6 mesi oltre € 250 milioni per le PMI impattate dall'emergenza Covid-19 che hanno potuto ottenere la garanzia pubblica al 90%.

Crowdestate

Piattaforma di *lending* attiva dal 2014 in Estonia, Crowdestate conta oggi più di 48.000 investitori da 123 paesi (gli italiani sono 3.435). Nasce come piattaforma ibrida, ma nel tempo gli unici investimenti proposti sono rimasti quelli di *lending* (in quest'ultima categoria rientrano tutti i progetti italiani).

Crowdestate propone progetti in Italia dall'agosto del 2018, quando è stato finanziato il primo dei 27 ad oggi effettuati, molti dei quali in Lombardia, alcuni in Emilia Romagna, Toscana, Piemonte, Liguria e Basilicata. Nel 2019 Crowdestate è entrata in Georgia e Romania e nel 2020 in Repubblica Ceca. Tra le piattaforme operanti in Italia è l'unica a proporre una forma automatizzata di investimento: l'utente, fissati parametri come l'importo massimo da investire per progetto e altre caratteristiche che devono soddisfare gli investimenti, dà in gestione il capitale desiderato alla piattaforma, che lo suddivide in differenti progetti seguendo le impostazioni richieste dall'utente. Crowdestate, analogamente ad Housers, prevede un mercato secondario per la compravendita di crediti fra gli investitori.

Il denaro raccolto dalla piattaforma e destinato ai 27 progetti 'italiani' fino al 30/6/2020 è stato pari a € 6,34 milioni. Negli ultimi 12 mesi i progetti finanziati sono stati 19 per un importo di € 3,77 milioni.

Ener2Crowd

Questo portale è specializzato su progetti *green* e su investimenti sostenibili (produzione di energia rinnovabile, efficienza energetica industriale e residenziale, mobilità sostenibile e progetti con impatto sociale). La piattaforma è partita ufficialmente nel settembre 2019. Utilizza il modello 'diretto' e i navigatori di Internet possono selezionare i progetti preferiti.

Fino al 30/6/2020 Ener2Crowd ha lanciato 7 progetti, di cui 6 hanno raggiunto il *target* prefissato. La raccolta è stata pari a € 477.700 e i prestatori attivi ammontano a 350. Ad oggi i progetti sono saliti a 12.

Il portale segnala che le emissioni di CO2 evitate e non immesse in atmosfera grazie ai progetti finanziati valgono 4.936 tonnellate, equivalenti a 500.000 nuovi alberi piantati. Fra l'altro, come misura aggiuntiva di compensazione, Ener2Crowd ha piantato 1.384 alberi per conto dei suoi investitori in progetti di riforestazione in Tanzania e Madagascar per una compensazione di CO2 pari a 66 tonnellate.

Housers

Questa piattaforma era nata inizialmente con un modello ibrido offrendo sia investimenti in *equity* che *lending*, ma dal maggio 2017 ha deciso di concentrarsi esclusivamente nel settore del *lending*. La piattaforma ha iniziato proponendo investimenti immobiliari nelle principali città spagnole come Barcellona o Madrid e successivamente ha allargato la propria offerta anche ad altri paesi europei. Nell'aprile 2017 Housers è entrata nel mercato italiano costituendo Housers RE Italy Srl ed aprendo la propria piattaforma agli investitori italiani; nell'agosto dello stesso anno ha aperto gli investimenti anche al Portogallo.

Con un totale di 122.000 utenti registrati a livello europeo, fino a giugno 2020 la piattaforma ha finanziato centinaia di progetti per un totale raccolto pari a più di € 115 milioni.

Sulla piattaforma sono disponibili 3 diversi tipi di investimenti per i progetti italiani:

- “Risparmio”: sono prestiti a lungo termine (da 5 a 10 anni) con interessi concordati e composti ogni mese; i rendimenti finali derivano dagli affitti percepiti e dalla vendita dell’immobile, che può generare un *upside*;
- “Investimento”: si tratta di prestiti partecipativi a breve termine (12-24 mesi) per la ristrutturazione o costruzione di immobili per la vendita. Non prevedono interessi mensili e alla fine della durata dell’investimento si riceve una quota della plusvalenza generata dall’immobile, compartecipando quindi al rischio del progetto;
- “Tasso fisso”: prestiti concessi a medio termine (12-36 mesi) per nuove costruzioni, che prevedono un rendimento fisso mensile, concordato con i promotori del progetto.

Tutte le soluzioni prevedono la possibilità di cedere la quota dell’investimento attraverso un mercato secondario offerto dalla piattaforma.

Come mostrano le statistiche dettagliate nel Capitolo 3, i progetti ‘italiani’ di Housers hanno raccolto fino al 30/6/2020 € 11,71 milioni di cui € 5,43 milioni relativi alle 17 operazioni degli ultimi 12 mesi. Una campagna di raccolta è stata invece chiusa senza successo, caso raro come abbiamo visto nel *real estate crowdfunding*

October

October (nuovo nome da ottobre 2018 della piattaforma Lendix) fa capo alla *holding* francese October SA che vanta all’attivo più di 1.000 progetti finanziati con prestiti per oltre € 470 milioni in diversi paesi europei; dal 2017 opera anche in Italia attraverso la società controllata October Italia Srl il cui amministratore delegato è Sergio Zocchi. In Italia October è agente dell’istituto di pagamento Lemon Way. Fa parte del gruppo anche October Factory, società di gestione del fondo di co-investimento riservato agli investitori istituzionali, registrata presso l’autorità di mercato transalpina (Autorité des Marchés Financiers).

October opera sia attraverso la raccolta da *retail* su Internet (i quali possono scegliere in quali progetti investire), sia attraverso un fondo chiuso di credito riservato ad investitori professionali. A ciò si aggiunge il fondo Italia dedicato alle PMI italiane e lanciato a ottobre 2019 in collaborazione con Confidi nell’ambito del Piano Juncker. Questo fondo, a ottobre 2020, si è arricchito con l’apporto di ulteriori € 200 milioni provenienti da Gruppo Banca Intesa per sostenere le PMI italiane nell’affrontare gli effetti della pandemia da Covid-19.

Le richieste di finanziamento selezionate da October godono di un *commitment* iniziale da parte del fondo, il quale copre il 51% del prestito richiesto dall’impresa e si impegna a coprire la quota eventualmente non sottoscritta dalla ‘folla’ di Internet. Questa particolarità serve a dare un segnale di credibilità ai piccoli prestatori e nei fatti dà la certezza alle imprese di chiudere positivamente la raccolta. Non sono previsti meccanismi interni di protezione. October si avvale di strumenti esterni tra cui il Fondo di Garanzia istituito dal Ministero per lo Sviluppo Economico e il Fondo Sace (fino al 90%).

I prestiti erogati da October alle imprese italiane sono generalmente compresi fra € 30.000 e € 3,5 milioni, da 3 mesi fino a 84 mesi, e non prevedono garanzie reali. La selezione viene fatta da un comitato interno, che attribuisce un *rating*, il cui merito varia fra A+ e C ed è la sintesi di tre diversi indicatori: (i) *profitability*, (ii) *financials*, (iii) *management*.

Gli investitori non sopportano costi di ingresso e possono scegliere fra le opportunità di prestiti pubblicati, investendo fra € 20 e € 2.000 per singolo progetto (al momento non sono ammesse persone giuridiche come investitori). Non è previsto un ‘mercato secondario’ dei prestiti sottoscritti.

Nei 12 mesi considerati dalla ricerca i prestiti erogati su October a imprese italiane sono stati 68, per un totale di € 25,733 milioni. In diversi casi si tratta di aziende che già in precedenza avevano ottenuto credito su October. Gli investitori oggi attivi a livello globale sono 22.745 (di cui 1.375 italiani).

Negli ultimi mesi, si segnala che October ha lanciato una soluzione di finanziamento istantaneo in grado di fornire una proposta di prestito immediata (*instant lending*) attra-

verso tecniche di *machine learning* per valutare il rischio di *default* aziendale. Il processo è basato sull'analisi pregressa delle oltre 131.000 richieste di finanziamento pervenute alla piattaforma dal 2015 ad oggi nei vari Paesi in cui è attiva.

Recrowd

Recrowd opera come agente dell'istituto di pagamento francese Lemon Way. La società è stata fondata da Gianluca De Simone, Simone Putignano e Massimo Traversi; è stata premiata nel 2019 tra le 8 *startup* innovative più interessanti di Milano da SpeedMiup, l'incubatore dell'Università Bocconi. La società ha anche condotto un *round* di finanziamento con *equity crowdfunding* sul portale Opstart raccogliendo € 418.880, con una valutazione *pre-money* di poco superiore a € 3 milioni.

Fino al 30/6/2020 aveva raccolto € 570.814 da 7 progetti, tutti in Lombardia. Il tasso di interesse annuale di base dei prestiti è compreso fra 7% e 8,5%.

Re-Lender

Re-Lender è una piattaforma di *lending* dedicata alla riconversione industriale, ecologica, immobiliare e tecnologica.

I progetti lanciati nei 12 mesi fino a luglio 2020 sono 20 in 6 regioni diverse (Lombardia, Emilia Romagna, Trentino-Alto Adige, Basilicata, Sicilia e Campania) e l'importo totale finanziato ad oggi è di € 3.825.000. Quasi tutti i progetti (18) prevedono un ammortamento del prestito integralmente alla scadenza (*bullet*) e 3 sono già stati rimborsati per un importo complessivo di € 690.000. Rispetto agli altri prestiti, non si registrano al momento insolvenze o ritardi. La piattaforma suddivide i progetti in diverse categorie:

- RE-Urban Riconversioni urbane (2 progetti per una raccolta di € 750.000);
- RE-Green Riconversioni ecologiche (3 progetti, € 500.000);
- RE-Start Finanziamenti *corporate* a PMI (4 progetti, € 455.000);
- RE-Convert Riconversioni industriali (2 progetti, € 500.000);
- RE-Build Riconversioni immobiliari (9 progetti, € 1.620.000).

Alla data del 30/6/2020 i prestatori attivi erano 1.200.

Rendimento Etico

La piattaforma Rendimentoetico.it è gestita da Rendimento Etico Srl, società controllata al 100% da Case Italia Srl. Il progetto del portale di *lending crowdfunding* è stato ideato da Andrea Maurizio Gilardoni, con l'obiettivo di supportare finanziariamente la ristrutturazione di debiti ipotecari contratti da persone e imprese che hanno difficoltà a onorare gli impegni presi e quindi rischiano il pignoramento. La dimensione etica del progetto consiste proprio nel supporto verso chi sta vivendo una situazione di difficoltà. Con l'intervento di Case Italia, viene condotta una trattativa con i creditori prima che l'immobile venga messo all'asta, al termine della quale viene acquistato l'immobile e viene preso in carico anche l'eventuale debito residuo, senza però rivalsa né pignoramento su stipendi o pensioni.

L'obiettivo è quello di azzerare il debito attraverso la vendita della casa, consentendo così alle persone che hanno vissuto un periodo di difficoltà di ricominciare da capo.

In alcuni progetti Case Italia interviene nell'asta giudiziaria acquistando progetti immobiliari ancora non completati, per poi completare l'operazione riconoscendo un *bonus* per eventuali imprese edili danneggiate dal fallimento del costruttore.

Si capisce che il modello descritto è del tutto particolare, perché non si tratta dello sviluppo di una nuova operazione immobiliare, quanto piuttosto della ristrutturazione di situazioni *distressed*.

Al 30/6/2020 Rendimento Etico aveva raccolto € 11.384.850 da 42 progetti; il dato più aggiornato sulla raccolta a fine novembre è un cumulato di € 16 milioni.

Trusters

È la piattaforma gestita da Trusters Srl, operativa da dicembre 2018 (la prima a controllo italiano). Il *focus* consiste nel proporre finanziamenti di breve durata, dai 6 mesi all'an-

no; i primi progetti si sono focalizzati nell'area di Milano e *hinterland* per poi espandersi nel 2020 anche a province limitrofe e altre regioni.

Trusters prevede un investimento minimo di soli € 100. Il modello offre una trattativa personalizzata del prestito: gli utenti registrati trattano direttamente le condizioni, sia in termini di importo sia di interessi, con le società veicolo, che propongono le opportunità immobiliari in piattaforma.

Grazie alla *partnership* siglata con Swiss Crowd, Trusters dà la possibilità agli investitori di avere nel portafoglio i dati conservati e tracciati con la tecnologia *blockchain*.

Al 30 giugno 2020 la piattaforma aveva raccolto € 5,9 milioni da 57 progetti, di cui 49 chiusi negli ultimi 12 mesi per un importo di oltre € 5,4 milioni. Nei mesi successivi è stato raggiunto il traguardo di € 8,2 milioni raccolti cumulati su 75 progetti.



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.

La recessione causata dall'epidemia Covid-19 sta impattando fortemente sui pagamenti delle fatture commerciali. Secondo lo European Payment Report 2020 di Intrum¹ il 35% delle aziende europee sta accettando tempi più lunghi per il pagamento delle fatture pur di evitare il *default*; il numero delle fatture non pagate è aumentato del 23% nel Regno Unito, del 52% in Francia, del 56% in Spagna e addirittura dell'80% in Italia. In questo scenario, la possibilità per le PMI di ottenere anticipi sulle fatture riveste un'importanza del tutto centrale.

¹ www.intrum.com/publications/european-payment-report/european-payment-report-2020/

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.

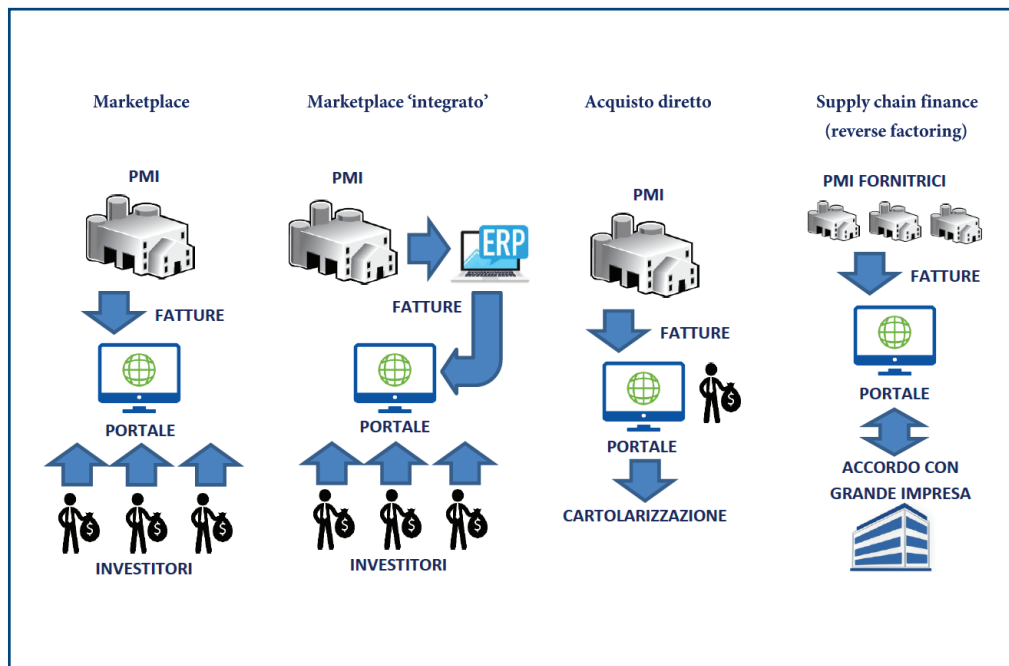
Si tratta di un'operazione comunemente offerta dalle società specializzate nel *factoring*, che offrono alle imprese l'opportunità di smobilizzare i propri crediti affidandoli a organizzazioni specializzate nella loro gestione.

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 3.2).

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

1) alcuni operatori agiscono come veri e propri *marketplace*, mettendo in contatto le imprese che vogliono essere finanziate con gli investitori; le fatture vengono proposte dalle imprese creditrici al portale e se passano la selezione iniziale dopo una prima valutazione del costo di cessione vengono proposte ai possibili acquirenti; essi vengono contattati a volte singolarmente, oppure viene organizzata un'asta competitiva;

Figura 3.2
I modelli delle
piattaforme di *invoice*
trading



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, perchè 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;

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.

Benchè da un punto di vista legale non sia obbligatorio, si cerca di ottenere sempre il parere favorevole del debitore. Del resto va segnalato che alcuni clienti richiedono esplicitamente clausole contrattuali volte a impedire la cessione della fattura. Non a caso da più parti è stato proposto di rendere nulle le clausole contrattuali che vietano la cessione del credito e proteggere gli intermediari finanziari dall'attivazione di procedure di revoca dei crediti ceduti. La proposta è stata avanzata formalmente dall'associazione ItaliaFintech.

I portali attivi

Alla data del 30 giugno 2020 risultavano attivi in Italia 11 operatori nell'*invoice trading*: Anticipay, Cashinvoice, CashMe, Cash Trading, Credimi, Crescitalia Lab, Crowdcity, Fifty, Incassa Subito (gruppo TeamSystem), MyCreditService, Workinvoice. Rispetto all'indagine effettuata un anno fa si aggiungono quindi 3 nuovi portali.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Due

piattaforme (Workinvoice e Cashme) prevedono un meccanismo di cessione tramite asta, mentre quasi tutti gli altri *marketplace* propongono un modello di offerta partendo da una quotazione 'suggerita'. Fifty si specializza nel credito di filiera e si propone come piattaforma per le operazioni di *supply chain finance*.

Credimi è l'unico portale ad essere autorizzato come società finanziaria dalla Banca d'Italia e quindi acquista direttamente le fatture, che vengono poi cartolarizzate attraverso la creazione di *asset backed securities* sottoscritte da fondi di investimento.

Il dato sicuramente più rilevante negli ultimi 12 mesi è l'arrivo sul mercato di importanti *player* 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 non sono però a disposizione informazioni rispetto all'operatività.

| Sito web | Società gestore | Qualifiche ulteriori | Meccanismo di cessione | Importo fatture accettate |
|----------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|
| Anticipay.it | Anticipay Srl | - | Marketplace | > € 5.000 |
| Cashinvoice.it | Cashinvoice Srl | Albo mediatori credito | Marketplace | € 5.000 - € 2 milioni |
| Cashme.it | CashMe SpA | - | Asta | > € 5.000 |
| Cash Trading | Cash Trading Srl | - | Marketplace | Nessun limite |
| Credimi.com | Credimi SpA | Finanziaria ex art. 106 | Acquisto diretto | > € 1.000 |
| Onboarding.crescitalia.com | Crescitalia Holding Srl | - | Marketplace | n.d. |
| Crowdcity.it | CrowdCity SpA | Albo mediatori credito | Marketplace | > € 1.000 |
| Fiftyfinance.com | Fifty Srl | Albo mediatori credito | Supply chain finance | Nessun limite |
| Incassasubito.com | Gruppo Teamsystem | - | Marketplace integrato | > € 2.500 |
| Mycreditservice.com | Credit Service Srl | - | Marketplace | Nessun limite |
| Workinvoice.it | Workinvoice Srl | - | Asta | > € 10.000 |

Tabella 3.1

I portali di *invoice trading* italiani, alla data del 30/6/2020

La Figura 3.3 sintetizza il volume di attività nel comparto alla data del 30 giugno 2020; è riportato il valore totale delle fatture cedute negli ultimi 12 mesi precedenti, pari a € 1.156,69 milioni (con una crescita del 23% rispetto all'anno precedente). Dal 1/7/2018 al 30/6/2019 il controvalore era stato infatti pari a € 939,3 milioni. Tenendo conto anche dell'attività negli anni precedenti il flusso complessivo supera ormai € 3 miliardi. Sono

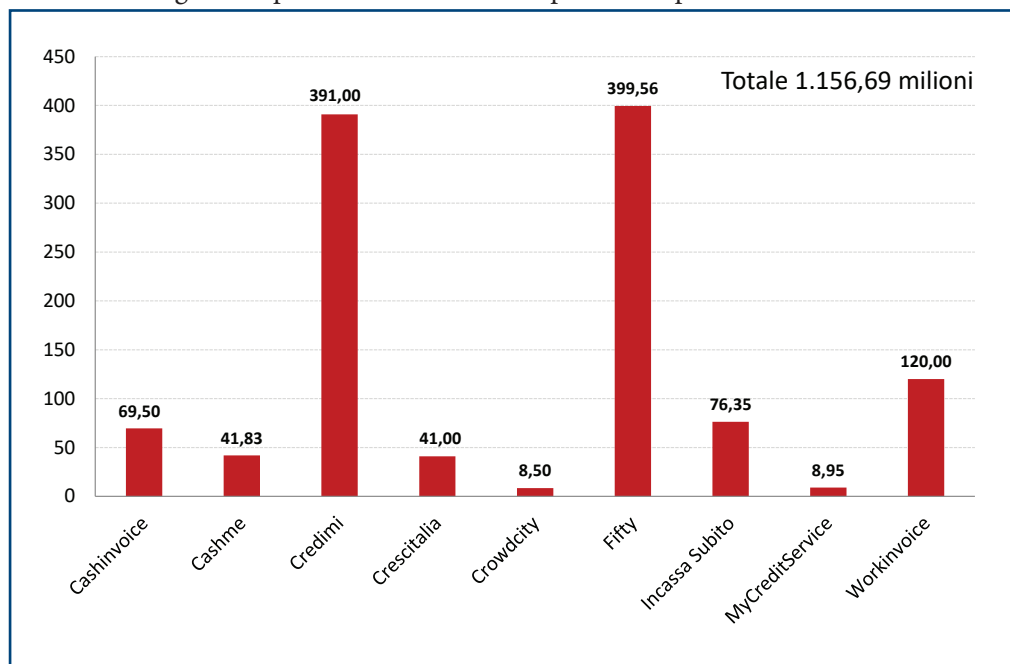


Figura 3.3

Ammontare delle fatture cedute dalle piattaforme di *invoice trading* italiane dal 1/7/2019 al 30/6/2020. Dati in € milioni. Fonte: informazioni fornite dalle piattaforme

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 reinvestito nel giro di pochi giorni, al contrario delle altre forme di finanza alternativa.

Anche quest'anno si contendono il podio Fifty (€ 399,56 milioni) e Credimi (€ 391,00 milioni). Workinvoice è terza con € 120,0 milioni. Altre piattaforme, arrivate più di recente sul mercato, stanno contribuendo alla crescita del mercato.

Passiamo ora a esaminare le caratteristiche dei diversi portali attivi.

Anticipay

Anticipay è un mercato digitale per le fatture dove è l'imprenditore stesso a selezionare il tasso di finanziamento e, a seconda della forchetta scelta, i fondi di investimento possono scegliere se acquistare immediatamente il credito oppure attendere sino alla scadenza dell'asta. 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.

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 fra quelle presentate, e competono fra loro in un'asta.

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.

Le fatture transate da luglio 2019 a giugno 2020 sono state 1.015.

CashMe

La piattaforma CashMe è gestita dall'omonima società e 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*. Gli investitori che operano sulla piattaforma sono 6 e includono soggetti italiani ed esteri.

Da poche settimane CashMe ha iniziato ad operare anche nel *reverse factoring*, servizio offerto alle medie/grandi imprese che vogliono supportare la filiera dei piccoli fornitori. Il Gruppo Finservice, forte anche dell'esperienza maturata con CashMe, ha lanciato una piattaforma di intermediazione dei crediti fiscali rinvenienti da *superbonus*, *ecobonus* e *sismabonus* (Bonus Chiaro SpA).

Le fatture cedute su CashMe da luglio 2019 a giugno 2020 sono state 993.

Cash Trading

La piattaforma si rivolge a investitori istituzionali (fondi e veicoli specializzati) ma anche a privati (*high net worth individuals* e *family office*) in cerca di impiego della liquidità per grandi importi e durate brevi. L'operazione di cessione viene organizzata in massimo 48 ore. Il meccanismo di funzionamento della nuova piattaforma è infatti quello di un mercato di scambio e non di asta, così da avere immediatamente la certezza del prezzo di ogni singola fattura. Cash Trading ha stipulato un accordo commerciale con Cribis

D&B per la verifica e la valutazione del rischio. Il costo di iscrizione alla piattaforma per il soggetto cedente è pari a € 450 nel primo anno, € 300 dal secondo in avanti; il costo di lavorazione di ogni fattura è pari a € 10.

Credimi

Credimi SpA è stata fondata nel 2015 e ha ottenuto l'autorizzazione da Banca d'Italia a operare come erogatore di finanziamenti secondo l'articolo 106 del Testo Unico Bancario. Possono accedere al portale tutte le imprese italiane che vendono ad imprese italiane od estere. La selezione viene fatta attraverso un sistema di *rating* sviluppato internamente, dal quale scaturisce la proposta del prezzo di acquisto della fattura presentata; come specificato in precedenza, è Credimi stessa ad anticipare il denaro in caso di accettazione. La cessione del credito avviene in modalità *pro solvendo*, conferendo ai clienti un mandato all'incasso, oppure *pro soluto*, normalmente attraverso la canalizzazione dei pagamenti del ceduto. I crediti originati dalle fatture vengono acquistati da investitori istituzionali, tipicamente fondi di investimento, gestiti da *partner* come Anima SGR, Anthilia Capital Partners SGR, BG Fund Management Luxembourg S.A. (Gruppo Generali) e Banca Sella.

Credimi ha sviluppato un prodotto di finanza digitale dedicato alle filiere industriali (*supply chain finance*) che è già utilizzato da clienti come Ariston, Lottomatica e Yachtline per gestire al meglio il proprio circolante e quello dei loro fornitori, i quali visualizzano le fatture verso il *partner* e le relative condizioni di anticipo sul portale e selezionano senza alcun vincolo quelle che vogliono anticipare, ricevendo il pagamento in 48 ore.

Credimi ha introdotto nuove soluzioni di *factoring* disponibili in piattaforma (in modalità sia *pro solvendo* sia *pro soluto*, attivabili *online* senza notifica al ceduto) e nuove soluzioni di *reverse factoring* come *maturity* e *confirming*. Dal 2019 Credimi ha lanciato anche 'Credimi Futuro', una soluzione di prestito diretto alle imprese senza vincoli di utilizzo e garanzie (si veda il Capitolo 2).

Le fatture acquistate da Credimi da luglio 2019 a giugno 2020 sono state ben 38.617.

Crescitalia

La piattaforma di Crescitalia Holding è diventata operativa nell'ultimo anno. Ha erogato anticipi per circa € 41 milioni su 2.500 fatture, che sono state cartolarizzate.

Crescitalia ha fatto un accordo con Sagitta SGR per attivare un fondo chiuso di credito (SGT Crescitalia Invoice Fund) che investirà nelle fatture selezionate dal portale.

CrowdCity

CrowdCity è attiva da novembre 2016. Nella piattaforma le imprese possono proporre cessioni *pro soluto* ad investitori istituzionali di crediti derivanti da fatture. Tramite *partner* iscritti all'albo dei mediatori creditizi, CrowdCity propone una valutazione 'consigliata' della fattura, ma i prezzi di cessione potranno essere negoziati direttamente tra imprese ed investitori. La piattaforma addebita una commissione *una tantum* alla sottoscrizione dell'accordo quadro tra impresa e piattaforma.

CrowdCity è iscritta nell'elenco dei Mediatori Creditizi tenuto dall'OAM, ai sensi del Testo Unico Bancario. Sulla piattaforma sono accreditati esclusivamente investitori istituzionali autorizzati. Gli algoritmi della piattaforma adattano automaticamente la forma tecnica delle operazioni (*pro soluto/pro solvendo*, *retention rule* ecc.) alla natura del soggetto cessionario, così da assicurare sempre il rispetto della normativa vigente; è possibile l'integrazione dei dati con un Istituto di Pagamento direttamente via API, il che consente agli utenti (investitori e imprese) di eseguire le proprie transazioni finanziarie direttamente sulla piattaforma.

Le fatture cedute sulla piattaforma da luglio 2019 a giugno 2020 sono state 175. Dal secondo semestre 2020 CrowdCity può fare leva anche su una nuova società di cartolarizzazione (Cash Enhancement II Srl) che contribuirà a incrementare il volume delle transazioni grazie ad un capitale disponibile iniziale di € 20 milioni rotativi e ad un'ulteriore raccolta tramite titoli cartolarizzati che potrà arrivare fino a € 200 milioni.

Box 3.1

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*

M.E.M. Srl

La PMI bresciana opera nel campo dei montaggi industriali elettrici e meccanici dal 2007. La società attualmente conta un organico di 80 dipendenti e fornisce manodopera specializzata ai propri committenti, tra cui figurano anche multinazionali. I tecnici sono altamente specializzati e l'impresa crede nell'importanza della formazione professionale dedicando risorse economiche importanti. Per ovviare alle criticità venutesi a creare nei rapporti con il sistema bancario per lo smobilizzo dei crediti a breve termine M.E.M. ha scelto di fare ricorso all'*invoice trading* sul portale Cashme. Attualmente il volume complessivo di fatture cedute, con modalità pro-soluto, ammonta a oltre € 3 milioni. La scelta ha consentito di garantirsi una maggior indipendenza dal sistema bancario, nei confronti del quale è migliorata anche la capacità negoziale, a fronte di un costo complessivo dell'operazione sostanzialmente allineato a quello richiesto dagli istituti di credito.

Pfactor Srl

Pfactor Srl è una PMI trevigiana attiva da quasi 30 anni nel campo dell'*industrial design* che, coniugando la formazione artigianale del proprio personale alla vocazione all'imprenditoria 4.0, offre ad una clientela diversificata e multisettoriale servizi nel campo del *concept design*, dell'*engineering*, dei prototipi fino ad arrivare al prodotto finito. La PMI fattura circa € 3 milioni e ha deciso di ricorrere all'*invoice trading* sul portale MyCreditService per la cessione, in modalità pro-soluto, di un volume medio di circa 100-150.00 fatture al mese, incassando l'80/90% dell'importo della fattura. Tale modalità permette di avere la certezza di incasso dell'importo ceduto con immediata liquidità sul conto corrente, senza assorbimento di linee di credito in centrale rischi e con una ottimizzazione delle voci di bilancio. La scelta di fare ricorso ad uno strumento *fintech* è dettata dalla minore macchinosità del processo rispetto al sistema bancario con un iter che si completa in 3-4 giorni, con assistenza personalizzata in grado di fornire tempestivamente anche analisi della rischiosità dei clienti.

Somi Impianti Demolizioni Srl

Somi Impianti Demolizioni Srl è una PMI abruzzese con 118 dipendenti e un fatturato di circa € 9 milioni che opera nel settore metalmeccanico, specificatamente nel *decommissioning*, montaggio e demolizione di centrali elettriche. La società opera in Italia, in diversi Paesi esteri e ha una *branch* consolidata in Qatar. La tipologia di attività svolta dalla società presuppone il sostenimento di costi importanti nella fase di avviamento delle commesse. La cessione delle fatture rappresenta quindi uno strumento fondamentale per poter disporre della liquidità necessaria. Somi ha deciso di affiancare alla cessione delle fatture tramite canale bancario anche altri strumenti tra i quali un servizio di *factoring* offerto da Sace e l'*invoice trading* da parte della piattaforma Fifty. Il fondo *supply chain* di Groupama, con cui la società dispone di un castelletto di € 2 milioni di affidamento annuale attraverso il quale vengono cedute le fatture in regime pro-solvendo, offre una serie di vantaggi: il servizio risulta snello e ottimale sia per la velocità che per la digitalizzazione del processo oltre che per la possibilità di cedere il 100% delle fatture presentate.

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. Le fatture gestite dalla piattaforma da luglio 2019 a giugno 2020 sono state 15.671.

Incassa Subito

La piattaforma Incassa Subito è la soluzione di *invoice trading* del Gruppo TeamSystem, aperta agli utenti dei sistemi ERP proprietari operativi da almeno 3 anni, che fatturano

Box 3.2

L'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano

L'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano, giunto alla sua ottava edizione, si occupa di approfondire le soluzioni che consentono a un'impresa di finanziare il proprio capitale circolante (crediti, debiti, scorte), facendo leva sul ruolo che essa ricopre nella *supply chain* in cui opera e sulle relazioni con gli altri attori della filiera.

In questo ultimo anno, gli operatori italiani di Supply Chain Finance si sono mossi su più fronti per supportare le imprese colpite dalla crisi del Covid, sviluppando soluzioni *ad hoc* per venire incontro alle esigenze delle filiere. Sorvegliate speciali le PMI, che più di tutte hanno subito lo *shock* economico: gli interventi governativi a supporto hanno tamponato la situazione, ma cosa ci si aspetta per il 2021? Tutti i dettagli della ricerca saranno presentati il prossimo 17 marzo 2021 al convegno finale dell'Osservatorio.

Info: www.osservatori.net/it_it/osservatori/supply-chain-finance

almeno € 500.000 all'anno emesse verso debitori con fatturato almeno pari a € 2,5 milioni. L'importo minimo della fattura è di € 2.500 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. Le fatture vengono cartolarizzate e sottoscritte da investitori istituzionali. Nel primo anno di attività, sono state lavorate 1.368 fatture; le PMI cedenti sono 96 e le debentrici sono 192.

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.

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 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.

L'operatività è partita da pochi mesi e fino a giugno 2020 erano state cedute 119 fatture.

Workinvoice

Il portale Workinvoice.it è gestito dalla società Workinvoice Srl, nata nel 2013 come *startup* innovativa con il supporto finanziario di un gruppo di *business angel*. Nel 2018 è entrato nel capitale dell'impresa il gruppo CRIF; la collaborazione ha portato alla nascita di Cribis Cash, un servizio che integra i tradizionali servizi di *business information* sulla solvibilità dei clienti con l'opportunità dell'anticipo delle fatture attraverso la piattaforma *web*.

Workinvoice ha avviato una collaborazione con Willis Towers Watson, multinazionale del brokeraggio assicurativo e della consulenza sui rischi (anche di credito), operativo sia sul lato *origination* sia sulla strutturazione di soluzioni integrate di finanza/assicurazione per gli investitori globali che operano su Workinvoice.

Il meccanismo di cessione è l'asta competitiva. Il portale Workinvoice.it addebita una commissione variabile in funzione della scadenza del pagamento compresa fra 0,25% (per le fatture fino a 30 giorni) e 1,2% (per le fatture oltre 120 giorni) e una *fee* di adesione mensile pari a € 30.

Workinvoice opera esclusivamente con investitori istituzionali italiani ed esteri. Versamenti e operazioni di investimento sono regolate su conti gestiti in via indipendente da un istituto di pagamento europeo autorizzato.

Al momento la piattaforma non prevede un fondo di garanzia per eventuali *default* e le perdite al momento sono state inferiori all'1%, ma ha attivato un accordo con una società specializzata nella gestione e *collection* di crediti per offrire a investitori e alle PMI un servizio teso a migliorare la puntualità degli incassi, che risultano effettivamente miglio-

ri rispetto alle statistiche sui ritardi di pagamento pubblicate da CRIBIS.

Se per caso la fattura non venisse incassata, l'impresa che ha ceduto il credito non riceverà il saldo e concorrerà alla perdita in misura ridotta tipicamente compresa tra 7% e 8%; avrà diritto a ricevere ulteriori pagamenti in proporzione di quanto recuperato dal debitore oltre il 90% di acconto. Questa è una differenza importante rispetto all'anticipo fatture praticato tipicamente da una banca, la quale non si accolla il rischio di insolvenza ma andrà a rivalersi sull'impresa.

Nel 2020 Workinvoice, insieme a Crif e PWC, ha creato un mercato digitale per lo scambio dei crediti fiscali legati all'Ecobonus 110%; è inoltre entrata a far parte dell'Ecosistema Impresa di Enel X per dare ai clienti Enel X un accesso veloce alla liquidità tramite un servizio di anticipo fatture digitale; ha stretto accordi con diverse società di fatturazione digitale. Ad oggi sono 6 le linee di servizio della società, grazie anche alle partnership con BluChip Corporate, DocuMi (che eroga i servizi della piattaforma AnticipaMI integrata col il *software* di fatturazione YouDOX), Passepartout, e altre: *marketplace* per i crediti commerciali, *marketplace* per i crediti commerciali di singole PMI, *marketplace* per crediti fiscali, integrazione con *e-invoicing*, soluzioni *cross-border* in Europa per la gestione del rischio di cambio, *reverse factoring*.

Da luglio 2019 a giugno 2020 le fatture cedute tramite Workinvoice sono state 2.900.

Le imprese finanziate e gli investitori

Il profilo tipico delle imprese finanziate (si veda il Box 3.1) è quello di PMI che trovano difficoltà ad essere affidate da una banca, vuoi perchè escono da procedure come concordati, vuoi perchè ottengono commesse di rilevante dimensione, difficilmente finanziabili attraverso i fidi esistenti, o semplicemente perchè 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 sè 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.

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

Per quanto riguarda gli investitori, si tratta di soggetti con un grado di conoscenza finanziaria elevata, come fondi di credito e fondi chiusi. Molto spesso si tratta di investitori esteri, perchè - 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 piattaforme per fare leva sui volumi delle cessioni) consente però di allargare notevolmente la platea degli investitori in questa nuova *asset class*.

4. *Direct lending*



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

Il contesto del mercato

L'ultima versione del *report* di Deloitte "Alternative Lender Deal Tracker" ha censito in Europa 140 operazioni di *direct lending* nei primi 6 mesi del 2020, con un calo del 29% rispetto allo stesso periodo del 2019. Il Regno Unito continua a guidare il mercato con 49 *deal*, seguito da Francia (29) e Germania (23). È ovvio pensare che la pausa di riflessione del mercato sia stata determinata dagli effetti del Covid-19; infatti nella seconda metà del 2019 si era registrato un volume *record* di 307 investimenti.

Negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca, il 67% dei prestiti è servito per finanziare delle acquisizioni e l'88% di essi è di tipo *senior* (o *unitranche*). I debiti postergati o mezzanini sono dunque una piccola minoranza. Altri contesti in cui il *direct lending* interviene con la leva del debito sono: investimenti per la crescita interna o esterna, consolidamento della base degli azionisti, dividendi straordinari da pagare ai soci, rifinanziamento e ristrutturazione del debito.

Il *report* di Deloitte prende in considerazione i 60 maggiori operatori presenti in Europa, quindi non riesce a catturare l'intero mercato, soprattutto per le PMI. Infatti, le operazioni censite in Italia da luglio 2019 a giugno 2020 sono solamente 8.

Secondo Preqin gli investimenti del *private debt* sul mercato europeo sono stati pari a € 7 miliardi nel 2019 e € 3,2 miliardi nella prima metà del 2020.

AIFI, l'associazione nazionale che raggruppa anche i fondi di *private debt*, stima in € 1,3 miliardi l'importo investito nel debito delle aziende italiane, di grande e piccola dimensione nel 2019. Nel primo semestre invece il flusso è di € 423 milioni; il 60% delle operazioni riguarda il *direct lending*. Il 54% di tutte le 138 operazioni individuate nei primi 6 mesi dell'anno riguarda le PMI; 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 riser-

va in favore delle banche e degli intermediari finanziari come stabilito dall'art. 106 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB). Il 'Decreto Competitività' 91/2014 (convertito dalla Legge 116/2014) aveva esteso la possibilità di erogare direttamente prestiti ad assicurazioni e veicoli di cartolarizzazione, e mostrato una prima apertura nei confronti dei fondi comuni di investimento modificando la definizione di organismi di investimento collettivo (OICR) contenuta nell'art. 1 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), includendo tra gli investimenti in crediti "quelli a valere sul patrimonio". La mancanza di disposizioni che definissero i contorni operativi dell'attività degli OICR aveva tuttavia portato a dubbi sull'effettiva possibilità di concessione diretta di finanziamenti (ferma restando la possibilità di svolgere attività di acquisto crediti), dubbi su cui ha fatto chiarezza il decreto 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 le operazioni censite nelle PMI italiane

Sebbene in Italia il fenomeno del *direct lending* sia ancora marginale, il numero di operatori che annunciano operazioni sul mercato continua a crescere. Come si vedrà nelle prossime righe, molte di queste operazioni riguardano grandi imprese o vanno a finanziare acquisizioni, quindi esulano dal nostro perimetro di ricerca.

I *player* specializzati presenti sul mercato nazionale risultano essere:

- Anima Alternative SGR che sta lanciando il fondo di *direct lending* Anima Alternative 1, prevedendo un primo *closing* entro fine anno con un obiettivo minimo di raccolta di € 150 milioni; il fondo investirà prevalentemente in strumenti di debito di PMI e *mid-cap* italiane;
- Anthilia Capital Partners SGR, uno dei 'pionieri' nel *private debt* italiano; ha all'attivo quattro fondi di debito: la gran parte degli investimenti sono in *minibond* ma proprio nelle scorse settimane è stato erogato un finanziamento diretto di € 3 milioni a favore di Augeo 3 SpA, un veicolo di investimento nel *private equity*;
- Azimut Libera Impresa SGR, la quale si propone con un portafoglio di numerosi prodotti di *private capital*, fra cui 4 dedicati al *private debt* (Corporate Cash specializzato in crediti garantiti al 100% dai Confidi, Antares AZ I, un fondo di fondi e l'ultimo arrivato

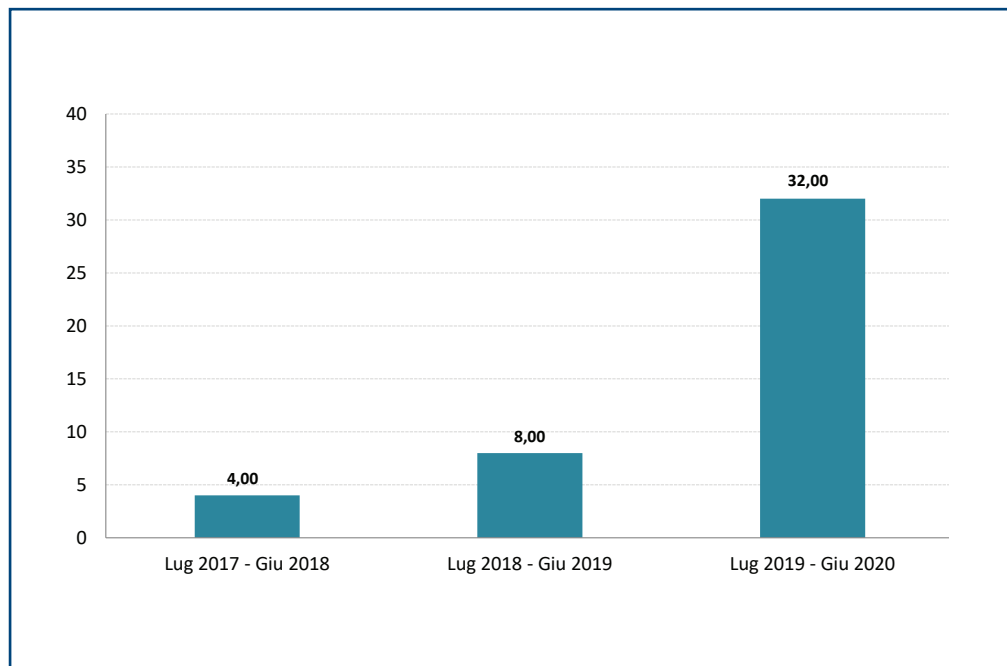


Figura 4.1

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

in ordine di tempo Capital Solutions Eltif specializzato proprio nel *direct lending* su operazioni di *rescue finance*);

- Equita Capital SGR la quale dopo avere completato con il suo primo fondo 10 investimenti al servizio di altrettanti *buyout* condotti da fondi di *private equity* ha raggiunto il primo *closing* per un secondo fondo (Equita Private Debt Fund II) che seguirà le stesse strategie di investimento;
- Finint Investments SGR che gestisce il “Fondo Strategico Trentino - Alto Adige”; il suo primo investimento è stato un finanziamento diretto da € 700.000 in Biotech Trentino SpA nel 2019 cui sono seguiti altri prestiti a Ille Prefabbricati Srl (€ 600.000), Arcese Trasporti SpA (€ 1,5 milioni), Segata SpA (€ 1,25 milioni), La Sportiva SpA (€ 1,25 milioni), De Manicor SpA (€ 600.000), Starpool Srl (€ 1,5 milioni), Punto Grill Srl (€ 650.000), OMP Piccinelli Srl (€ 800.000), Meccanica Cainelli Srl (€1,25 milioni) e alla PMI innovativa Vertical Life Srl (€ 1,7 milioni);
- Green Arrow Capital SGR SpA con il fondo dedicato “Green Arrow Private Debt”; fino ad oggi ha effettuato 17 investimenti ed è in agenda il lancio del secondo fondo che avrà un *target* di raccolta pari a € 250 milioni, con un primo *closing* previsto entro il primo semestre 2021;
- Hedge Invest SGR con il fondo dedicato “HI Crescitalia PMI Fund”; negli ultimi mesi ha concluso gli investimenti in Igeam Srl (€ 2 milioni) e in Ecubit Srl (€ 2 milioni);
- Main Capital SGR (autorizzata al servizio di gestione collettiva del risparmio il 6 giugno 2019 da Banca d’Italia) con il nuovo fondo Main Capital Fund I che ha un *target* di raccolta di € 250 milioni;
- Springrowth SGR (recentemente 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 chiuso la raccolta nel 2020 arrivando al traguardo di € 417 milioni e ha già investito in una trentina 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; fino ad oggi il fondo ha fatto 11 operazioni nei settori dell’IT, cosmetica, servizi, *automotive*, costruzioni e fra luglio 2019 e giugno 2020 le operazioni di *direct lending* sono state 2 per un importo di € 13,5 milioni;
- 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

Box 4.1

Caso di PMI finanziata attraverso il *direct lending*

Vertical Life Srl

Vertical Life è una PMI innovativa di Bressanone (BZ) fondata nel 2012 da Matthias Polig, Maria Hilber e Arno Dejaco, rivolta al mondo dell'arrampicata e degli appassionati di arrampicata sportiva, sia *indoor* che *outdoor*. La società produce e commercializza guide, cartacee o multimediali tramite una *app*, con un'interfaccia innovativa e funzionale per tutti gli appassionati di arrampicata. Realizza, inoltre, attrezzature e software per il settore delle palestre *indoor*. Il fatturato del 2019 è stato pari a € 2 milioni.

Lo scorso dicembre la società ha beneficiato di un finanziamento diretto da € 1,7 milioni erogato dal Fondo Strategico del Trentino-Alto Adige gestito da Finint Investments SGR. Il prestito, che ha una durata poco superiore a 5 anni con un anno di preammortamento, servirà per supportare un importante piano di crescita.

Secondo i fondatori, la possibilità di avere un *partner* finanziario in grado di supportare lo sviluppo futuro è motivo di grande orgoglio e rappresenta un fattore positivo che permette di guardare con ottimismo alle sfide future dell'azienda. La presenza del fondo, inoltre, consente di diversificare le fonti di finanziamento.

investimenti in PMI e *small-mid cap*.

Non va dimenticato che ci sono anche altre società di gestione europee con fondi di *private debt* che investono anche in Italia, ma quasi mai nelle PMI.

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.

Sulla base delle informazioni raccolte pubblicamente e di colloqui con gli operatori, l'anno scorso abbiamo stimato finanziamenti erogati direttamente alle PMI per € 8 milioni, il doppio rispetto al periodo precedente. La nostra stima per il periodo da luglio 2019 a giugno 2020 è pari a € 32 milioni, destinato a crescere nei prossimi mesi.

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 ad un grande pubblico ed effettuata sfruttando la tecnologia della *blockchain*.

Blockchain e ICOs

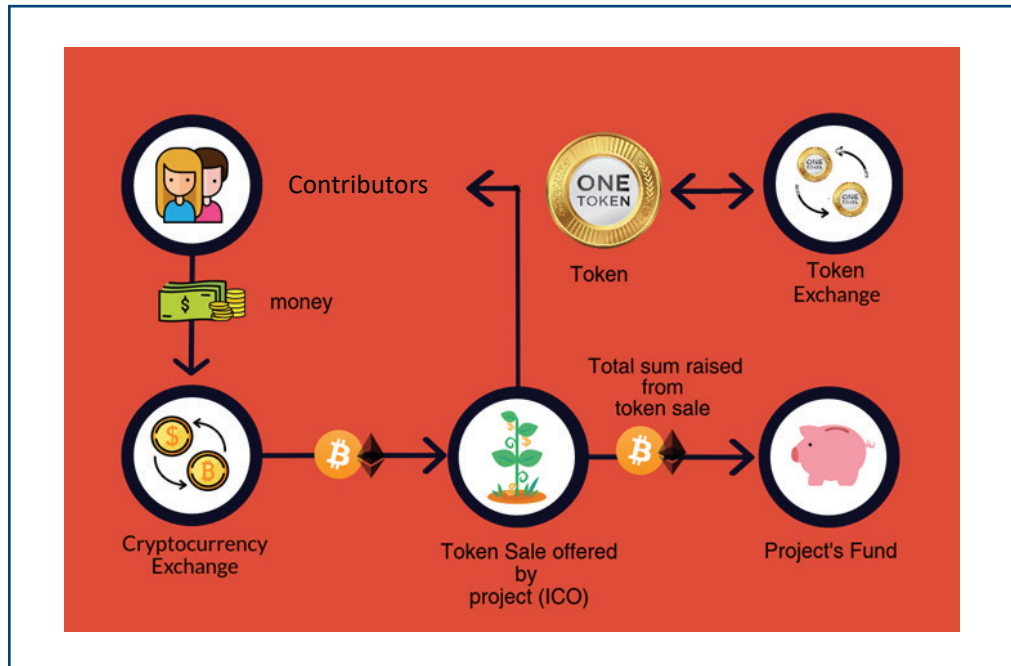
Una *blockchain* è fondamentalmente un registro distribuito in una rete che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente aggiungendo ogni volta un ‘blocco’ ad una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti, i dati in un ‘blocco’ non possono 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%, perchè 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, nè 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 alcuni 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 perchè 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 settembre scorso 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). Ad oggi le offerte con il 'bollino' ufficiale dell'AMF sono state 3 (French-ICO, WPO e iExec Blockchain Tech). Prima ancora, nel 2018, la Lituania e Malta avevano emanato un framework di riferimento per le ICOs. Proprio qualche giorno fa la Spagna ha approvato una legge per una 'sandbox' regolamentare che consenta alle *startup fintech* di sperimentare innovazioni in un ambiente regolamentare controllato.

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. In alcuni casi la Consob è intervenuta per 'stoppare' alcune offerte considerate vere e proprie offerte di investimento destinate nei fatti a risparmiatori italiani.

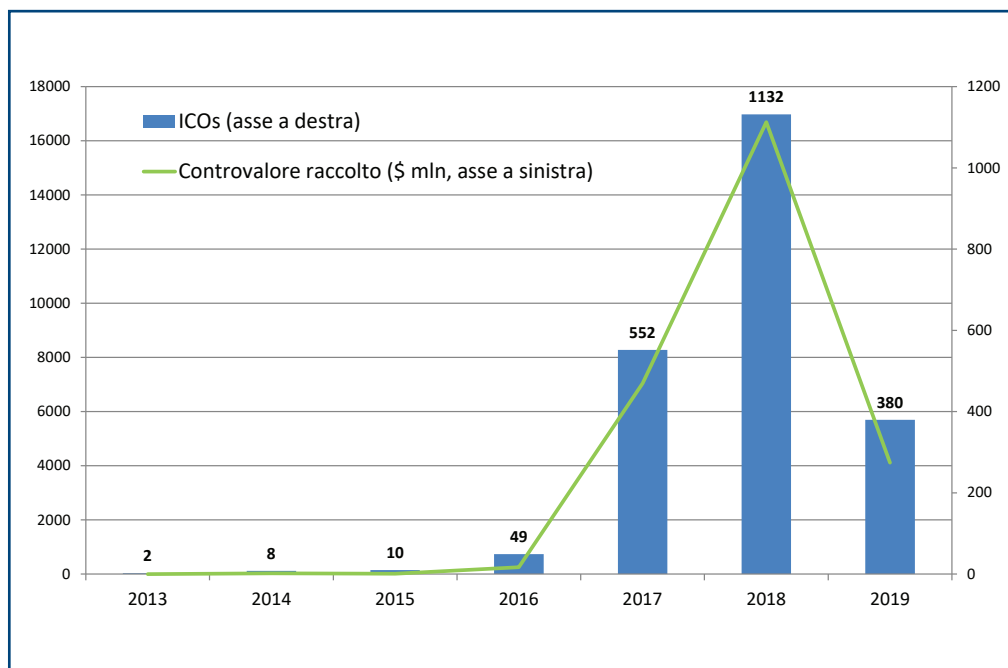
Riconoscendo la validità della tecnologia e le sue potenzialità, nel marzo 2019 la Consob ha avviato una consultazione che mirava a raccogliere pareri su una possibile regolamentazione del fenomeno in Italia. L'esito è stato pubblicato il 2 gennaio 2020, in un rapporto che propone una definizione delle '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.

Peraltro, il D.L. 58/2019 ('Decreto Crescita') prevede in Italia l'emanazione di appositi regolamenti per definire le condizioni e le modalità di svolgimento di 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.

Figura 5.2

Le Initial Coin Offerings su Internet: flusso del numero di operazioni e della raccolta a livello mondiale.

Fonte: Strategy&Pwc Network, 6th ICO / STO Report



La situazione del mercato

Il 2017 ha visto una 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.

Come evidenzia la Figura 5.2 che riporta i dati raccolti da Pwc e Crypto Valley, il mercato è stato praticamente inesistente fino al 2016. Nel 2017 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. Nel 2019 i valori si sono molto ridimensionati, con 380 offerte e \$ 4,1 miliardi raccolti.

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).

Le ICOs promosse da imprenditori italiani

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 quasi mai è quella italiana). Abbiamo quindi adottato la

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 2020 gli studi possono essere riassunti secondo tre importanti filoni di ricerca: l'impatto del Covid sul sistema Fintech & Insurtech, sia *incumbent* che *startup*, e sull'adozione dell'innovazione digitale in questo ambito; il rafforzamento dell'ecosistema, con la nascita di importanti *partnership* nel nostro Paese, la crescita delle *startup* in Italia e nel mondo e gli importanti lanci e annunci di attori non finanziari in ottica *open finance*; la rinnovata centralità della *user experience* e l'attenzione a temi di sostenibilità nel Fintech. Il Convegno di Presentazione dei risultati della ricerca sarà il 2 dicembre 2020, anche questo con una nuova modalità digitale, per fare il punto prima di un 2021 dove la centralità di questi temi sarà spinta dalla stessa Commissione Europea.

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 22 gennaio 2021.

Info: www.osservatori.net

Box 5.1

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

metodologia di selezionare le ICOs concluse con successo in cui almeno il 50% del *team* proponente è composto da italiani, o dove il beneficiario è una società che fa parte di un gruppo con sede principale in Italia. Poiché molte campagne sono state realizzate negli ultimi 20 mesi, può essere che nella fase del ciclo di vita del progetto non si sia ancora arrivati alla costituzione di una società (e magari ciò non è affatto previsto). Siamo però convinti che questa metodologia possa dare un'idea del potenziale del mercato, in questa fase. Un anno fa avevamo evidenziato i progetti più rilevanti promossi da *team* italiani: Eido (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 12 mesi, coerentemente con il *trend* internazionale, non abbiamo trovato operazioni paragonabili.

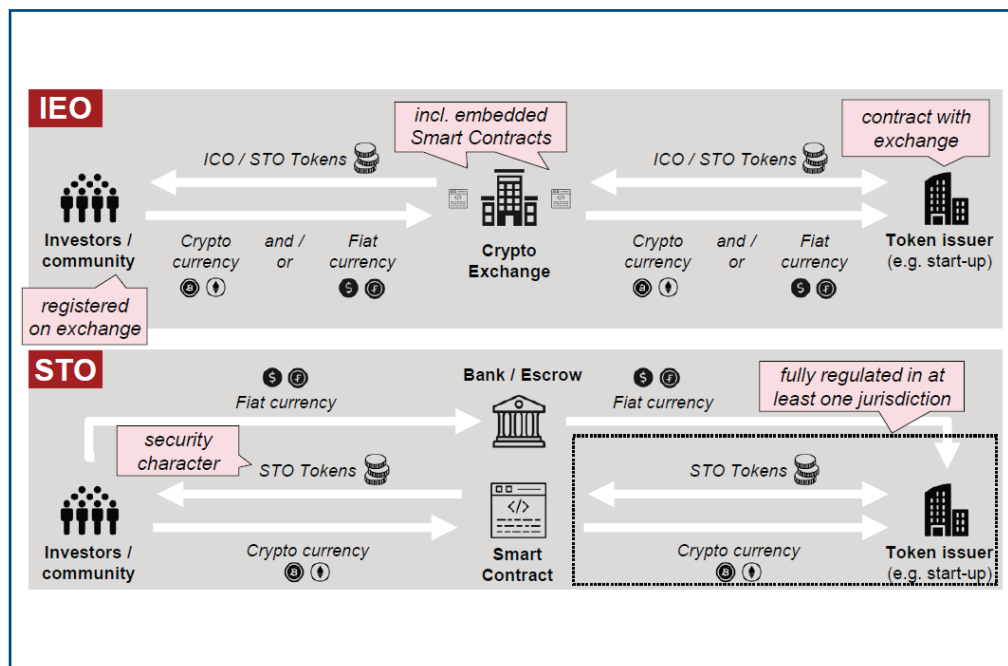


Figura 5.3

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

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 paralizzato dalle incertezze regolamentari.

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 5.3). Secondo il “6th ICO / STO Report - A Strategic Perspective” di PwC e Crypto Valley nel 2019 nel mondo si sono registrate un centinaio di Initial Exchange Offerings (quella di Bitfinex ha raccolto \$ 1 miliardo) e una cinquantina di Security Token Offerings, fra cui alcune interessanti sperimentazioni di ‘tokenizzazione’ di titoli obbligazionari condotte dall’Austria, dall’emiratina EMAAR, da Bank of China e altre importanti banche europee.

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*). Quale importante opportunità di *exit* per un investimento nel *private equity*, dedichiamo anche spazio al tema della quotazione in Borsa, focalizzando l'attenzione soprattutto sui listini pensati per le piccole e medie aziende.

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) investo-

no 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 dal 2009 al primo semestre del 2020.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte e di società investite. Negli ultimi cinque anni fino al 2019 la media annuale delle operazioni registrate è pari a 340 (in aumento rispetto alla rilevazione dell'anno scorso) mentre il numero medio delle imprese interessate ogni anno è pari a 262 (stabile). I dati parziali del primo semestre del 2020 non sono invece molto incoraggianti. Per quanto riguarda il controvalore annuale degli investimenti, si nota un valore anomalo nel 2016 e nel 2018, legato ad alcune particolari operazioni di grande dimensione fatte da soggetti esteri. I comparti che hanno attratto più risorse nell'ultimo triennio continuano ad essere 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.

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *early stage*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese, si conferma una buona crescita a partire dal 2015, sia nel numero di operazioni (168 nel 2019) sia nel flusso di investimento (€ 270 milioni nello stesso anno, valore di poco inferiore al record del 2018). Anche il 2020 non è partito malissimo, con 80 operazioni per € 71 milioni. Riteniamo che il risultato sia legato alla maggiore attenzione che i *policymaker* e gli operatori hanno riservato per questa fascia del mercato negli ultimi anni, in particolare con l'istituzione delle 'startup innovative' e dell' 'PMI innovative'.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI) il *trend* appare decisamente meno favorevole, soprattutto per il numero di operazioni. Nel 2019 AIFI ha registrato 48 *deal* con € 896 milioni investiti mentre nel 2020 i casi sono solo 14 con € 31 milioni.

Per curiosità è interessante osservare in Figura 6.2 il flusso delle operazioni di *turnaround*, dove il *target* è rappresentato da società *distressed* che necessitano di importanti ristrutturazioni manageriali, a causa di tensioni finanziarie o di difficoltà nel trovare

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

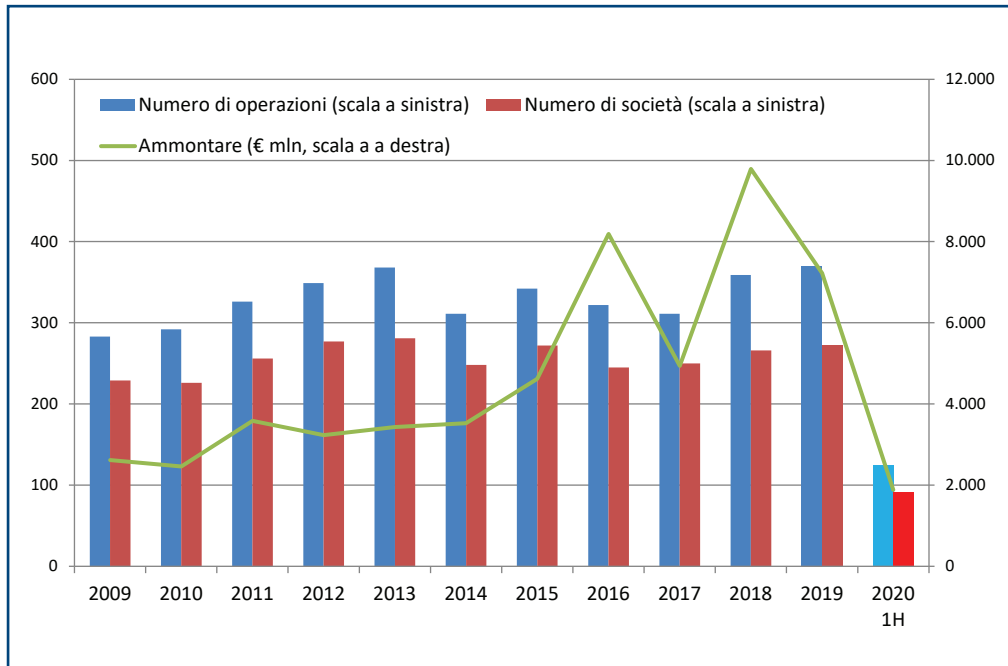


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio dei fondi di *private equity* e *venture capital*: i dati italiani.

Fonte: AIFI

clienti. Pure questo è un comparto di interesse per le PMI, perchè è importante accompagnare le aziende in difficoltà, cercando di salvare posti di lavoro e di rilanciare l'attività futura. I dati mostrano poche operazioni all'anno (7 nel 2019, 1 sola nel primo semestre 2020) con volumi di investimento contenuti, che ovviamente scontano un *badwill* rispetto alla criticità in cui versano le imprese interessate.

Rispetto alle modalità di *exit*, i dati di AIFI mostrano che nel 2019 la più frequente si conferma essere la cessione ad un altro investitore (*trade sale*) o ad un altro fondo. 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 5% del totale (il 2% rapportato al valore disinvestito).

Una novità negli ultimi tempi è l'istituzione in Italia dei primi ELTIF (European Long Term Investment Funds), ovvero fondi chiusi a medio-lungo termine destinati a finan-

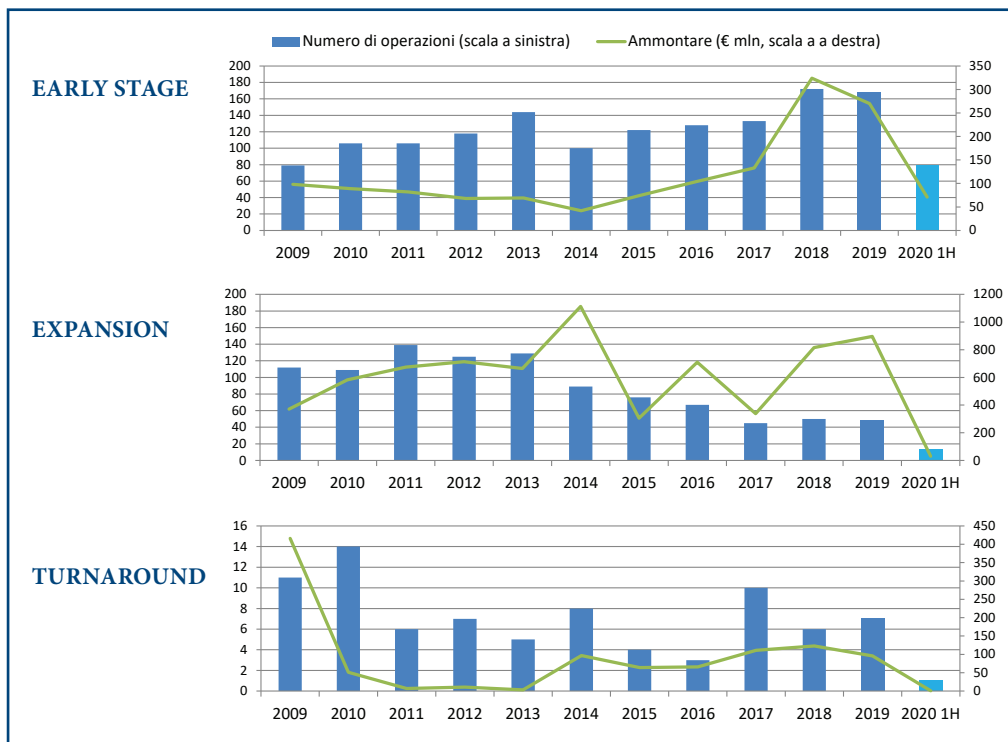


Figura 6.2

Focus sugli investimenti in *early stage*, *expansion* e *turnaround*.

Fonte: AIFI

ziare le PMI non quotate, o quotate ma con capitalizzazione sotto € 500 milioni. Un nuovo impulso è stato dato dalle modifiche alla normativa sui PIR (Piani Individuali di Risparmio) attuata dal D.L. 34/2020 ('Decreto Rilancio') con l'introduzione dei 'PIR alternativi' che ben si adattano al contesto delle PMI non quotate (si veda l'approfondimento nel Box 6.1).

Anche quest'anno occorre evidenziare (si veda la Figura 6.3) il *gap* che caratterizza l'Italia rispetto agli altri *partner* europei, sulla base degli ultimi dati forniti da Invest Europe³, la federazione europea delle associazioni nazionali equivalenti ad AIFI. Purtroppo nel 2019 il divario è aumentato. Siamo in ritardo sia rispetto al rapporto fra investimenti totali rispetto al PIL sia soprattutto considerando solo gli investimenti nel *venture capital*. L'unico contesto dove non sfiguriamo (rispetto a Germania e Spagna, non certo rispetto a UK e Francia) è il comparto *growth*.

Qualcosa potrebbe muoversi nel 2020 e soprattutto nel 2021, grazie alle risorse messe a disposizione dal Fondo Innovazione gestite da CDP Venture Capital SGR e con le risorse addizionali (€ 200 milioni) assegnate al fondo di sostegno al *venture capital* dal già citato Decreto Rilancio.

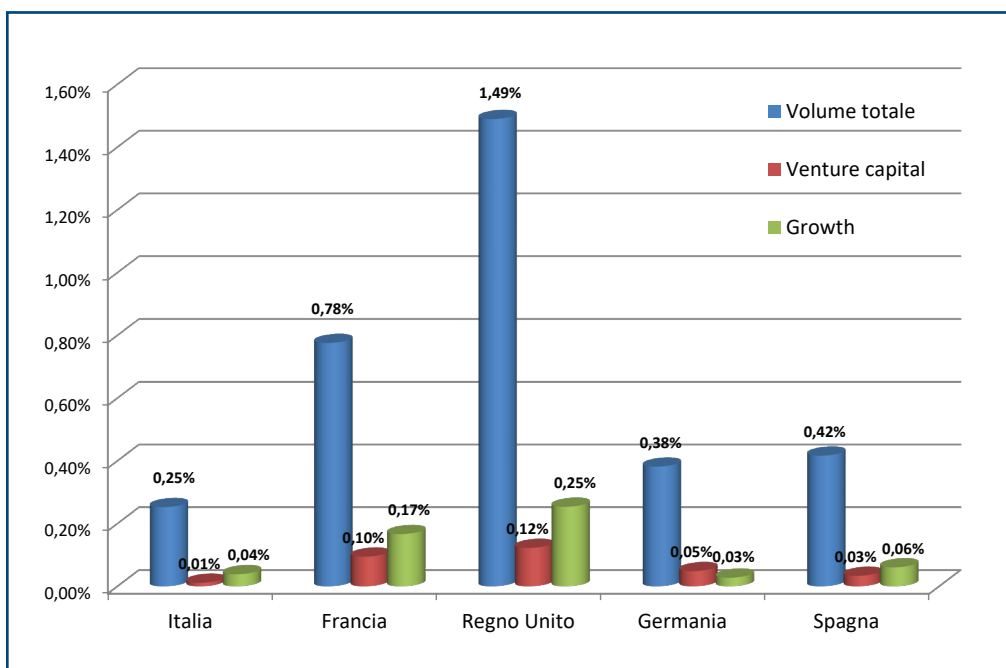
Siamo sempre convinti che, oltre all'intervento pubblico, occorre anche stimolare l'investimento dei privati, soprattutto stranieri, incrementando l'attrattiva del 'fare impresa' in Italia. Nel 2019 il Global Competitiveness Index 4.0 elaborato dal World Economic Forum vede l'Italia al 30° posto su 141 nazioni analizzate, con valutazioni negative sulle inefficienze burocratiche, sull'adozione di tecnologie ICT e sulla regolamentazione del mercato del lavoro.

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

Figura 6.3

Gli investimenti annuali nel *private equity* e *venture capital* in rapporto al PIL nel 2019: confronto fra Italia e altri Paesi UE.
Fonte: Invest Europe



Box 6.1

PIR alternativi ed ELTIF

La Legge 232/2016 ('Legge di Bilancio 2017') ha introdotto in Italia i Piani Individuali di Risparmio (PIR). Tecnicamente un PIR è un 'contenitore fiscale' intestato a una persona fisica residente, che può prendere la forma di un deposito titoli, una gestione patrimoniale, un contratto assicurativo o un OICR (Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio, ovvero un fondo comune o SICAV); ad esso viene riservata l'esenzione fiscale rispetto all'imposizione sulle rendite finanziarie (dividendi, cedole, interessi, *capital gain*) e sull'imposta di successione. Devono però valere una serie di condizioni rispetto al mantenimento dell'investimento per almeno 5 anni e alla composizione del portafoglio.

Inizialmente i PIR hanno avuto un grande successo (€ 10,9 miliardi raccolti nel 2017 dai fondi comuni eleggibili) ma le risorse sono state investite più che altro in titoli quotati; praticamente nullo è stato l'impatto sulle forme di finanziamento alternativo che abbiamo trattato in questo quaderno di ricerca, che rappresentano *asset class* illiquide non appetibili per i fondi aperti.

Con l'obiettivo di correggere questa tendenza, la Legge di Bilancio 2019 ha imposto alcuni vincoli di investimento in strumenti finanziari emessi da PMI e ammessi alle negoziazioni sui sistemi multilaterali di negoziazione, come AIM Italia e ExtraMOT PRO³, e in quote o azioni di fondi di *venture capital*. L'effetto è stato disastroso sull'industria tanto che il D.L. 124/2019 ha cancellato questi vincoli restrittivi.

Un anno fa su queste pagine, insieme ad operatori del settore, ci siamo permessi di indicare la via dei 'PIR alternativi'. Non possiamo quindi che applaudire alla novità introdotta dal D.L. 34/2020 ('Decreto Rilancio') di affiancare ai PIR un *plafond* addizionale dedicato agli strumenti illiquidi e alle PMI.

I 'PIR alternativi' devono investire (per almeno i due terzi dell'anno solare) non meno del 70% del valore complessivo in strumenti finanziari emessi da imprese quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE ma con stabile organizzazione in Italia, diverse da quelle inserite negli indici FTSE Mib e FTSE Mid Cap di Borsa Italiana o in indici equivalenti di altri mercati regolamentati esteri oppure in strumenti finanziari emessi da imprese non quotate italiane o estere residenti nella UE o SEE con stabile organizzazione in Italia oppure ancora in prestiti/crediti erogati alle predette imprese. Il limite di concentrazione per ogni strumento è pari al 20%. Il D.L. 104/2020 ha stabilito che il limite massimo di investimento è pari a € 300.000 all'anno, con un valore massimo cumulato di € 1.500.000 in 5 anni.

Sono già molte le SGR che si preparano ad arrivare sul mercato con prodotti eleggibili rispetto all'esenzione fiscale, che investiranno nel *private equity*, nel *private debt* e in altre *asset class* alternative, nella forma di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) riservati o non riservati. Molte case hanno addirittura costituito delle SGR dedicate agli investimenti nelle PMI (esempi sono Anima Alternative, Azimut Libera Impresa, Eurizon Capital Real Asset).

Eleggibili come 'PIR alternativi' sono pure gli ELTIF (European Long Term Investment Funds), il nuovo strumento introdotto a livello europeo dal Regolamento (UE) 2015/760 per dare accesso agli investimenti illiquidi anche agli investitori *retail*. Si tratta di fondi chiusi destinati a finanziare le PMI non quotate, o quotate ma con capitalizzazione sotto € 500 milioni.

Alla data di pubblicazione di questo quaderno risultavano autorizzati in Italia 12 ELTIF di cui ben la metà autorizzati nel 2020. Si può prevedere che il loro numero sia destinato a crescere nei prossimi mesi.

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. L'ultima indagine annuale di IBAN, effettuata sugli investimenti del 2019 presso 267

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

Fiscozen SpA

Fiscozen è una piattaforma per gestire gli adempimenti legati alla partita IVA totalmente *online*, pensata per le esigenze di imprese individuali: liberi professionisti, *freelance*, commercianti e artigiani. È una piattaforma che permette di gestire agevolmente fatturazione, adempimenti, F24 e dichiarazione dei redditi. La *startup* innovativa è stata fondata nel 2017 da Fabio Ciotoli ed Enrico Mattiazzi, con il supporto di Vito Lomele, fondatore di Jobrapido.

Fiscozen ha chiuso il 2019 con un valore della produzione di € 830.000, più che raddoppiato rispetto all'anno precedente; all'attivo si contavano 3.000 clienti.

Nel 2020 la società ha ottenuto un *round* di finanziamento da € 3 milioni da un gruppo di investitori capitanati dal fondo di *venture capital* UV2 gestito da United Ventures SGR. Il denaro verrà utilizzato per la crescita delle attività, assumendo nuove risorse e alimentando gli investimenti in *marketing* e tecnologia, in un comparto dove le opportunità di digitalizzazione sono consistenti.

Freia Farmaceutici Srl

Freia Farmaceutici è una PMI innovativa milanese fondata nel 2009 da Marco Santini. Sviluppa, commercializza e distribuisce prodotti per la salute e il benessere di origine vegetale impiegati sia in ambito cardiovascolare sia nella dermatologia applicata a pazienti oncologici. È stata la prima in Italia ad ottenere l'autorizzazione per l'uso di derivati del seme di canapa sativa, dopo avere conseguito una serie di brevetti.

Il fatturato 2019 ha superato la soglia di € 1 milione e per finanziare la crescita futura sia rispetto al portafoglio prodotti sia rispetto all'ingresso in mercati esteri la PMI ha aperto il suo capitale ad un fondo di investimento canadese, LGC Capital che ha sottoscritto il 35% della società investendo € 3,2 milioni. L'investimento sarebbe stato perfezionato in tre *tranche* nell'arco del 2019.

soggetti, ha censito 166 investimenti in cui sono intervenuti *business angel* (stabili rispetto alle 166 operazioni dell'anno precedente) con un controvalore investito di € 52,7 milioni, in forte crescita rispetto al 2018 (+32%). Un buon numero di investimenti (51) è stato finalizzato in coinvestimento con fondi di *venture capital*.

Il 42% degli investimenti non supera € 100.000. Nel 66% dei casi le imprese finanziate si trovavano in fase di *startup*, nel 34% dei casi allo stadio *seed*. Il 34% degli investimenti si è concentrato nel comparto ICT, il 9% nel *fintech* e l'8% nel *biotech/pharma*. È interessante notare che il 23% delle PMI finanziate hanno condotto campagne di *equity crowdfunding*. Ciò denota, secondo IBAN, l'attrattività dello strumento come canale di *origination* e come opportunità di *syndication*.

Le PMI italiane e il mercato borsistico

La quotazione in Borsa è una delle modalità citate di *exit* dall'investimento nel capitale di rischio di una PMI. 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 11 anni fa sul modello dell'Alternative Investment Market di Londra.

AIM Italia 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 su AIM Italia è tenuta a nominare un NomAd (Nominated 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.

Con l'obiettivo di 'allenare' le PMI per l'ingresso a Piazza Affari, Borsa Italiana ha lanciato da qualche anno un programma di successo (ELITE) 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. Il programma ELITE offre alle aziende selezionate una piattaforma di strumenti e servizi per prepararsi al reperimento dei capitali e facilitando così la crescita e l'avvicinamento culturale delle imprese ai mercati finanziari. Ad oggi sono quasi 900 le aziende italiane che hanno partecipato o stanno partecipando al programma.

La Tabella 6.1 riporta il numero di aziende quotate sul listino AIM Italia 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).

| 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 (1H) | 128 | - | 25,02 | 25,02 |
| Totale | - | 151,10 | 3.648,86 | 973,36 |

Tabella 6.1

Società quotate su AIM Italia: raccolta di capitale da aumenti di capitale e da offerta pubblica alla quotazione (OPS).
Fonte: Borsa Italiana

Come si vede, nell'arco di 10 anni AIM Italia è stato in grado di attirare molte imprese verso la quotazione, che hanno raccolto circa € 3,8 miliardi di mezzi freschi in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione (€ 3,65 miliardi) e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi (€ 151 milioni), in cui presumibilmente gli imprenditori controllanti hanno svolto un ruolo rilevante. Il 2019 non era partito benissimo ma la seconda parte dell'anno ha visto un buon recupero: a fine 2019 è stata superata la soglia di 130 società quotate. 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. Al netto di queste operazioni (che comunque servono spesso per fare affluire risorse verso le imprese interessate), la raccolta delle OPS scende a € 973,36 milioni. Il primo semestre 2020 ha ovviamente risentito della pandemia Covid-19; non ci sono stati aumenti di capitale e le nuove quotazioni sono state solo 3, tanto che al netto dei delisting il numero di società quotate a fine giugno è sceso a 128. Dal secondo semestre 2019 sono anche sparite le SPAC.

Una novità interessante per AIM Italia 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). Fenix Entertainment è stata la prima società a quotarsi su questo nuovo segmento.

AIM Italia non è l'unico mercato borsistico che sta attirando l'attenzione delle PMI italiane. Anche Euronext (il mercato che ha sede a Parigi e in altre capitali europee) continua a portare a quotazione nuove imprese di piccola dimensione sul segmento non regolamentato Access. L'ultima in ordine di tempo è stata Cesynt Advanced Solutions SpA, già protagonista di 2 campagne di successo di *equity crowdfunding* sul portale Opstart.

Per quotarsi su Euronext Access non è richiesto un flottante minimo (quindi non occorre necessariamente un aumento di capitale), nè occorre certificare il bilancio. È richiesta la figura del Listing Sponsor al momento della quotazione.

Si può prevedere che con l'ingresso di Borsa Italiana nel gruppo Euronext il tema della quotazione in Borsa delle PMI porterà a delle sinergie fra AIM Italia e il segmento Access, se non addirittura alla creazione di un unico listino, che a questo punto diventerà il mercato più importante per le PMI quotate nell'Unione Europea post-Brexit.

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 alta 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 Scuola può contare su un corpo docente di più di duecento tra professori, ricercatori, *tutor* e *staff* e ogni anno vede oltre seicento matricole entrare nel programma *undergraduate*.

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

La School of Management ha ricevuto nel 2007 il prestigioso accreditamento EQUIS. Dal 2009 è nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa. È presente inoltre nei QS World University Rankings con i programmi MBA.

Nel marzo 2013 ha ottenuto il prestigioso accreditamento internazionale da AMBA (Association of MBAs) per i programmi MBA e Executive MBA

Nel 2017, la School of Management è la prima scuola 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).

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, 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, il *venture capital*, le Initial Coin Offerings, gli investimenti ESG.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* 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.

Internet: www.som.polimi.it



Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Simone Calamari, Chiara Carzaniga, Matteo De Piccoli, Eva Fascendini, Stefano Frenati, Gianmarco Paglietti.

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

Main partner

- Unioncamere
- Camera di Commercio Milano Monza Brianza Lodi
- Innexa - Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza

Partner

- Crowdfundme
- Epic SIM
- modefinance



Crowdfundme
www.crowdfundme.it

CrowdFundMe è una delle principali piattaforme italiane autorizzate di *equity crowdfunding* 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. È il portale italiano che ha pubblicato più campagne di raccolta e vanta all'attivo 97 progetti finanziati, 13.596 investimenti finalizzati e 35,5 milioni di euro raccolti.

Il portale offre la possibilità di investire in società non quotate come *startup* o piccole e medie imprese, 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 società non quotate.

CrowdFundMe offre anche strumenti *fixed income* dai primi mesi del 2020, collocando 2 minibond per un valore di 2,9 milioni di euro e quotandoli su ExtraMot Pro³, il segmento obbligazionario di Borsa Italiana dedicato alle società non quotate per emissioni fino a 50 milioni di euro ciascuna. CrowdFundMe, quindi, non solo ospita il collocamento di titoli di debito (mercato primario) ma è in grado di portarli a quotazione e di seguire l'emittente per tutta la durata dello strumento (mercato secondario). Per il portale si apre così un nuovo canale di *business* in un mercato da 4,3 miliardi di euro (dato 2018, fonte: 5° Report italiano sui Minibond del Politecnico di Milano).

Infine, CrowdFundMe può fare operazioni di *'crowdlisting'* ovvero campagne di *equity crowdfunding* propedeutiche a successive quotazioni delle emittenti interessate sui mercati borsistici.



Epic SIM
www.epic.it

Epic è il *marketplace* dell'economia reale che mette in contatto PMI ad alto potenziale con investitori istituzionali e investitori privati qualificati interessati a operazioni di *equity* o debito di valore medio compreso tra i 5 e i 50 milioni di euro, finalizzati a sostenere il percorso di crescita dell'impresa. Da settembre 2019 è stato sviluppato anche un canale di *direct lending* riservato ad investitori istituzionali, dedicato a finanziamenti di importo inferiore ai 5 milioni di euro. Per supportare ulteriormente il sistema imprenditoriale italiano e rispondere alle richieste di liquidità a seguito della crisi innescata dal Covid-19, sono stati inoltre studiati nel corso del 2020 specifici strumenti di finanza strutturata fra i quali: cartolarizzazione di prestiti garantiti (Collateralized Loan Obligation, CLO), efficienti per le banche (che spesso non hanno la tecnologia per gestire rapidamente una mole crescente di pratiche) e per le imprese (che riescono a reperire risorse in tempi molto più rapidi); operazioni di monetizzazione del magazzino imprese.

Epic cura la selezione, la strutturazione e la sindacazione di ogni prodotto e lo presenta alla propria *investment community* tramite una piattaforma *fintech* ad accesso riservato. Attraverso la piattaforma, Epic agisce come intermediario indipendente tra imprese e investitori e permette alle prime di trovare finanziamenti per i propri progetti di crescita a medio-lungo termine, alternativi al credito bancario, mentre ai secondi offre una nuova *asset class* per ottimizzare il rendimento dei portafogli.

Concretamente, come funziona? Gli investitori hanno la possibilità di valutare le opportunità di investimento in modo trasparente, economico ed efficiente, grazie a una documentazione esaustiva e comparabile, realizzata con l'intervento anche di realtà indipendenti (agenzie di *rating*, società di analisi e ricerca, *information provider*). Le aziende, dal canto loro, scelgono gli investitori con cui dialogare, e a cui fornire altre informazioni su specifica richiesta. Il servizio di Epic non si conclude con la sottoscrizione del finanziamento, ma continua con la gestione di tutta l'informativa *price sensitive* a favore di *shareholder* e *bondholder*.

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, 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 prevenzione dei rischi, 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.

Ciò permette 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. Il 2019 ha visto modefinance affermarsi 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 traduce nel concetto di Rating-as-a-Service, che nella pratica permette la digitalizzazione della gestione del rischio di credito e l'eliminazione di complesse procedure interne: il 2020 ha impresso un'accelerazione su previsionabilità e *stress testing* (con il modello ForST) e sull'automazione di processo, grazie alla piattaforma Tigran.

modefinance

www.modefinance.com

Appunti

Blank lined area for notes.

MAIN PARTNER

www.osservatoriefi.it



Consorzio Camere
Credito e Finanza

PARTNER



MEDIA PARTNER

