

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation

7° Quaderno di Ricerca

La Finanza Alternativa per le PMI in Italia



1) minibond



2) crowdfunding



3) invoice trading



4) direct lending



5) tokenization e crypto-asset



6) private equity e venture capital



7) quotazione in Borsa

Indice

	pagina
Prefazione	3
Presentazione	4
Introduzione	5
1. Minibond	11
– Il processo di emissione di un <i>minibond</i>	11
– La dimensione del mercato per le PMI	13
– I <i>'basket bond'</i>	16
– I <i>minibond</i> ESG	18
2. Crowdfunding	19
– I modelli del <i>crowdfunding</i>	19
– <i>Reward-based crowdfunding</i>	20
– <i>Crowdinvesting</i> : le 'regole del gioco' e il Regolamento ECSP	20
– <i>Crowdinvesting</i> : le piattaforme autorizzate in Italia	22
– Le offerte di quote di capitale di rischio	23
– Le offerte di <i>minibond</i>	31
– Le offerte di prestiti	31
3. Invoice trading	37
– Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi	37
– I portali attivi	39
– Le imprese finanziate	41
4. Direct lending	43
– Il contesto del mercato	43
– La regolamentazione in Italia	43
– Gli attori	45
– Il mercato del <i>direct lending</i> per le PMI italiane	45
5. Tokenization e crypto-asset	47
– <i>Blockchain, crypto-asset</i> e ICOs	47
– La regolamentazione	49
– La <i>sandbox</i> regolamentare italiana	51
– Le opportunità per il futuro	51
6. Private equity e venture capital	53
– Caratteristiche del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i>	53
– Il mercato del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> in Italia	54
– Il contributo dei <i>business angel</i>	57
7. Quotazione in Borsa	59
– Il progetto ELITE	59
– Euronext Growth Milan e gli SME Growth Market	60
– Il 'Listing Act' europeo	61
La School of Management	63
Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca	65



Prefazione

La settima edizione del Quaderno di ricerca “La finanza alternativa per le PMI in Italia” curata dal Politecnico di Milano, con il supporto di Unioncamere, Camera di commercio di Milano Monza Brianza Lodi ed Innexa, fornisce un quadro completo ed esaustivo degli strumenti di finanza alternativa, con particolare riferimento all’evoluzione dei mercati, con l’obiettivo di rafforzare la conoscenza del *fintech* e della finanza complementare al credito bancario, per evidenziare come tali strumenti possano concretamente sostenere lo sviluppo del sistema imprenditoriale.

Le piccole e medie imprese, negli ultimi anni, hanno dovuto affrontare diverse “turbolenze” che hanno messo a rischio la loro tenuta sul mercato. Prima la crisi pandemica da Covid-19 e, successivamente, il conflitto Russia-Ucraina e la crescita dei costi delle materie prime e dei tassi di interesse, hanno evidenziato come l’approvvigionamento delle risorse finanziarie rappresenti un nodo cruciale per il prosieguo e lo sviluppo dell’attività d’impresa.

Per affrontare tali difficoltà, si rende necessario perseguire un “irrobustimento” della struttura finanziaria e organizzativa delle piccole e medie imprese. Diversi sono i percorsi che le imprese sono chiamate a seguire.

Occorre innanzitutto fornire alle imprese maggiore conoscenza sul tema della finanza aziendale.

Il sistema delle Camere di commercio investe molto sulle attività di promozione della cultura finanziaria e di prevenzione delle crisi d’impresa, soprattutto attraverso la diffusione di strumenti digitali (Suite finanziaria-Libra) volti a favorire l’acquisizione, da parte delle imprese, di una maggiore consapevolezza circa lo stato di salute della propria attività, ed a incrementare le competenze degli imprenditori sugli aspetti finanziari e organizzativi.

Diventa altresì cruciale per le aziende, anche e soprattutto quelle di minori dimensioni, comprendere le implicazioni e adeguarsi in tempi rapidi al nuovo paradigma dettato dai criteri ESG, per evitare di essere tagliate fuori dal mercato e di dover fronteggiare un peggioramento delle condizioni di accesso alla finanza.

Il sistema camerale ha posto tra le proprie priorità proprio l’accompagnamento delle imprese lungo questo percorso, sicuramente difficile, ma altrettanto ricco di opportunità, avviando un progetto strategico, di impatto nazionale, attraverso un nuovo servizio per favorire la transizione delle imprese verso la sostenibilità, fondato su strumenti di autovalutazione (ESG Pass). Occorre poi rafforzare il capitale manageriale e le attività di ricerca e sviluppo realizzate dalle PMI con le Università. È sulle attività intangibili (ricerca & sviluppo e capitale organizzativo) che si gioca la competitività delle imprese.

La spinta alla doppia transizione digitale e *green* cresce infatti all’aumentare della relazionalità con Università e *business school* e con la formazione manageriale.

Il *fintech* e gli strumenti di finanza alternativa/complementare rappresentano un tassello importante in tale contesto, con un ruolo decisivo riconosciuto da tutti gli *stakeholders* sia istituzionali che di mercato.

L’innovazione del settore finanziario offre rilevanti opportunità di sviluppo per il sistema delle piccole e medie imprese che, con nuove risorse di capitale ed una rafforzata competenza digitale, potranno essere più competitive sui mercati ed affrontare le sfide del futuro con una “cassetta degli attrezzi” sempre più completa ed innovativa.

Giuseppe Tripoli, segretario generale Unioncamere

Presentazione

L'aggiornamento annuale del Quaderno di Ricerca sulla finanza alternativa per le PMI italiane arriva in un momento di relativo ottimismo per le condizioni del mercato del credito, con i tassi di interesse finalmente in calo, ma di relativo pessimismo rispetto a inediti scenari del contesto geopolitico internazionale.

Negli scorsi mesi i canali della finanza alternativa (o complementare) rispetto al credito bancario hanno scontato l'incremento del costo del capitale sul mercato rallentando il flusso dei finanziamenti: era esattamente quello che desideravano le autorità monetarie per frenare l'inflazione. Tutte le opportunità disponibili per le PMI e descritte nelle prossime pagine, dai *minibond* al *crowdfunding*, dall'*invoice trading* al *direct lending*, dal *private equity* e *venture capital* fino alla quotazione in Borsa, hanno segnato il passo nel 2023 e nei primi mesi del 2024.

Ciononostante il mercato ha continuato a credere sul valore che da una parte gli investitori istituzionali e dall'altra il *fnitech* possono generare per il segmento delle PMI, che tanto merita di essere supportato in Italia.

Nelle prossime pagine i lettori potranno apprezzare numeri, statistiche, vantaggi e complessità della finanza alternativa, aggiornati fino al 30 giugno 2024. A noi pare che siano soprattutto due gli elementi trasversali da sottolineare. In primo luogo, sono arrivate una serie di innovazioni legislative e normative che hanno "alzato l'asticella" nei segmenti più esposti ai rischi di comportamenti opportunistici come il *crowdfunding* e i *crypto-asset*, mentre si va nella direzione della semplificazione in quelli più tradizionali come la quotazione in Borsa. L'evoluzione tecnologica ha creato opportunità nuove per le PMI che vogliono raccogliere capitale e non ha senso che diversi canali a disposizione per le stesse imprese e gli stessi investitori siano caratterizzati da regole del gioco molto diverse.

In secondo luogo, si avverte il bisogno di attrarre più operatori specializzati che possano da una parte catalizzare l'offerta di capitale per le PMI, che potenzialmente è significativa vista l'enorme massa di liquidità ancora depositata nei conti correnti bancari, e dall'altra stimolare la domanda da parte degli imprenditori. Alcuni segmenti come il *direct lending* sono ancora poco presidiati e altri come l'*invoice trading* rischiano di essere dominati da pochi investitori.

Un doveroso ringraziamento va a Unioncamere, Camera di Commercio Milano Monza Brianza Lodi e Innexa, organizzatori dell'AltFinance Day, l'ormai tradizionale evento annuale dove questo Quaderno viene presentato.

Anche quest'anno evidenziamo che il progetto di ricerca ha beneficiato dei fondi del PNRR assegnati al progetto Ecosistema dell'Innovazione MUSA – Multilayered Urban Sustainability Action nell'ambito dello Spoke 4 "Impatto economico e finanza sostenibile" (a pagina 9 trovate una descrizione del progetto).

Buona lettura!

Il gruppo di ricerca

Introduzione

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

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

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

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

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

Tabella 0.1

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

(*) ad oggi possibile il collocamento a determinate tipologie di investitori *retail* sui portali per la raccolta di capitali *online*

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

Minibond

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

Le PMI non finanziarie italiane emittenti di *minibond* fino al 30 giugno 2024 sono state 812. Esse hanno collocato 1.167 titoli raccogliendo € 4,97 miliardi. Fra queste, solo 27 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel primo semestre 2024, confermando il momento non positivo per il mercato, condizionato dall'aumento dei tassi di interesse nei mesi scorsi e dalle incertezze sullo scacchiere geopolitico.

Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 609 milioni, di cui € 407 milioni nel secondo semestre 2023 e 'solo' € 202 milioni nel primo semestre 2024 (-33% rispetto allo stesso periodo del 2023). La parte maggioritaria delle emissioni è stata assistita da una garanzia.

Le prospettive nei prossimi mesi potrebbero migliorare grazie alla prevista riduzione dei tassi e alle operazioni di sistema legate ai *'basket bond'*. Da segnalare anche le emissioni *'green'* e *'sustainability-linked'*; le prime vanno a finanziare progetti con un impatto positivo sulla *performance* ambientale della PMI emittente mentre le seconde prevedono una remunerazione agganciata a metriche ESG.

Fra i vantaggi di questa forma di finanziamento possiamo citare la possibilità di diversificare le fonti del capitale e l'opportunità di avvicinarsi al mercato degli investitori professionali con uno strumento meno impegnativo rispetto al capitale di rischio.

Crowdfunding

Il *crowdfunding* può assumere diverse forme tecniche. Il *reward-based crowdfunding*; riguarda campagne di piccolo importo (condotte soprattutto su portali USA come Kickstarter ma anche su piattaforme nazionali) che PMI italiane hanno lanciato per raccogliere denaro offrendo in cambio prodotti e ricompense non monetarie. Si tratta di un contributo quantificabile in pochi milioni di euro all'anno.

Le *equity crowdfunding* (ovvero il collocamento di quote del capitale di rischio) e il *lending crowdfunding* (ovvero l'offerta di prestiti alle imprese) sono oggi normati dal Regolamento ECSP European Crowdfunding Service Providers. Alla data del 15/11/2024 le piattaforme autorizzate in Italia ad operare in quest'ambito sono 40.

Per quanto riguarda l'offerta di quote del capitale di rischio, sono 1.241 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme autorizzate fino al 30 giugno 2024, portando a successo 1.134 campagne. Si tratta in gran parte di *startup* innovative. Negli ultimi 12 mesi osservati la raccolta è stata pari a € 107 milioni, di cui € 48 milioni nel primo semestre 2024, con un nuovo calo tendenziale legato alle incertezze congiunturali e all'incremento dei tassi di interesse.

Le offerte di titoli di debito (*minibond*) sui portali di *crowdfunding* hanno interessato poche PMI fino ad oggi, per un totale di € 120 milioni (di cui € 28 milioni negli ultimi 12 mesi).

Per quanto riguarda le piattaforme di *lending*, che erogano prestiti alle imprese finanziati dai piccoli risparmiatori su Internet, esse hanno canalizzato denaro alle PMI italiane per € 168 milioni nell'ultimo periodo annuale (€ 80 milioni nel secondo semestre 2023 e € 88 milioni nel primo semestre 2024) attraverso 508 campagne chiuse con successo.

Negli ultimi anni ha contribuito particolarmente allo sviluppo del comparto del *crowdfunding* la parte immobiliare, attraverso il collocamento sia di *equity* sia di prestiti. Il *crowdfunding* si conferma un'opzione interessante per le PMI, soprattutto per micro-imprese, che possono ottenere in tempi rapidi la liquidità necessaria per far partire un

progetto, senza le garanzie e i vincoli che vengono richiesti dal canale bancario e da quello degli investitori professionali. È importante però che la qualità dei progetti sia sufficientemente elevata e che le prospettive di remunerazione offerte siano credibili per salvaguardare il mercato.

Invoice trading

Le piattaforme di *invoice trading* italiane continuano a mobilitare per le PMI italiane centinaia di milioni di euro ma non tutte rendono trasparenti i loro dati. La ricerca ha censito 12 operatori (3 in meno rispetto all'anno scorso).

Va notato che il ciclo di investimento in questo ambito è molto più breve, trattandosi della cessione a investitori professionali di fatture commerciali a scadenza mediamente 3-4 mesi, che vengono spesso utilizzate come sottostante per operazioni di cartolarizzazione. Si può stimare che questo canale di finanziamento sia stato adottato da un buon numero di PMI italiane.

Diverse piattaforme si sono integrate con i sistemi ERP offerti da grandi *software house*. Il mercato negli ultimi tempi ha mostrato qualche segnale di difficoltà per gli elevati rendimenti richiesti, non sempre ritenuti accettabili dagli investitori, ma c'è un moderato ottimismo per il futuro.

I vantaggi maggiori per le PMI sono la velocità e l'efficienza dei processi che le piattaforme possono offrire, rispetto alla maggiore burocrazia del sistema bancario.

Direct lending

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

Si tratta del segmento dove è più difficile raccogliere informazioni esaustive, perché non pubblicamente disponibili e perché non è sempre facile distinguere il segmento delle PMI (dove operano soprattutto alcuni *player* specializzati) rispetto alle grandi imprese. Mentre in Europa i numeri degli ultimi mesi segnano un recupero rispetto alle difficoltà di inizio 2023, in Italia aumenta il numero di *player* attivi, che però spesso si focalizzano su Mid Cap e grandi imprese, oppure sul co-finanziare a leva le acquisizioni attraverso *leveraged buy-out* (LBO).

Come nel caso dei *minibond*, difficilmente il *direct lending* può risultare competitivo rispetto al credito bancario (si può capire bene che il costo del *funding* per un fondo di credito è ben diverso rispetto a quello di una banca commerciale) ma esso può competere su altri aspetti, come la velocità di erogazione, la flessibilità, i meccanismi di valutazione. Sta di fatto che si tratta di un'opportunità oggi poco diffusa fra le PMI, dopo che alcune piattaforme *fintech* che in passato hanno erogato credito in quest'ambito (come Credimi, October, Opyn) oggi non sono più attive.

Crypto-asset e token digitali

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

Riconoscendo la validità delle tecnologie distribuite, l'Unione Europea ha emanato due norme importanti: il Regolamento UE 2022/858 (che ha introdotto il DLT Pilot Regime per la tokenizzazione dei titoli finanziari) e il Regolamento MiCAR (Market in Crypto-Assets Regulation) che ha introdotto le definizioni di *asset-referenced token* (ART) e *token* di moneta elettronica (EMT) entrate in vigore da luglio 2024. L'obiettivo è disciplinare i *crypto-asset* in tutte le transazioni economiche.

Importante tassello in Italia è stato il D.L. 25/2023 (Decreto 'Fintech') che istituisce l'al-

bo dei gestori di registri distribuiti, dove proprio qualche giorno fa è stato iscritto il primo operatore.

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

Private equity e venture capital

Si fa riferimento agli investimenti effettuati da soggetti professionali sottoscrivendo capitale di rischio di imprese non quotate, con l’ambizione di contribuire attivamente alla crescita dell’azienda in modo attivo, per poi ottenere una plusvalenza al momento dell’*exit* (ovvero la dismissione della partecipazione con la cessione a terzi o con la quotazione in Borsa).

Con riferimento alle statistiche periodiche pubblicate dall’associazione di riferimento AIFI, limitiamo l’attenzione alle sole operazioni di *venture capital* ed *expansion*, dove tipicamente l’investimento viene effettuato su PMI 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 già esistenti in imprese consolidate.

Box 0.1

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

Innexa è la struttura di riferimento del Sistema Camerale in ambito finanziario e creditizio per le PMI italiane, focalizzata in particolare su strumenti, servizi e modelli di finanza complementare, di prevenzione della crisi e di sostenibilità. In qualità di aggregatore e facilitatore dell’ecosistema Fintech, supporta le aziende nell’accesso al credito, alla finanza complementare e agli strumenti finanziari innovativi, promuovendo la diffusione di una nuova cultura finanziaria tra le PMI.

Innexa offre diversi servizi volti a collegare i *player* di finanza alternativa al tessuto imprenditoriale del Paese, accompagnando le imprese nella loro crescita fino eventualmente alla quotazione in Borsa (ad esempio su Euronext Growth Milan).

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

- Fintech Digital Index, il *database* analitico, facile da consultare, che permette di visualizzare le imprese Fintech italiane. Si tratta di un *tool* liberamente accessibile *online*, che consente agli utenti di ricercare e comparare tutte le imprese censite e attive nella finanza digitale per le PMI. È, inoltre, possibile, accedere ad informazioni di dettaglio relative a fondatori e *manager*, bilanci, contatti e molto altro. Un vero e proprio ponte tra chi offre servizi di finanziamento digitale e gli imprenditori in cerca di capitali.
- Crowdfunding Hub, la piattaforma che permette ai potenziali investitori di consultare le principali caratteristiche delle imprese che hanno lanciato una campagna di *equity crowdfunding* o che hanno raccolto capitali utilizzando questo percorso. Oltre alle campagne in corso, è possibile consultare la sezione dedicata alle offerte di quote di capitale pubblicate sulle piattaforme di *equity crowdfunding* dagli investitori che hanno partecipato a precedenti aumenti di capitale. Completa il *set* di servizi a disposizione degli utenti la sezione dove sono raccolte le schede informative sulle emissioni di *minibond* collocati tramite le piattaforme di *equity crowdfunding*.
- Libra – Suite Finanziaria, la piattaforma digitale che permette alle imprese di realizzare una completa autovalutazione economico-finanziaria e misurare il proprio stato di salute. Con diversi livelli di profondità, fornisce un completo *set* di indicatori che permettono di verificare l’equilibrio finanziario dell’impresa e la sostenibilità dei progetti di crescita. I moduli della piattaforma intendono aiutare le imprese ad adottare un “Adeguato Assetto” per la prevenzione della crisi d’impresa, attività ad oggi obbligatoria per legge per gli imprenditori.
- ESGpass, il servizio di assistenza, accompagnamento e valutazione per aiutare le imprese a verificare, migliorare e valorizzare la propria *performance* di sostenibilità, nell’ottica dell’accesso al credito e ai mercati finanziari. Il servizio permette di accedere ad un percorso di autovalutazione gratuito, con diversi livelli di approfondimento per aiutare le imprese a verificare la propria *performance* di sostenibilità, anche attraverso simulazioni. La piattaforma restituisce un *report* di dettaglio con un *benchmark* di settore, la valutazione ESG delle singole aree tematiche e l’indicazione delle possibili azioni per migliorare il proprio *score*.

Box 0.2

MUSA – Multilayered Urban Sustainability Action

MUSA – Multilayered Urban Sustainability Action è un Ecosistema dell’Innovazione finanziato dal Ministero dell’Università e della Ricerca nell’ambito del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Il progetto vede la collaborazione tra l’Università di Milano-Bicocca, il Politecnico di Milano, l’Università Bocconi, l’Università Statale di Milano e numerosi *partner* pubblici e privati.

MUSA nasce a Milano come risposta alle sfide che la realtà metropolitana affronta nella transizione verso le tre dimensioni della sostenibilità: ambientale, economica e sociale. E con un’ambizione: quella di inaugurare un nuovo modello di collaborazione pubblico-privata replicabile a livello nazionale e internazionale. Il progetto sperimenta innovazioni integrate e pianifica risposte interdisciplinari che agiscono su più fronti del *management* cittadino: ambientale, dove lo sviluppo urbano deve rispettare e rafforzare la biodiversità e favorire soluzioni ottimali per l’energia e la mobilità sostenibile; tecnologico, con il potenziale ancora da sfruttare della digitalizzazione e delle *deep tech* ed economico e finanziario, nel quale l’educazione e la finanza sostenibile stanno assumendo ruoli sempre più centrali.

MUSA si compone di 6 Spoke, di cui uno (Spoke 4) dedicato al tema della finanza, che mira all’introduzione di indicatori per la valutazione dell’impatto economico e il consolidamento delle pratiche di finanza sostenibile, tanto in termini di formazione della prossima generazione di innovatori e di investitori, quanto di trasferimento alle realtà imprenditoriali e alla cittadinanza. L’apporto del gruppo di ricerca Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano si inserisce in questo ambito: anche nel mondo della finanza alternativa il tema della sostenibilità è ormai imprescindibile. Oggetto di studio sono in particolare le campagne di *crowdfunding* condotte per finanziare progetti con una significativa impronta di sostenibilità, l’emissione di *minibond green, social e sustainability-linked* da parte delle PMI, gli algoritmi per individuare il profilo di sostenibilità di aziende non quotate, per le quali è difficile raccogliere informazioni pubblicamente disponibili su fattori ambientali e sociali.

www.musascarl.it

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *venture capital*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese in fase di *seed* o *startup*, il 2023 ha segnato per la prima volta dal 2018 un calo con € 762 milioni investiti in 271 imprese. Il primo semestre del 2024 ha visto 193 operazioni per € 494 milioni finanziati.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI attive anche in settori tradizionali), AIFI ha registrato nel 2023 un risultato migliore rispetto al passato con € 941 milioni investiti in 55 imprese. Nel primo semestre del 2024 si sono osservate 23 operazioni con € 370 milioni investiti.

Il contributo che i *business angel* generano per il settore secondo i dati di IBAN (Italian Business Angels Network) è in deciso calo nel 2023 con € 39 milioni di flusso in attivo, contro € 83 milioni del 2022.

Private equity e *venture capital* hanno l’indubbio vantaggio di apportare non solo capitale alle PMI ma anche competenze e relazioni preziose per la crescita futura. Dall’altra parte però richiedono agli imprenditori una serie di pattuizioni abbastanza impattanti sulla *governance*. Inoltre sono canali di finanziamento che riguardano una piccola minoranza di PMI e *startup* che possono esibire elementi di eccellenza.

Quotazione in Borsa

Infine evidenziamo la raccolta che le PMI hanno effettuato sul mercato borsistico, in particolare su Euronext Growth Milan (EGM), lo SME Growth Market di Borsa Italiana. L’accesso ai listini borsistici offre una serie di opportunità alle PMI, non solo in termini finanziari ma anche operativi; dall’altra parte vanno considerati anche gli oneri organizzativi e la necessità di rispettare le ‘regole del gioco’.

A fine giugno 2024 il mercato EGM ha raggiunto la soglia di 206 società quotate, con una raccolta di risorse liquide (considerando gli aumenti di capitale condotti alla quotazione) che è pari a € 194 milioni nel 2023 e ‘solo’ € 72 milioni nel primo semestre 2024. Il contributo arrivato da società già quotate che hanno chiuso aumenti di capitale

è rispettivamente pari nel 2023 a € 22,56 milioni e nel primo semestre 2024 a € 41,22 milioni.

Anche in questo caso parliamo di un canale di finanziamento che resta appannaggio di una limitata selezione di PMI, che hanno i requisiti per quotarsi o risultano attraenti per il mercato e che ovviamente superano una certa soglia dimensionale al di sotto della quale la quotazione è improponibile. Nel futuro le cose potrebbero cambiare, visto che l'Unione Europea ha appena approvato il 'Listing Act', una corposa semplificazione delle norme relative alla quotazione in Borsa, alcune delle quali già anticipate dai *policymaker* italiani, come il potenziamento dello strumento delle azioni con voto plurimo.

Pensiamo che lo sviluppo della finanza alternativa (o complementare) al credito bancario in Italia stia continuando a generare vantaggi tangibili soprattutto nei tempi e a volte anche nei costi di accesso al capitale, in una fase che continua ad essere delicata per l'economia rispetto ai possibili rischi futuri, ma che grazie all'auspicata riduzione dei tassi di interesse potrebbe segnare un punto di svolta nel 2025.

Le filiere che analizziamo in questa ricerca hanno consentito a tante PMI italiane, fino a pochi anni fa escluse da questa opportunità, di incrementare la propria competitività e ottenere vantaggi non solo in termini di maggiore inclusione e diversificazione delle fonti, ma anche di accresciute competenze manageriali, visibilità sul mercato, maggiori opportunità di investimento. Diversi sono i casi aziendali che anche quest'anno saranno citati nella ricerca a supporto di questa ipotesi.

1. Minibond



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

Si tratta di titoli di debito collocati sul mercato mobiliare 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 dallo Stato, dalle imprese quotate e molto raramente da PMI.

I *minibond* sono uno degli strumenti utilizzati dal *private debt*, ovvero il credito erogato da investitori istituzionali non bancari a imprese tipicamente non quotate, ma in realtà sono una tipologia di contratto adottata in contesti anche più variegati, che coinvolgono diverse fasce di investitori, dalle persone fisiche ai fondi, da soggetti professionali fino alle banche.

Per approfondimenti sui singoli punti trattati nel seguito rimandiamo al Report annuale, disponibile sul *web*, pubblicato dal nostro 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 anche su consulenti esterni. Le caratteristiche generali dell'emissione (scadenza, modalità di rimborso del capitale, presenza di eventuali opzioni *call/put*) dovranno essere compatibili con il piano finanziario.

Successivamente occorrerà avvalersi del supporto da parte di esperti legali per la strutturazione del contratto di finanziamento, per evitare rischi di contenziosi o di illeciti. Per le Srl, occorrerà verificare se lo Statuto sociale consente l'emissione di titoli di debito (ed eventualmente servirà un atto notarile di modifica); per questo tipo di imprese gli investitori devono rispettare i requisiti di cui parliamo nel Box 1.1 a pagina 12.

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 attuata la dematerializzazione dei titoli, con l'assegnazione di un

codice ISIN (con Banca d'Italia) e l'accentramento presso un soggetto autorizzato come Euronext Securities Milan (già Monte Titoli). Questo servizio può essere svolto autonomamente (ma di solito le PMI non hanno competenze di questo tipo al loro interno) o appoggiandosi a *servicer* esterni. Occorrerà prendere accordi anche con una banca che si prenderà carico della gestione dei pagamenti agli investitori.

Altre volte i titoli vengono mantenuti come certificati cartacei. Recentemente sono state avviate anche sperimentazioni per l'utilizzo della tecnologia *blockchain* per il *settlement* dei *minibond* (si veda l'emissione dell'impresa Quargentan nel 2022).

La ricerca degli investitori potrà essere fatta contattando direttamente operatori specializzati nel campo dei *minibond* (*in primis* fondi di *private debt*, SIM, *family office*, società di *asset management*, ma anche le stesse banche) oppure appoggiandosi su *arranger* che già dispongono di una rete di potenziali investitori e affiancheranno l'emittente in tutte le fasi descritte. Con l'entrata in vigore del Regolamento UE ECSP European Crowdfunding Service Provider, anche le piattaforme autorizzate per i servizi di *crowdfunding* (si veda il Capitolo 2) possono collocare *minibond*, ma con una serie di limitazioni attenuate nel 2024 dalla Legge 'Capitali' (si veda il Box 1.1).

Alla data del 30/6/2024 le piattaforme autorizzate dall'Italia per collocare *minibond* attraverso il *crowdfunding* erano 24, ma solo 3 di esse hanno effettivamente proposto offerte (CrowdFundMe, Fundera, Opstart), raccogliendo € 120 milioni in 125 collocamenti (si veda il dettaglio a pagina 31).

Per quanto riguarda la remunerazione da offrire al mercato, sarà necessario un confronto con i potenziali investitori, eventualmente con il supporto dell'*arranger*, rispetto alla cedola che dovrà essere promessa, in quota remunerazione del capitale, ad eventuali opzioni di rimborso anticipato (a discrezione dell'emittente e/o degli investitori) e ad

Box 1.1

Le novità introdotte dalla Legge 'Capitali' per i *minibond*

La Legge 'Capitali' (Legge 21/2024) ha introdotto una serie di misure per stimolare la crescita del mercato italiano dei capitali favorendo l'accesso e la permanenza delle imprese sul mercato mobiliare. La nuova Legge interviene su vari aspetti che riguardano ad esempio la definizione di PMI ai sensi del Testo Unico della Finanza (TUF), la possibilità di dematerializzare le quote delle Srl di piccola dimensione, la definizione di emittenti di strumenti finanziari diffusi, la *governance* delle società quotate, il voto maggiorato e il voto plurimo.

Tra le principali novità normative che riguardano il mercato dei *minibond*, si segnalano alcune modifiche agli articoli 2412 e 2483 del Codice Civile in materia di emissione di titoli di debito delle Srl e di circolazione di obbligazioni delle SpA. Fino a pochi mesi fa infatti i titoli di debito emessi da Srl potevano essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (ovvero banche e fondi gestiti da SGR). In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferiva rispondeva della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. Con l'intervento normativo contenuto nella Legge 'Capitali', è possibile la sottoscrizione e la successiva circolazione fra tutti gli investitori professionali, qualora i titoli siano destinati a circolare solo fra tali categorie di investitori e tale previsione risulti fra le condizioni di emissione, senza facoltà di modifica. Non viene più a sussistere l'obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte dell'investitore originario. Si sottolinea che la novità riguarda solo gli investitori istituzionali e non i risparmiatori *retail*.

Per quanto riguarda la SpA, la nuova Legge specifica che il doppio del capitale sociale (limite entro cui una società può emettere obbligazioni), è quello risultante dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese e non necessariamente dall'ultimo bilancio approvato. Ciò consente di accelerare i tempi per un'emissione di *minibond* successiva ad un aumento di capitale. In secondo luogo, il Legislatore prevede la possibilità di emettere obbligazioni per un importo superiore al doppio del capitale sociale e riserve disponibili per quelle emissioni destinate ad essere sottoscritte (anche in sede di rivendita) esclusivamente da investitori professionali, qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione. In precedenza la possibilità di derogare a tale limite era consentita solamente in caso di sottoscrizione dei titoli da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale oppure obbligazioni quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o, in alternativa, di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

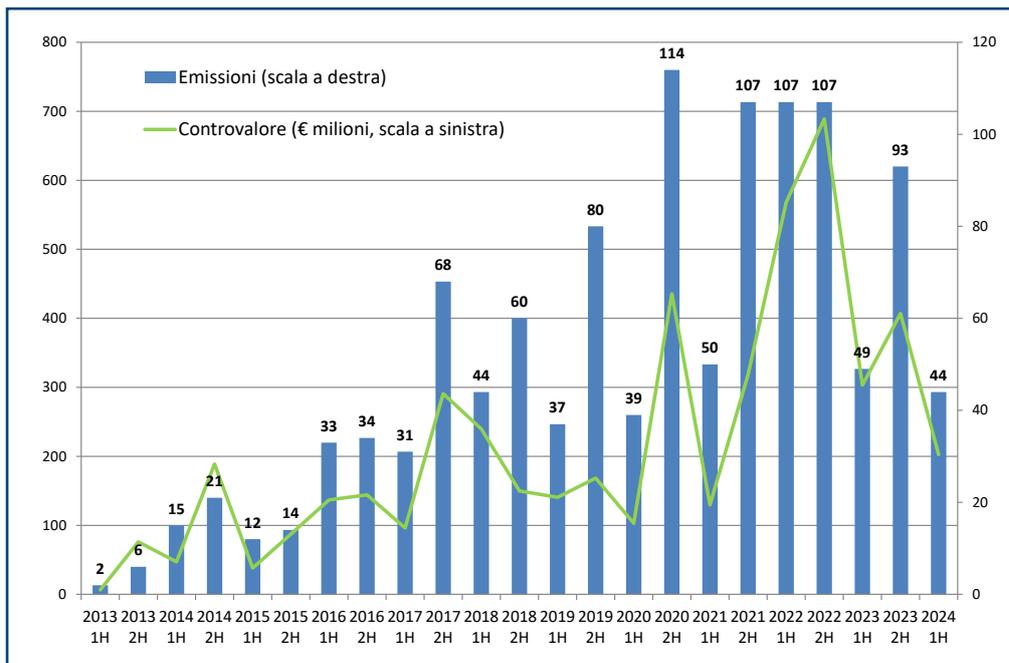


Figura 1.1

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.

eventuali garanzie che l'impresa potrà prestare (attraverso pegni su immobili, piuttosto che sul magazzino, o su altri *asset*, o da soggetti pubblici che sono attivi in questo mercato come il Fondo di Garanzia statale, o SACE, o istituzioni finanziarie regionali ed europee, o ancora i Consorzi Fidi) al fine di ridurre il rischio per gli investitori e quindi il costo del capitale.

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

I *minibond* possono essere quotati su un mercato borsistico, oppure no. Il mercato ideale in Italia è il segmento Euronext Access Milan di Borsa Italiana, aperto solo a investitori professionali essendo un listino non regolamentato ai sensi della Direttiva MiFID II; alcune imprese scelgono invece mercati esteri come quello di Vienna. I vantaggi della quotazione sono legati alla possibilità di utilizzare la piattaforma del listino per il collocamento dei titoli, ad una maggiore visibilità per gli investitori e alla maggiore liquidità dell'investimento (anche se nei fatti gli scambi sono poco frequenti); lo svantaggio è legato al costo (anche se ridotto) ma soprattutto agli adempimenti richiesti, *in primis* il rispetto della Market Abuse Regulation (MAR) che richiede la comunicazione di una serie di informazioni e impone adempimenti in tema di *internal dealing*.

La dimensione del mercato per le PMI

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

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha censito fino alla data del 30 giugno 2024 1.834 *minibond* di importo inferiore a € 50 milioni collocati da società non finanziarie, per un controvalore complessivo di € 11,44 miliardi. Limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 1.167 operazioni per un controvalore di € 4,97 miliardi; il valore medio delle singole emissioni è pari a € 4,26 milioni.

La Figura 1.1 suddivide il campione delle emissioni di PMI per semestre, evidenziando l'avvio del mercato in sordina fino al 2014 e la crescita successiva, con alti e bassi. L'incremento dei tassi di interesse registrato a partire dal 2022 si è visto soprattutto nel 2023, anno che ha registrato 142 emissioni con una raccolta di € 710,04 milioni (-43% rispetto al 2022) di cui € 406,95 milioni nel secondo semestre, con 93 emissioni. Il primo semestre del 2024 non è andato benissimo; le emissioni delle PMI sono al valore minimo

dal 2021 (44 operazioni) e la raccolta è del 33% inferiore rispetto allo stesso periodo del 2023 (€ 202,45 milioni). Come si nota ci sono delle stagionalità nel mercato: il secondo semestre tende sempre a mostrare un flusso maggiore di operazioni.

Il controvalore medio delle emissioni nel primo semestre 2024 risulta uguale a € 4,6 milioni ed è in calo rispetto al biennio precedente (ma stabile rispetto al secondo semestre del 2023).

La Tabella 1.1 riporta alcuni dati statistici fondamentali sulle emissioni. La cedola annuale (calcolata solo sui titoli a tasso fisso) ha continuato a salire negli ultimi mesi seguendo le dinamiche del mercato; nel primo semestre del 2024 abbiamo una media pari a 9,82% (nel 2021 il valore era 3,97%). Si nota un aumento della cedola variabile; nel 2021 solo il 7,0% delle emissioni la prevedeva, mentre la quota è salita al 52,8% nel 2023 e al 61,4% nei primi sei mesi del 2024. Per gli anni più recenti, dal momento che prima del 2022 solo una piccola minoranza dei *minibond* non aveva una cedola fissa, la Tabella 1.1 riporta anche il tasso medio dei *minibond* con cedole variabili, calcolato sommando lo *spread* richiesto al tasso Eurirs (*Euro interest rate swap*) corrispondente all'Euribor, alla scadenza che coincide con la *maturity* del titolo. Il valore che si trova è decisamente più basso rispetto al tasso fisso: nei primi sei mesi del 2024 siamo al 5,88%.

Tabella 1.1

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

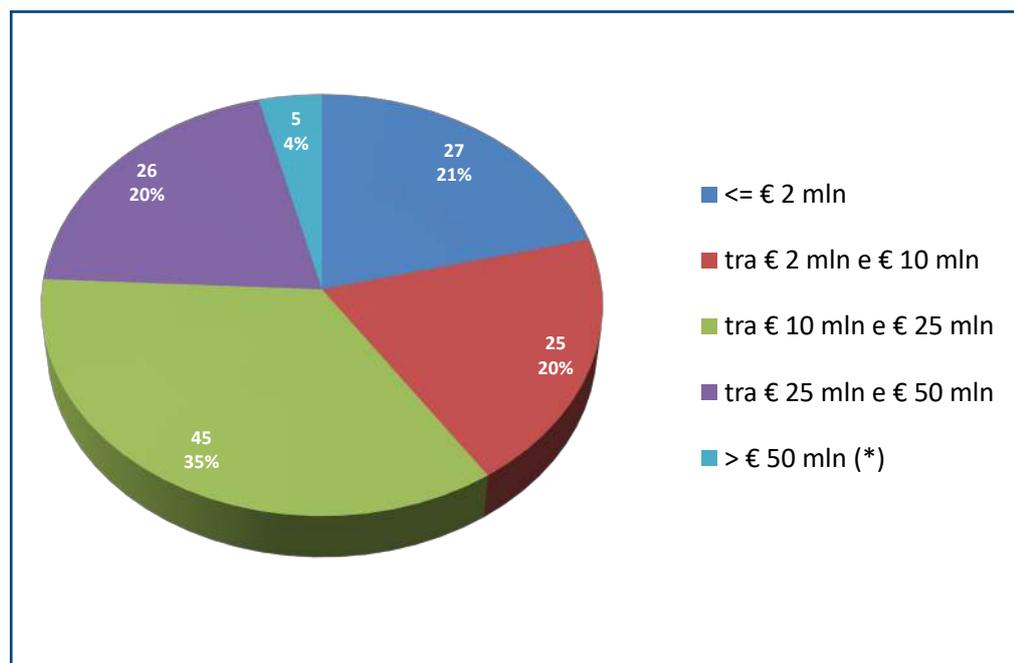
Anno di emissione	Cedola media annuale	% con cedola variabile	Maturity media (anni)	% titoli bullet	% quotati in Borsa	% con rating	% con garanzia
2013-2017	5,06%	9,7%	5,2	47,5%	55,5%	22,0%	38,9%
2018	5,19%	13,5%	4,9	46,2%	45,2%	19,2%	42,2%
2019	4,29%	15,4%	4,3	38,5%	24,8%	12,8%	49,6%
2020	3,69%	7,8%	6,5	17,6%	16,3%	40,5%	70,1%
2021	3,97%	7,0%	5,4	22,9%	17,2%	36,3%	69,8%
2022	5,29% (5,60%)	35,5%	5,3	30,4%	5,6%	13,6%	61,1%
2023	7,37% (6,45%)	52,8%	5,0	35,9%	5,6%	12,7%	64,8%
2024 (1H)	9,82% (5,88%)	61,4%	5,0	31,8%	4,5%	11,0%	72,7%
Totale	5,19%	15,4%	5,2	41,4%	37,2%	23,9%	48,5%

La scadenza media è rimasta abbastanza costante sui 5 anni e il piano di rimborso scelto è sempre più quello *amortizing*: i titoli *bullet* sono infatti una minoranza (31,8% nel primo semestre 2024). I titoli non quotati su un mercato borsistico sono la maggioranza così

Figura 1.2

Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti di *minibond* dal 1/7/2023 al 30/6/2024 per classe di fatturato

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



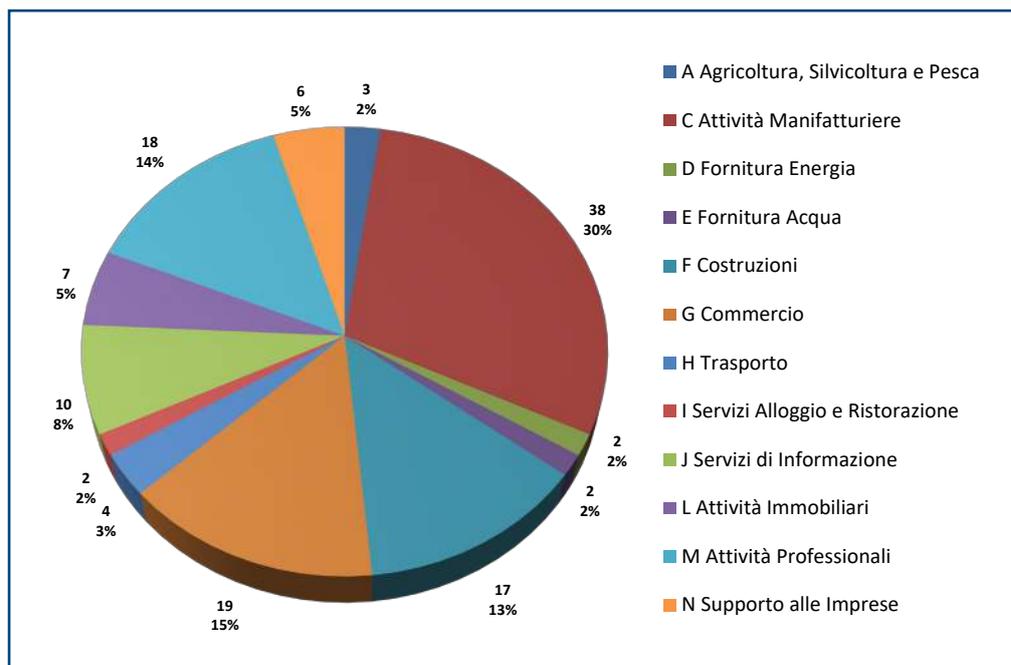


Figura 1.3

Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2023 al 30/6/2024 per tipologia di attività, secondo la classificazione ATECO

come quelli senza *rating* rilasciato una agenzia esterna. Continua a crescere il ricorso ad una garanzia reale, fornita o dall'emittente stessa o da soggetti esterni come il Fondo di Garanzia, SACE e i Confidi; si tratta di una 'eredità' dei provvedimenti emergenziali legati alla pandemia Covid, a testimoniare che il mercato si è 'abituato' alle garanzie e si aspetta quindi di averne a disposizione.

Le PMI non finanziarie emittenti di *minibond* in Italia risultavano essere 812 al 30 giugno 2024. La differenza rispetto al numero di emissioni è dovuta al fatto che molte emittenti hanno condotto più emissioni. È interessante notare che le PMI emittenti per la prima volta nel primo semestre 2024 sono state 27, un valore più basso rispetto ai flussi del passato, e di poco inferiore al primo semestre 2023 quando erano state 29.

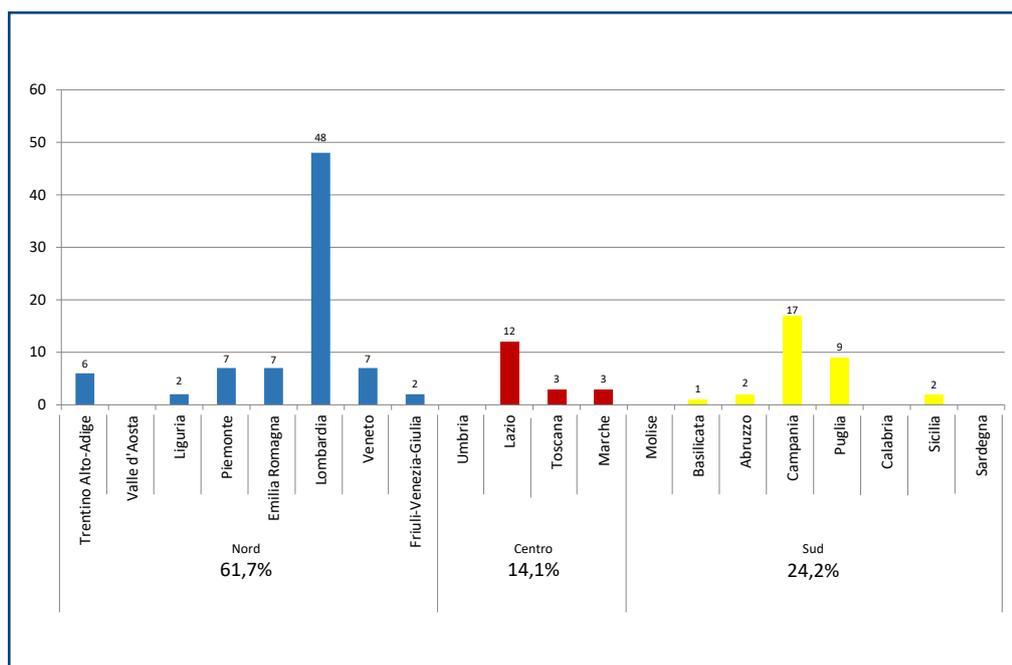
La Figura 1.2 suddivide il campione delle 128 PMI emittenti negli ultimi 12 mesi (dal 1/7/2023 al 30/6/2024) per fatturato. Si può notare una distribuzione abbastanza equilibrata, a indicare che la tipologia di PMI che si avvicinano allo strumento dei *minibond* è diversificata. Abbiamo registrato 27 aziende con un fatturato da ultimo bilancio all'emissione non superiore alla soglia di € 2 milioni. Il gruppo più numeroso è quello delle imprese con fatturato fra € 10 milioni e € 25 milioni (35%). Per curiosità, le 128 emittenti sono per il 48% società per azioni (SpA), per il 51% società a responsabilità limitata (Srl) e abbiamo un caso di società cooperativa.

La Figura 1.3 evidenzia i settori di attività, rispetto al codice ATECO. Anche in questo caso si vede una dispersione fra molti tipi di *business*, prendendo atto della preponderanza del settore manifatturiero (codice C) anche negli ultimi 12 mesi; questo settore rappresenta il 30% delle emittenti, ma è in calo rispetto al periodo precedente. Il commercio (codice G) è stabile al 15%, così come le attività professionali (ATECO M) al 14%; seguono in buona crescita le costruzioni (codice F) al 13% contro il 10% dell'anno precedente. La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica: si conferma senza sorpresa sul podio la Lombardia con 48 PMI, pari al 38% del totale (un anno fa era al 28%). Le altre regioni del Nord perdono terreno mentre cresce l'incidenza del Centro (14,1% in particolare grazie alle 12 emittenti laziali) e soprattutto del Sud grazie alle emissioni dei programmi di *basket bond* regionali in Campania (addirittura al secondo posto in Italia con 17 PMI) e in Puglia (9 imprese).

Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano i casi nel Box 1.2 a pagina 17) si conferma che quasi mai i *minibond* rappresentano alternative meno costose rispetto al credito bancario, laddove disponibile. Vi sono quindi altri vantaggi. 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 finan-

Figura 1.4

Suddivisione delle PMI non finanziarie emittenti dal 1/7/2023 al 30/6/2024 per localizzazione geografica



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

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

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

Infine, l'emissione di un *minibond* viene considerata come una 'prova generale' in vista di possibili operazioni successive, come il *private equity* (si veda il Capitolo 6) e la quotazione in Borsa (si veda il Capitolo 7), certamente meno 'invasiva' dal momento che non comporta variazioni nella compagine societaria della PMI. Vi è evidenza che le società che collocano un *minibond* attirano l'attenzione di investitori del *private capital* ottenendo quindi un segnale di 'certificazione' della propria qualità.

I 'basket bond'

Una delle criticità legate ai *minibond* delle PMI è la difficoltà nell'attrarre alcune tipologie di investitori professionali, in particolare stranieri, che tipicamente considerano *ticket* minimi di investimento sopra una certa soglia. La taglia di emissione di un *minibond* può invece essere anche molto piccola. Per rispondere a questo problema, è possibile ricorrere alla cartolarizzazione di più titoli, ottenendo uno schema noto con il nome di 'basket bond'. Nella pratica, alcune imprese si accordano - con la regia di un *arranger* - per organizzare delle emissioni 'sincronizzate' rispetto alle scadenze, le quali vengono sottoscritte interamente da un veicolo di cartolarizzazione 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 riesce a raggiungere una massa critica consistente. È possibile creare più *tranche* di ABSs, *junior* e *senior*, che possono essere

Box 1.2Casi di PMI finanziate attraverso i *minibond**Bibione Mare SpA*

Si tratta di una società che gestisce aree da campeggio e aree attrezzate, con sede a San Michele al Tagliamento (VE). Nel luglio 2024 ha emesso un *minibond* da € 3 milioni a scadenza 2030 con cedola variabile, pari al tasso Euribor a 6 mesi più 300 punti base e assistito per l'80% dal Fondo di Garanzia statale. Il *minibond* è stato collocato sul portale di *crowdfunding* Fundera controllato da Frigiolini & Partners Merchant, che è anche *advisor* di Bibione Mare, *arranger*, coordinatore di processo e *servicer*. A sottoscrivere parte dell'emissione è stata la finanziaria regionale Veneto Sviluppo, che ha assunto il ruolo di *anchor investor*. Hanno co-investito anche BCC Pordenonese e Monsile, Banca di Asti e Cofidi Veneto.

L'emissione provvederà a dare alla società mezzi finanziari adeguati per dare copertura agli investimenti programmati, in particolare per finanziare l'esecuzione delle opere collegate al rinnovo delle concessioni demaniali, senza il ricorso al credito bancario.

De Angelis Food SpA

De Angelis è uno storico pastificio di Villafranca di Verona, specializzato nella produzione di pasta fresca all'uovo trafilata al bronzo e controllato dal fondo Aliante Equity. A maggio 2024 ha concluso con successo la sua seconda emissione di *minibond* per un valore di € 6 milioni.

L'operazione è stata strutturata e collocata da Banca Finint, con la sottoscrizione da parte di BCC Banca Iccrea e Banca Popolare dell'Alto Adige (Volksbank). Banca Finint ha ricoperto anche il ruolo di Banca Agente, mentre lo studio legale CRCCD ha agito come consulente legale dell'operazione. L'iniziativa mira a sostenere il piano di crescita del gruppo, che punta a raggiungere un fatturato consolidato di € 250 milioni entro il 2030 e a rafforzare la propria presenza sui *mercati internazionali*.

Fanfani Srl

Parliamo di un'azienda familiare con oltre un secolo di esperienza nel settore dello *shipping*, localizzata a Livorno. Specializzata in trasporti internazionali marittimi, aerei e stradali, è *leader* nell'*export* dall'Italia verso il Centro America, la Cina, il Sud-Est Asiatico e l'Africa Nord Occidentale. A marzo 2024 ha emesso per la prima volta un *minibond* dell'ammontare di € 2,3 milioni con cedola pari all'Euribor a 3 mesi maggiorato di 150 punti base, con una durata di sei anni. Questa emissione fa parte del nuovo programma Basket Bond "Made in Italy" dedicato alle imprese che operano nei settori strategici dell'economia italiana. Il capitale raccolto è destinato all'acquisto e ristrutturazione di un immobile destinato all'esercizio dei servizi di movimentazione e deposito e allo sviluppo dell'offerta di servizi di logistica.

Free Luce & Gas SpA

La società opera nel mercato elettrico nazionale; ha sede legale a Roma e uffici direzionali a Terni. Nel marzo 2024 ha emesso un *sustainability linked minibond* da € 4 milioni, che è stato interamente sottoscritto da UniCredit. L'operazione è finalizzata a supportare lo sviluppo dell'azienda e un miglioramento dei suoi profili di sostenibilità. Il titolo prevede un meccanismo di riduzione o aumento del tasso di interesse al raggiungimento o meno del *target* previsto nel contratto: l'azienda si impegna – nell'arco del piano della durata di 5 anni – a ottenere e migliorare il *rating* ESG assegnato da Cerved, incaricata della certificazione del conseguimento dei *target*. Le obbligazioni saranno infatti fruttifere di un interesse variabile pari all'Euribor a 3 mesi più uno *spread* di 260 punti base che potrà crescere a 270 in caso di deterioramento del *rating* ESG oppure ridursi a 250 in caso di miglioramento.

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

I diversi programmi di *basket bond* lanciati in Italia hanno ormai superato la soglia di € 2 miliardi investiti; si evidenzia il ruolo di *anchor investor* di Cassa Depositi e Prestiti

(CDP) che dal 2017 al 2023 ha mobilitato risorse per un totale di oltre € 1,5 miliardi a supporto di oltre 250 PMI e Mid Cap. Negli ultimi mesi segnaliamo le nuove *tranche* dei programmi regionali Garanzia Campania Minibond e Basket Bond Puglia, il Basket Bond Tech dedicato principalmente a società appartenenti al settore del digitale e a progetti di innovazione tecnologica, il Basket Bond con Garanzia di Portafoglio promosso da Confindustria. Nel 2024 ci sono state nuove emissioni anche per i programmi lanciati da Unicredit (con una iniziativa inedita focalizzata sulla filiera del Made in Italy oltre a quelle già attive sui temi ESG e Missione Salute), Banca Sella e BPER. Da citare anche RedFish Basket Bond, il programma costruito da RedFish Capital Debt e Banca Finint dedicato alle imprese presenti nel portafoglio del veicolo RedFish Long Term Capital. Sono invece ai nastri di partenza il Basket Bond Lazio e il Basket Bond Filiera Lombardia per le filiere innovative, sostenibili e competitive. Anche l'Emilia Romagna e la finanziaria regionale Friulia stanno promuovendo un loro Basket Bond.

I *minibond* ESG

La crescente attenzione del mercato finanziario verso la sostenibilità e i temi ESG (Environmental, Social, Governance) ha alimentato negli ultimissimi anni le emissioni di titoli obbligazionari come *green bond*, *social bond* e *sustainability-linked bond* che si pongono obiettivi di generare un impatto positivo in termini di sostenibilità. Anche le PMI hanno approfittato di questa opportunità.

I *green bond* sono titoli obbligazionari emessi per finanziare progetti con un impatto positivo in termini ambientali. Esempi di progetti *green* possono essere: l'installazione di impianti per la generazione di energia rinnovabile, un progetto di efficientamento energetico, un investimento per incrementare il riciclo di rifiuti o promuovere l'economia circolare. Ovviamente anche i progetti che mirano a ridurre l'emissione di gas serra nell'atmosfera attraverso la riduzione del consumo di combustibili fossili, in linea con l'Accordo di Parigi del 2015, rientrano nel dominio dei *green bond* e anzi rappresentano una categoria specifica, denominata *transition bond*. È importante sottolineare che un *green bond* può mirare a finanziare un nuovo progetto, oppure a rifinanziare uno già esistente, con caratteristiche eleggibili.

Oltre ai *green bond*, esistono i *social bond* (che finanziano progetti a impatto sociale), i *sustainability bond* (che finanziano progetti con un impatto generale su temi di sostenibilità) e i *sustainability-linked bond*. Questi ultimi prevedono meccanismi per 'agganciare' il rendimento del titolo, e quindi il costo del capitale per l'emittente, ai risultati di impatto del progetto premiando l'emittente con uno 'sconto' sul tasso di interesse in caso di raggiungimento di un obiettivo prefissato. In questo caso i proventi dell'emissione possono però essere utilizzati per ogni generico investimento aziendale.

Le PMI interessate a collocare *minibond* ESG possono seguire buone pratiche e codici volontari, come ad esempio i principi ICMA (International Capital Market Association) specifici per ogni tipologia di *bond* sopra citata. In generale si richiede che venga formalizzato il processo di selezione degli investimenti, attraverso metriche chiare e pertinenti, che ci sia un meccanismo di segregazione dei proventi dall'emissione obbligazionaria (in modo da evitare che vadano a finanziare altri progetti non *green*), che venga implementata una rendicontazione periodica trasparente dell'impatto ottenuto dal progetto, magari 'certificata' anche da un soggetto indipendente esterno (ovvero una '*second party opinion*' o una certificazione riconosciuta o un *audit* emesso da una società qualificata). Un altro *standard* disponibile, specifico per i *bond* che mirano all'obiettivo di riduzione delle emissioni di gas serra, è quello di Climate Bond Initiative (CBI).

Anche l'Unione Europea ha deciso di dotarsi di un Green Bond Standard (Regolamento 2023/2631, EuGb) che le imprese possono adottare, in linea con le regole della Tassonomia UE (che definisce i requisiti minimi affinché un progetto o un'attività economica possa essere definita 'sostenibile' dal punto di vista ambientale).

Negli ultimi 12 mesi abbiamo conteggiato 8 emissioni di PMI italiane che possono qualificarsi come *minibond green* e 10 emissioni '*sustainability-linked*'.

2. Crowdfunding



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

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

I modelli del *crowdfunding*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Reward-based crowdfunding

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

Le piattaforme *leader* in quest'ambito sono le americane Kickstarter e Indiegogo: su queste piattaforme troviamo casi di successo eclatante come i progetti del Pebble Smartwatch (\$ 43,3 milioni in 3 campagne), "Surprise! Four Secret Novels by Brandon Sanderson" proposto da Dragonsteel Entertainment (\$ 41,7 milioni raccolti) e Brandon Sanderson's Cosmere® RPG proposto da Brotherwise Games (\$ 15,1 milioni).

I progetti italiani proposti da PMI che hanno raccolto capitale su Kickstarter e Indiegogo sono numerosi, soprattutto nel mondo degli orologi di lusso, dei videogiochi e giochi da tavolo. In effetti attraverso queste piattaforme è possibile raggiungere un mercato potenziale globale.

Esistono anche portali italiani *reward-based* come Produzioni dal Basso, Ginger ed Eppela, dove però è molto raro che progetti proposti da aziende per finanziare un *business* arrivino a raccolte significative.

Fra i progetti più interessanti segnaliamo BiUniCrowd (Bicocca Università del Crowdfunding) il programma dell'Università di Milano-Bicocca che finanzia progetti ideati dalla comunità accademica, attraverso la raccolta di fondi tramite la piattaforma Ginger. Attualmente è aperta la *call* per la settima edizione; nelle sei precedenti edizioni sono state finanziate 26 campagne, con una raccolta di oltre € 265.000.

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

Crowdinvesting: le 'regole del gioco' e il Regolamento ECSP

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

Per quanto riguarda invece il *lending crowdfunding*, le piattaforme sono state inquadrate inizialmente come Istituti di Pagamento (o loro agenti) che raccolgono e finalizzano

contratti di mutuo per mezzo dei quali un prestatore mette a disposizione di un'impresa somme di denaro con la promessa da parte di quest'ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo. Il portale offre un contratto di servizi di pagamento 'a distanza' che sottoscrive con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento.

Il mercato è oggi normato dal Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per il *business* (European Crowdfunding Service Providers, ECSP), che ha introdotto importanti novità sia sul piano del regime di autorizzazione delle piattaforme (definite come 'fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding*'), sia sul piano delle regole di condotta, oltre a consentire l'operatività *cross-border* delle piattaforme in altri Paesi europei, in regime di 'passaportazione'.

Il Regolamento introduce un *framework* comune valido sia per il *crowdfunding* avente ad oggetto valori mobiliari eleggibili ai sensi della Direttiva MiFID II che non prevedono limitazioni nazionali nella distribuzione a risparmiatori *retail* (Art. 2 comma 1 lettera a sub. i) sia per il *peer-to-peer lending* (Art. 2 comma 1 lettera a sub. ii). I 'servizi di *crowdfunding*' vengono infatti definiti come l'intermediazione nella concessione di prestiti e il collocamento di valori mobiliari.

Il Regolamento ECSP definisce le regole per l'organizzazione, autorizzazione e vigilanza da parte delle autorità di mercato, il funzionamento delle piattaforme, la trasparenza e le comunicazioni di *marketing*, le sanzioni previste per comportamenti non conformi. Inoltre, il Regolamento introduce un modello informativo standardizzato con tutti i dettagli chiave dell'investimento (Key Investment Information Sheet, KIIS) e l'obbligo di un questionario d'ingresso per la verifica degli investitori non qualificati.

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

In Italia il Regolamento è stato attuato con il D.L. 30/2023, che ha posto alcuni 'paletti' importanti, che possono essere così sintetizzati:

- Consob e Banca d'Italia sono state entrambe individuate quali autorità nazionali deputate a vigilare. Tra di esse vi è una suddivisione di ruoli. La prima è l'autorità competente per raccogliere le domande di autorizzazione, garantire la trasparenza e la correttezza dei servizi di *crowdfunding* (incluse le comunicazioni di *marketing*) in coordinamento con ESMA, mentre la seconda si occupa dell'adeguatezza patrimoniale, del contenimento del rischio, della *governance* societaria e dei requisiti di organizzazione e continuità dell'attività, dell'organizzazione amministrativa e contabile, dei controlli interni. Dal punto di vista procedimentale sono stati definiti due canali di gestione dei processi amministrativi: Consob, sentita Banca d'Italia, autorizzerà i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'articolo 12 del regolamento ECSP e potrà revocare l'autorizzazione ai sensi dell'articolo 17 dello stesso regolamento. Banca d'Italia, sentita Consob, autorizzerà le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari vigilati che intendono offrire servizi di *crowdfunding*;
- per le imprese, la principale novità è l'estensione dell'*equity crowdfunding* (opportunità prima riservata alle sole PMI comprese le *startup* innovative) a tutte le società di capitale. Per facilitare un mercato secondario degli investimenti, viene confermata (con disposizione esclusivamente nazionale) la possibilità di avvalersi del regime alternativo di intestazione delle quote delle Srl senza costi o oneri di scritturazione o trasferimento quote né per l'acquirente né per l'alienante;
- non sono stati abrogati i limiti esistenti nel Codice Civile sul collocamento di titoli di debito e obbligazioni. Tuttavia, la successiva Legge 21/2024 ('Legge Capitali') ha 'allentato' alcuni vincoli sia per le SpA sia per le Srl (in particolare per queste ultime è data la possibilità di far sottoscrivere titoli di debito anche a investitori professionali non soggetti a vigilanza prudenziale a condizione che ciò risulti tra le condizioni dell'emissione - si veda il Capitolo 1). Fra l'altro la Legge Capitali introduce anche la possibile dematerializzazione delle quote del capitale delle Srl, elemento utile per favorire un mercato secondario nell'*equity crowdfunding*.

Le autorità di mercato hanno chiuso il cerchio; Consob con delibera n. 22720 del 1/6/2023 ha emanato il Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding* che sostituisce in toto quello precedente. È un documento molto sintetico (poiché gran parte delle norme sono contenute nel Regolamento ECSP) che va a precisare alcuni dettagli sul processo di autorizzazione e revoca, sugli obblighi informativi, su come le piattaforme devono veicolare le comunicazioni commerciali ai clienti.

Banca d'Italia, dopo una consultazione con gli operatori del mercato, ha definito gli "Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding*" indicando le aspettative sulle modalità con cui le piattaforme devono uniformarsi in materia di *governance*, controlli interni, valutazione dell'idoneità degli esponenti interni e *due diligence* sui progetti presentati. Nel maggio 2024 è stato emanato sempre da Banca d'Italia il Provvedimento "Disposizioni della Banca d'Italia di attuazione dell'articolo 4-sexies.1 del TUF in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese" dove troviamo disposizioni sulle comunicazioni annuali che i portali devono effettuare, nonché sui requisiti dei titolari di quote del capitale e degli esponenti delle piattaforme.

Crowdinvesting: le piattaforme autorizzate in Italia

Alla data del 15 novembre 2024 in Italia risultavano autorizzati, in base alla normativa citata, 40 portali per la raccolta di capitali *online* (si veda la Tabella 2.1).

Nel report dell'anno scorso avevamo censito 48 portali di *equity crowdfunding* autorizzati dalla Consob; va detto però che 7 fra queste non avevano mai pubblicato una campagna fino al 30/6/2023. Nell'ambito *lending* invece erano state censite 10 piattaforme attive 'generaliste' più 17 specializzate nel contesto immobiliare.

Va ricordato che fra le piattaforme italiane di *lending* già operative c'è EvenFi, che però ha utilizzato una sussidiaria a Barcellona ottenendo l'autorizzazione ECSP attraverso l'autorità spagnola.

Considerato che - come evidenziato nella Tabella 2.1 - abbiamo 5 nuovi operatori autorizzati sul mercato, il saldo netto degli ultimi 12 mesi è dunque ampiamente negativo: mancano all'appello ben 39 piattaforme (25 *equity* e 14 *lending*) che o non hanno ritenuto opportuno chiedere l'autorizzazione sotto il nuovo Regolamento ECSP o potrebbero essere ancora nella fase di richiesta dell'autorizzazione. In ogni caso questi 39 portali non sono al momento attivi.

Tabella 2.1

I portali autorizzati di servizi di *crowdfunding* per le imprese in base al Regolamento ECSP alla data del 30/6/2024

(*) = nuovo operatore

Sito web	Società gestore	Data autorizzazione	Sub. i) Prestiti	Sub. ii) Valori mobiliari
Buildbull.com (*)	Buildbull Srl	25/10/2023		x
Concreteinvesting.com	Concrete Srl	25/10/2023		x
Fundera.it	Fundera Srl	25/10/2023		x
Walliance.it	Walliance SIM SpA	08/11/2023	x	x
Ener2crowd.com	Ener2crowd Srl SB	08/11/2023	x	x
Yeldocrowd.com	Y-Crowd Srl	08/11/2023	x	x
Mamacrowd.com	SiamoSoci Srl	08/11/2023		x
Doorwayplatform.com	Doorway SpA SB	10/11/2023		x
Backtwork24.com	Backtwork24 Srl	10/11/2023		x
Crowdfundme.it	CrowdFundMe SpA	10/11/2023		x
Rendimentoetico.it	Rendimento Etico Srl	29/11/2023	x	
Recrowd.com	Recrowd Srl	06/12/2023	x	
Trusters.it	Trusters Srl	06/12/2023	x	
Leoneinvestments.it	Leone Investment Srl	12/12/2023	x	
Demetralending.com	Demetra Lending Srl SB	12/12/2023	x	

Tabella 2.1

portali autorizzati di
vizi di *crowdfunding*
le imprese in base al
olamento ECSP alla
data del 30/6/2024

) = nuovo operatore

Sito web	Società gestore	Data autorizzazione	Sub. i) Prestiti	Sub. ii) Valori mobiliari
Opstart.it	Opstart Srl	20/12/2023	x	x
2meet2biz.com	Migliora Srl	17/01/2024		x
Clubdealonline.com	ClubDeal SpA	17/01/2024		x
Upsidetown.it	UpsideTown Srl	31/01/2024		x
Bildap.it	Bildap Srl	31/01/2024		x
Bridgeasset.it	Bridge Real Estate Srl	31/01/2024	x	
Prepayinvestimenti.it	Prepay Srl	14/02/2024	x	
Equicrowd.it (*)	Equity & Crowdfunding Srl	20/02/2024		x
Finnexta.it	Innexta Scrl	20/02/2024		x
Wearestarting.it	WeAreStarting Srl	18/04/2024		x
Myrestartup.it	Restartup Srl SB	18/04/2024	x	x
Ecomill.it	Ecomill Srl	18/04/2024	x	x
Starsup.it	StarsUp Srl	22/05/2024		x
Isicrowd.it	EasyCrowd Srl	22/05/2024	x	
Pariterequity.com	Pariter Equity Srl	05/06/2024		x
Mfnexrequity.it	MF Next Equity Crowdfunding Srl	12/06/2024		x
Optimart.it	Optimart Srl	12/06/2024	x	
Forcrowd.com	Forcrowd Srl	19/06/2024		x
Buildlenders.it	Build Lenders Srl	10/7/2024	x	
Brickup.it	BrickUp Srl	10/7/2024		x
Relender.eu	Re-Lender SpA	10/7/2024	x	
Re-anima.com	Re-Anima Srl	4/9/2024		x
Escaluscapital.com (*)	Escaluscapital Srl SB	18/9/2024	x	
n.d. (*)	Urban Deal Srl	18/9/2024	x	
Tifosy.com (*)	Tifosy Italia SIM SpA	23/10/2024		x

Tabella 2.1

(continua)

Per quanto riguarda le modalità con cui le piattaforme intendono promuovere campagne di *crowdfunding*, la maggioranza (21) intende focalizzarsi solo su titoli mobiliari (*equity* e *minibond*), 13 si propongono sui prestiti (*lending*). I *player* già esistenti hanno tutti mantenuto il proprio campo di attività presidiato fino al 2023, al limite estendendosi nell'altra categoria: è il caso di 6 operatori che hanno ottenuto di poter operare su entrambi i segmenti.

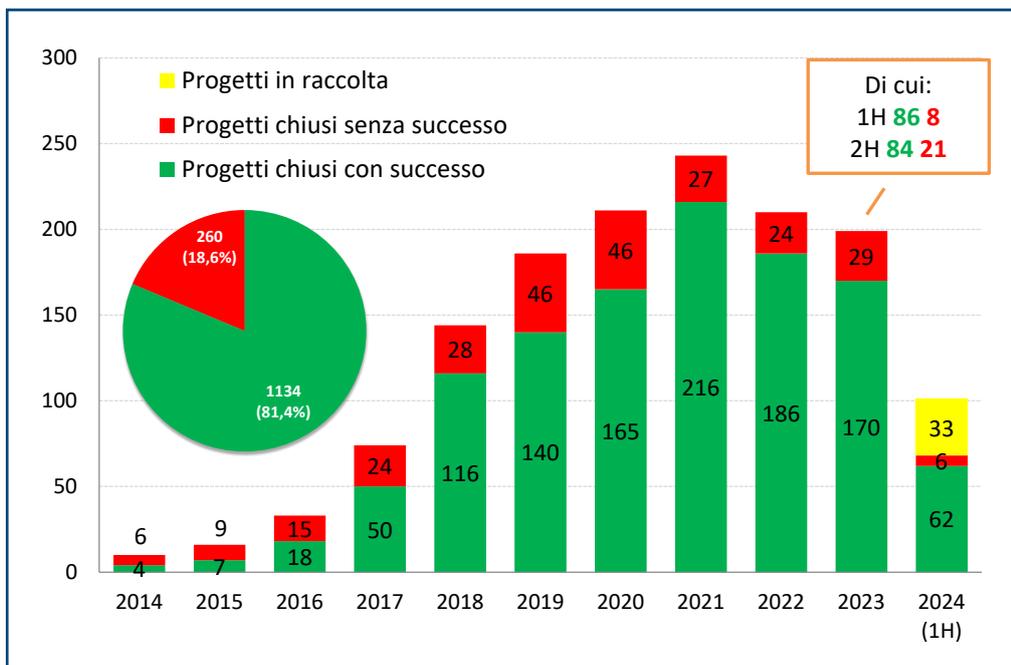
Le offerte di quote di capitale di rischio

La Figura 2.1 riporta il numero di campagne totali per la raccolta di quote del capitale di rischio presentate dalle piattaforme italiane autorizzate a partire dall'entrata in vigore della normativa fino al 30 giugno 2024. Si tratta di 1.427 collocamenti, di cui 1.134 chiusi positivamente, 260 chiusi senza raggiungere il *target* minimo previsto (senza quindi alcuna raccolta a consuntivo) e 33 che erano ancora in corso (molte dei quali avevano già raggiunto la soglia minima di successo). Consideriamo come un'unica campagna quelle che sono state inizialmente chiuse per poi essere riaperte, anche a distanza di parecchi giorni, facendo leva sulle stesse delibere di aumento di capitale e sulle stesse informazioni.

Le nuove campagne attivate a partire dal 1/7/2023 risultano essere 161 (46 in meno rispetto al periodo precedente), di cui 86 pubblicate nel secondo semestre 2023 e 75 pubblicate nel primo semestre 2024.

Già nel 2022 avevamo segnalato un calo nel numero di campagne chiuse (210, -13,6% rispetto al 2021). Il 2023 ha mostrato un nuovo calo (199, -5,2%). Il primo semestre 2024

Figura 2.1
Flusso temporale delle campagne di equity crowdfunding in Italia, per data di conclusione

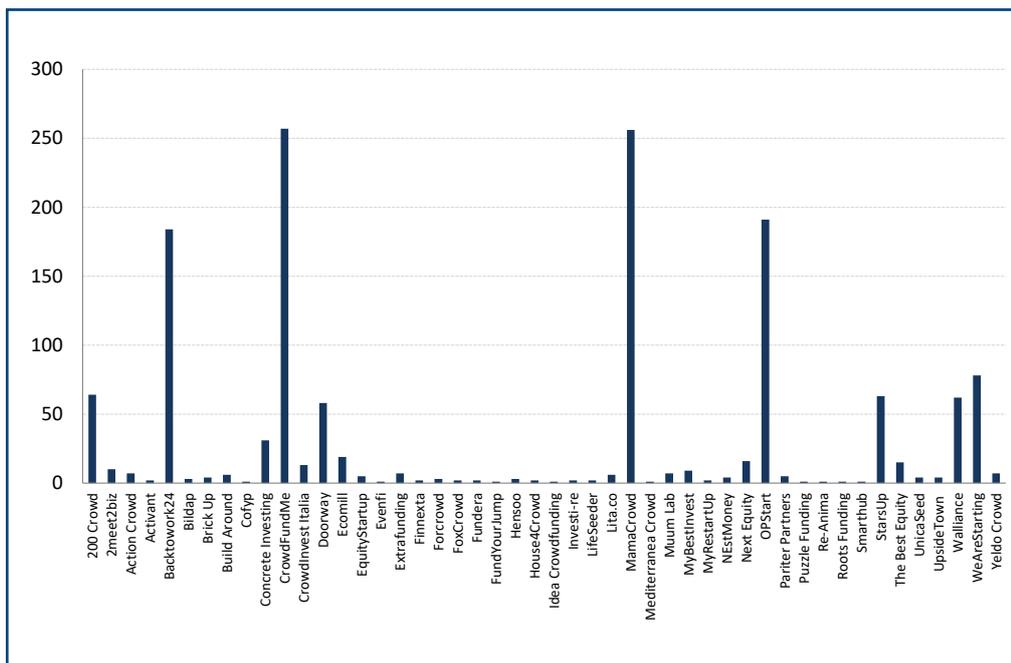


ha visto invece solo 62 campagne chiuse positivamente (-27,9% rispetto alle 86 dei primi 6 mesi dell'anno scorso) e 6 senza successo.

Pesano sull'andamento del mercato dell'equity crowdfunding l'aumento dei tassi di interesse che ha reso più competitive e attraenti le forme tradizionali di investimento come le obbligazioni e i titoli di Stato, l'incertezza sulla congiuntura (soprattutto rispetto alle tensioni geo-politiche) e - come evidenziato nelle pagine precedenti - la sospensione delle attività di molti portali a inizio novembre 2023 in attesa dell'autorizzazione ECSP.

Il tasso di successo della raccolta, misurato solo sulle campagne chiuse, continua a essere stabile intorno al 90% come dato tendenziale mentre quello storico (si veda sempre la Figura 2.1) è intorno all'81%. Nonostante il ciclo negativo, le piattaforme sono state sia più selettive nell'accettare solo campagne dove si prospetta un buon grado di adesione, sia più capaci di fare leva sulla mole di contatti e clienti che hanno accumulato nel tempo. La Figura 2.2 suddivide le campagne totali fra i diversi portali autorizzati, mentre la Figura 2.3 evidenzia il flusso dei nuovi progetti pubblicati negli ultimi 12 mesi. Guardando i dati storici, al primo posto troviamo CrowdFundMe con 257 campagne, seguita a un

Figura 2.2
Numero di campagne di equity crowdfunding pubblicate dai portali autorizzati, alla data del 30 giugno 2024: valore cumulato totale



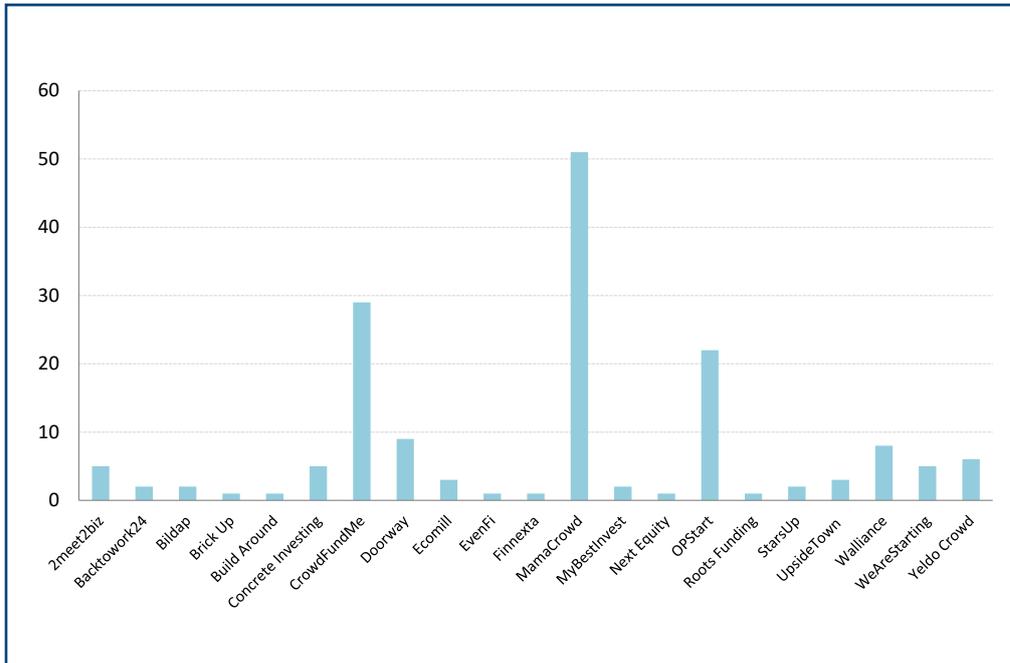


Figura 2.3

Numero di campagne di equity crowdfunding pubblicate dai portali autorizzati in Italia: flusso delle nuove campagne negli ultimi 12 mesi (1/7/2023-30/6/2024)

soffio da Mamacrowd (256 campagne) e Opstart con 192 che supera BacktoWork (184). Queste quattro piattaforme hanno originato più del 60% delle campagne.

Se guardiamo solo agli ultimi 12 mesi passati, sul podio abbiamo Mamacrowd (51 collocamenti in offerta dal 1/7/2023 al 30/6/2024), CrowdFundMe (29) e Opstart (23). Si può notare che queste tre piattaforme *leader* hanno pubblicato praticamente lo stesso numero di campagne ospitate nei 12 mesi precedenti (Mamacrowd addirittura 9 in più). Il calo del flusso totale è quindi interamente attribuibile alle altre piattaforme. In effetti i portali attivi negli ultimi 12 mesi osservati sono stati solo 21.

	Target di raccolta (€): valore medio	Quota del capitale offerta (%): valore medio
Progetti non immobiliari	208.794	7,96%
2014-2017	222.132	15,40%
2018	182.477	7,94%
2019	168.855	7,36%
2020	188.250	8,16%
2021	240.635	7,62%
2022	237.322	5,67%
2023	214.256	5,35%
2024 (1° semestre)	194.233	4,78%
Progetti immobiliari	1.155.826	n.s.
2018	500.000	n.s.
2019	707.737	n.s.
2020	1.255.000	n.s.
2021	1.223.846	n.s.
2022	1.403.125	n.s.
2023	1.256.160	n.s.
2024 (1° semestre)	1.184.833	n.s.

Tabella 2.2

Statistiche sulle 1.427 offerte di equity crowdfunding del campione: target di raccolta per anno di pubblicazione della campagna e quota del capitale offerta

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 1.427 offerte pubblicate, rispetto al target di raccolta. Esso è definito in funzione dell'obiettivo 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 necessaria-

¹ In caso di conflitto fra l'indicazione contenuta sulla pagina *web* rispetto ad altri documenti, viene considerato come valore di riferimento quanto contenuto nel documento informativo allegato. Si ricorda che i documenti di offerta non sono approvati da Consob e quindi presentano strutture abbastanza eterogenee e a volte dati discordanti.

mente compatibile con la delibera assembleare relativa. 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 minima¹ 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. Questo è spesso accaduto quando il *crowdfunding* si inseriva in un'operazione più ampia in cui erano coinvolti altri investitori ben individuati (con un aumento di capitale quindi suddiviso in diverse *tranche* e sequenze temporali). Abbastanza raramente le campagne prevedono un aumento di capitale solo inscindibile, in cui la raccolta - se chiusa con successo - non può che essere esattamente uguale al *target*.

Può accadere che l'impresa emittente abbia deciso in un momento successivo di aumentare la soglia massima dell'aumento di capitale, con una delibera apposita, per soddisfare una domanda molto consistente (e forse inattesa).

I dati distinguono fra progetti immobiliari e non, poiché i primi tipicamente puntano a un importo più elevato rispetto ai secondi. I progetti immobiliari nel campione sono 153 e si concentrano tutti dopo il 2018, anno in cui l'*equity crowdfunding* è stato esteso a tutte le PMI. Sono definiti come campagne tese a finanziare un progetto immobiliare. Negli ultimi 12 mesi le nuove campagne immobiliari sono state 36, ovvero il 22,4% del totale; la percentuale è in ulteriore aumento (nella rilevazione dell'anno precedente eravamo al 16,9%).

Il *target* di raccolta medio per le offerte non immobiliari è stato pari a € 208.794, con un valore mediano pari a € 100.000 (ovvero metà delle imprese si ponevano un obiettivo uguale o sotto questa soglia). Il valore medio continua ulteriormente a scendere. Per quanto riguarda le campagne immobiliari, il valore medio è € 1.155.826 mentre il mediano è € 1.000.000. Soprattutto si osserva un ridimensionamento delle ambizioni di raccolta per gli importi massimi, in entrambi i segmenti del mercato.

La Tabella 2.2 riporta anche la quota del capitale offerta in cambio del denaro raccolto (in corrispondenza del *target* definito prima) è in media pari al 7,96% con una variabilità elevata²; il valore mediano è 5,00%. Va 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*.

Il valore medio per le offerte del primo semestre 2024 continua a scendere (4,78%) mentre il valore mediano è stabilmente inferiore al 4%. Si rafforza la tendenza dei proponenti a mantenere il controllo sulle attività dell'impresa, conservando la maggioranza assoluta dei diritti di voto e patrimoniali.

Per quanto riguarda la tipologia delle quote del capitale offerte, rimane prevalente la pratica di offrire titoli con diritti simili o differenziati rispetto a quelli dei fondatori, in funzione di quanto si investe. Il 59% delle offerte più recenti prevedeva questo meccanismo; sul campione totale la percentuale è il 66%. Negli ultimi mesi è cresciuta la tendenza a offrire solo quote non votanti (31% contro la media storica del 17%); come notato prima, è infatti aumentata l'incidenza dei progetti immobiliari dove questa prassi è la norma. Nel 6% dei casi più recenti l'offerta riguardava solo quote ordinarie (con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori) o comunque solo di titoli con diritto di voto pieno (la media storica è decisamente più alta, 15%). Negli altri casi troviamo situazioni più specifiche come l'offerta di titoli votanti, ma con caratteristiche diverse rispetto alle ordinarie, ad esempio con diritto di voto limitato, oppure con privilegi particolari nella *governance* o collegate ad accordi come Simple Agreement for Future Equity (SAFE), o offerte in parte riservate a specifiche categorie di soggetti. È interessante notare una conseguenza della nuova normativa ECSP: mentre la precedente regola italiana consentiva il collocamento di sole quote del capitale di rischio, ora è pos-

² In questa statistica escludiamo le campagne promosse da veicoli di investimento senza *asset* di bilancio significativi pre-offerta (comprese le campagne immobiliari).

sibile collocare anche altri strumenti; quindi registriamo negli ultimi mesi 2 campagne - in particolare sul portale Doorway - dove sono state collocati rispettivamente *convertible note* e Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP).

Per quanto riguarda la durata delle campagne, nell'ultimo anno si è osservata una maggiore fatica a raccogliere in tempi rapidi, soprattutto per i progetti immobiliari (che in passato chiudevano le raccolte spesso in poche ore).

Per quanto riguarda l'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne, nell'1% del totale la soglia minima per le persone fisiche era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (il 42%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 500 e € 1.000, che negli ultimi 12 mesi hanno consolidato il maggiore peso (43%). Abbiamo poi il 39% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 101 e € 499,99 (con una forte concentrazione sul *chip* minimo esattamente uguale a € 250); la percentuale però si sta riducendo ulteriormente (l'anno scorso eravamo al 33% tendenziale mentre quest'anno siamo al 27%). Completano il quadro le campagne con soglia di importo fra € 1.001 e € 2.000 (3%), quelle con *chip* minimo fra € 2.001 e € 5.000 (11% storico e ben 19% negli ultimi 12 mesi, in forte crescita per l'incidenza delle campagne immobiliari) e il 4% con importo minimo superiore a € 5.000 (valore in buona crescita e più che raddoppiato negli ultimi mesi). Si conferma che il quadro regolamentare sul *crowdinvesting* è utilizzato non solo per fare leva sui 'piccoli' contributi dei navigatori di Internet ma anche per il coinvolgimento di investitori più sofisticati su operazioni del tutto assimilabili a *club deal* e con l'ambizione di raccogliere flussi di capitale più significativi.

Come già osservato nella Figura 2.1, delle 1.427 campagne censite 1.134 avevano chiuso la raccolta con successo entro la data del 30 giugno 2024. Il capitale complessivo raccolto in queste campagne è pari a € 678,09 milioni.

La Figura 2.4 mostra la crescita progressiva della raccolta sul mercato, che nel 2023 ha segnato un'ulteriore flessione rispetto al 2022 (€ 116,37 milioni, -18,2%). Il primo semestre del 2024 non è andato bene: la raccolta si è fermata a € 47,67 milioni contro € 57,51 dello stesso periodo nel 2023 (-17,1%). Negli ultimi 12 mesi il flusso di investimenti ammonta quindi a € 106,53 milioni.

Mamacrowd ha raccolto € 176,67 milioni nelle sue campagne piazzandosi al primo posto seguita da Walliance (€ 113,48 milioni). CrowdFundme è al terzo posto con € 101,70 milioni. Le 3 piattaforme citate sono le uniche ad avere superato la soglia di € 100 milioni e hanno una quota del mercato totale pari al 58%. Negli ultimi 12 mesi Mamacrowd di gran lunga mantiene il podio con € 46,02 milioni (quota di mercato pari al 43%).

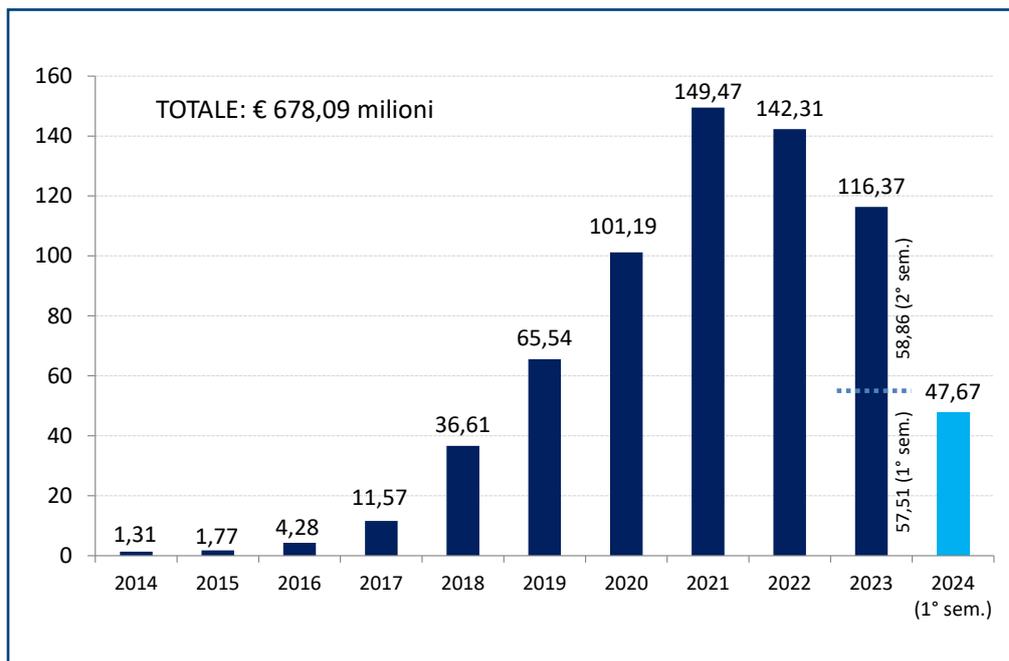


Figura 2.4

Flusso di raccolta annuale delle 1.134 campagne di *equity crowdfunding* chiuse con successo. Valori in € milioni. L'anno di riferimento è quello di chiusura della campagna

Seguono il portale specializzato su progetti immobiliari Yeldo Crowd (€ 15,42 milioni) e CrowdFundMe con € 11,38 milioni. Le 3 piattaforme citate valgono il 68% della raccolta nei 12 mesi. Al quarto e quinto posto è indicativo che ci siano altre 2 piattaforme dedicate al *real estate* (Walliance e Concrete Investing).

Un parametro interessante relativo alle campagne chiuse con successo è il numero di investitori validati al termine della raccolta³. Sempre focalizzando sulle campagne chiuse con successo, il valore medio è pari a 95,8 nuovi soci, quello mediano è pari a 58.

Negli ultimi mesi vanno segnalate, fra le campagne che hanno raccolto un significativo numero di investitori, quelle di Baladin Srl con 2.196 sottoscrittori, la seconda campagna di Out of Srl con 580 partecipanti, la terza campagna di Biogenera SpA con 527 nuovi soci e L'Aquila 1927 Srl (468 investitori). Tutte le raccolte citate sono state condotte sul portale Mamacrowd.

Le imprese che sono state protagoniste delle 1.426 campagne considerate dalla ricerca sono in realtà 1.241, poiché abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi.

Le emittenti si suddividono fra:

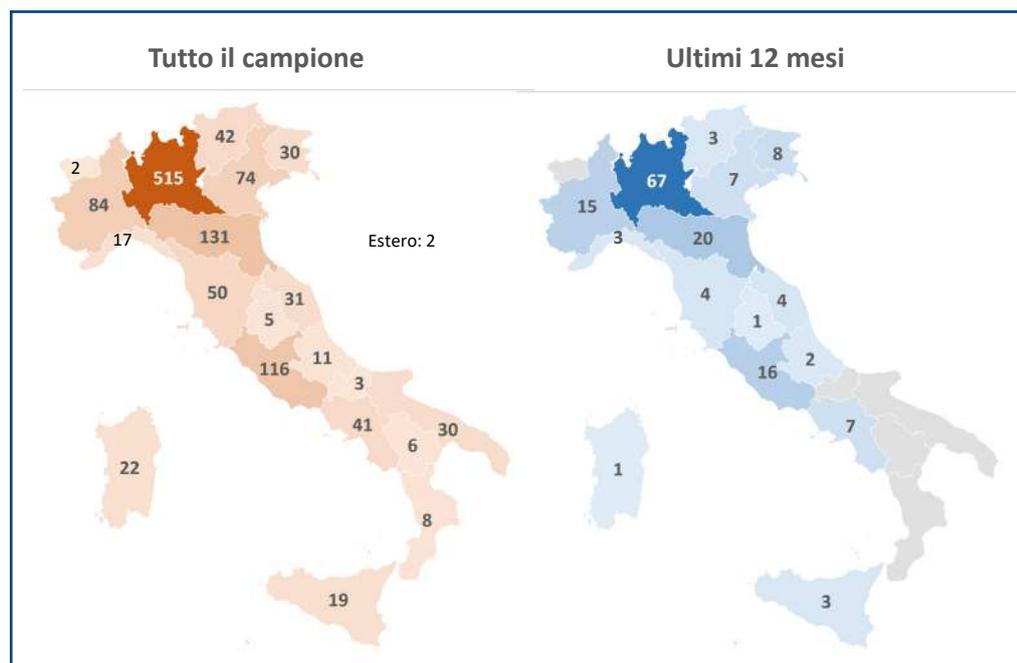
- 742 *startup* innovative (pari al 60% del campione), di cui 711 Srl, 10 società agricole, 19 SpA e 2 società estere che hanno iscritto la loro *branch* italiana all'albo apposito;
- 146 PMI innovative (pari al 12% del campione), di cui 131 Srl, 1 società agricola, 13 SpA e - primo caso storico nel 2024 - una Società Cooperativa Sociale;
- 238 PMI (pari al 19% del campione), quasi tutte Srl tranne 13 SpA (e ci sono anche 2 società agricole) e - anche qui primo caso storico nel 2024 - una Società Cooperativa;
- 115 veicoli di investimento in *startup* innovative, PMI innovative o altre PMI (9%); si tratta di società che investono in portafogli di partecipazioni oppure veicoli costituiti *ad hoc* al servizio di un unico investimento (in particolare tutte le campagne del portale Doorway sono costruite così). Va segnalato negli ultimi 12 mesi la presenza di una Società di Investimento Semplice (SIS).

È interessante osservare che continuano ad aumentare le Società Benefit nel campione: sono in totale 42 e 6 di queste hanno lanciato una campagna *equity* negli ultimi 12 mesi. Negli ultimi mesi per la prima volta la maggioranza delle emittenti non sono *startup* innovative (in 69 hanno iniziato almeno una campagna a partire dal 1/7/2023, pari al 43% del totale). Fra queste, ben 53 sono 'matricole' alla loro prima esperienza *crowd*.

Abbiamo poi 20 PMI innovative (12%, stabili) fra cui 15 'matricole', 47 PMI (29%, in aumento) quasi tutte alla loro prima campagna e 25 veicoli di investimento (16% in aumento).

³ Nei limiti del possibile, il numero tiene conto anche dei sottoscrittori che hanno scelto l'instestazione alternativa delle quote sottoscritte in capo a una fiduciaria.

Figura 2.5
Localizzazione geografica delle 1.241 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* sui portali italiani fino al 30/6/2024



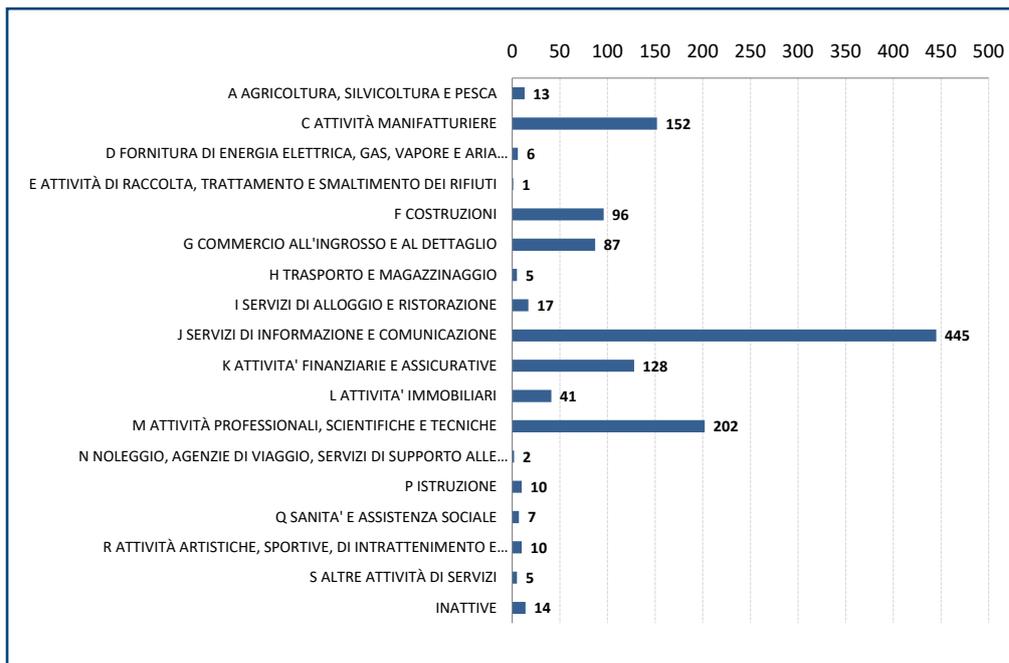


Figura 2.6

Classificazione ATECO delle 1.241 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali italiani fino al 30/6/2024

La Figura 2.5 riporta la distribuzione geografica delle emittenti, evidenziando anche il *trend* negli ultimi 12 mesi. Al primo posto troviamo sempre - e senza sorpresa - la Lombardia, con 515 imprese (pari al 42% del totale); seguono Emilia Romagna con 131 imprese (11%) e Lazio (116 aziende, 9%). Nel Mezzogiorno la Campania è sempre prima con 41 emittenti (3%). Negli ultimi 12 mesi, considerando solo le 'nuove' emittenti', la Lombardia vede 67 imprese (42%) e al secondo posto si conferma l'Emilia Romagna (20 emittenti, 12%) mentre al terzo posto sale il Lazio (16 imprese, 10%).

La Figura 2.6 disaggrega il campione delle emittenti per codice ATECO registrato. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo *status* dominante di *startup* innovative, anche se molteplici comparti sono comunque rappresentati: abbiamo ben 445 imprese (36%) sotto il codice J (servizi di informazione e comunicazione) e 202 (16%) riconducibili al codice M (attività professionali e scientifiche). Le attività manifatturiere (codice C) non sfigurano con 152 emittenti (12%).

Esaminiamo la situazione degli ultimi 12 mesi, dal 1/7/2023. Le imprese ICT rimangono in testa (44 casi, 27%) ma al secondo posto troviamo il codice F (costruzioni) con 23 aziende (14%) e al terzo il codice K (attività finanziarie, 22 casi pari al 14%) dove troviamo soprattutto i veicoli di investimento.

Si evidenzia un gruppo di aziende che al Registro delle Imprese risultavano ancora inattive, senza un codice ATECO ancora associato. Si tratta spesso delle imprese che hanno chiuso la raccolta di *crowdfunding* senza successo.

	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Patrimonio netto pre-offerta (€)	225.590	53.080	-11.819.616	8.326.915
Età (anni)	3,45	3	0	49
Fatturato, ultimo bilancio prima della campagna (€)	349.761	39.844	0	37.679.850
Utile netto, ultimo bilancio prima della campagna (€)	-76.182	-7.890	-12.600.153	451.758
Numero di soci pre-offerta	7,4	4	1	117
Valutazione pre-money implicita (€)	4.059.551	2.101.508	9.900	119.499.984

Tabella 2.3

Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* sulle piattaforme italiane fino al 30/6/2024. Dati relativi alla prima campagna. Sono escluse le campagne immobiliari e di veicoli di investimento senza *asset* significativi prima dell'offerta

La Tabella 2.3 riporta alcune statistiche sui dati di bilancio per il campione delle imprese emittenti, considerando la situazione relativa alla prima campagna. Si sottolinea che molte aziende erano al loro primo anno di attività, quindi per questi casi non esiste un bilancio già depositato e perciò il valore contabile di fatturato e di utile netto annuali

Box 2.1

Casi di PMI finanziate con *equity crowdfunding**DazeTechnology Srl*

La PMI innovativa è stata fondata nel 2016 a Bergamo da due ingegneri meccanici, Andrea Daminelli e Giacomo Zenoni, con l'obiettivo di rivoluzionare il mondo della ricarica di auto elettriche. La campagna di *equity crowdfunding*, proposta sulla piattaforma Mamacrowd, è stata condotta attraverso un aumento di capitale che coinvolge sia la società DazeTechnology Srl, che la società veicolo DZ Holding Srl, nell'ambito di un *round* più ampio avviato a fine 2023. cui hanno partecipato fra gli altri CDP, EIC Fund, Founders Futures, Prana Ventures e 035 Investimenti. A fine marzo 2024 la campagna si è conclusa con una raccolta di € 1,5 milioni grazie al contributo di 27 investitori.

Energia Democratica Società Cooperativa

Energia Democratica è una società promossa da GridShare (*startup* del gruppo Fastweb) che costruisce campi fotovoltaici per la produzione di energia rinnovabile. È la prima società cooperativa in Italia ad avere sposato l'*equity crowdfunding*. Il fine della raccolta, promossa dalla piattaforma CrowdFundMe, è la realizzazione di un impianto nel comune di Ceprano (FR), la cui energia sarà venduta al GSE, generando ricavi ricorrenti. A fine luglio 2024 la campagna si è conclusa totalizzando € 520.000 versati da 408 investitori. Le quote, prive del diritto di voto, sono state assegnate con un investimento minimo di € 250.

Ventea Srl

Ventea è una *startup* innovativa fondata a Palermo nel 2021 da Palmiro Bissanti, Roberto Bissanti, Dario Bissanti e Carlo Zannella, che opera nel settore delle energie rinnovabili attraverso una tecnologia che unisce eolico, fotovoltaico e accumulo in un unico sistema. La campagna di *equity crowdfunding*, organizzata sulla piattaforma CrowdFundMe con una valutazione *pre-money* di € 2,7 milioni, si è conclusa a giugno 2024 con una raccolta di € 373.000, rispetto ad un *target* di € 300.000, grazie alla partecipazione di 44 investitori, cui sono state offerte quote non votanti (*chip* minimo € 500) e votanti (per importi da € 50.000 in su). I fondi della raccolta saranno utilizzati per investire in R&D, nell'assunzione e alta formazione di nuovo personale, in consulenze specialistiche per poter restare al passo con le più recenti evoluzioni scientifiche e infine nella produzione di nuovi prototipi.

al momento della campagna risulta pari a zero. Inoltre sono esclusi dall'analisi i veicoli di investimento senza *asset* significativi costituiti appena prima della campagna (che ovviamente non hanno bilanci pregressi). Nelle prossime righe andiamo però ad analizzare la situazione contabile delle società *target* in cui avevano intenzione di investire. Il fatturato mediano torna a scendere rispetto alla rilevazione dell'anno scorso (il valore è € 39.844). Le aziende con utile di bilancio positivo prima della campagna sono poche (il 34% di quelle con un bilancio disponibile alle spalle); le perdite sono spesso molto consistenti (il valore minimo è € -12,6 milioni). Il dato sull'età è abbastanza stabile rispetto al passato (si è leggermente alzato perché ci sono meno *startup* innovative) così come il numero di soci prima della raccolta di capitale.

La Tabella 2.3 riporta anche la valutazione *pre-money* implicita nelle condizioni della prima offerta condotta sul mercato; con una semplice proporzione, una volta definiti il controvalore della raccolta e la quota del capitale offerta, è facile risalire alla valutazione 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. Il valore medio tendenziale è ancora aumentato negli ultimi 12 mesi superando € 4 milioni e quello mediano è appena sopra € 2 milioni.

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

Dopo la campagna di raccolta, i dati dall'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano mostrano una crescita del volume d'affari quasi sempre sotto i *target* definiti nel

business plan iniziale. Nel corso degli ultimi 12 mesi monitorati si registrano nuovi casi di emittenti che hanno cessato le attività con una liquidazione a valle della raccolta chiusa con successo (si tratta in totale di 78 imprese fino al 30/6/2024) ma anche nuove *exit* (abbiamo un totale di 43 società immobiliari che avevano terminato il progetto e rimborsato gli investitori, più 19 imprese acquisite da investitori esterni, più 11 quotazioni in Borsa). La grande maggioranza delle emittenti ‘galleggia’ senza risultati eclatanti. Come detto, sono invece molte le PMI che sono tornate a chiedere capitale con il *crowdfunding*, quasi sempre a valutazioni *pre-money* maggiori, ma negli ultimi due anni si assiste ad una inversione di rotta con valutazioni più prudenti.

Le offerte di *minibond*

Rispetto ai collocamenti di titoli di debito, le piattaforme attive negli ultimi 12 mesi sono state solo 2: Fundera e Opstart (attraverso Crowdbond), esattamente come l’anno scorso. Trattandosi di titoli emessi per importi di piccola taglia, come spiegato nel Capitolo 1 convenzionalmente essi vengono definiti ‘*minibond*’. La Figura 2.7 evidenzia il flusso di raccolta negli ultimi 12 mesi e quello storico, pari rispettivamente a € 28 milioni (di cui € 14,65 milioni nel secondo semestre 2023 e € 13,35 milioni nel primo semestre 2024) e a € 120,02 milioni. Anche negli ultimi 12 mesi il primato spetta a Fundera con 15 collocamenti portati a termine e € 23,85 milioni raccolti. Opstart porta all’attivo 4 nuovi *minibond* per un parziale di € 4,15 milioni. Ovviamente questi valori sono già considerati nelle statistiche del Capitolo 1.

Come sottolineato nelle pagine precedenti, il Regolamento ECSP non fa alcuna differenza fra titoli mobiliari, quindi non è più necessaria un’autorizzazione specifica e diversa rispetto al collocamento di titoli *equity*. Inoltre la già citata modifica nel regime di circolazione dei titoli di debito delle Srl attuata dalla Legge Capitali dovrebbe aprire nuove opportunità di mercato. Nei prossimi mesi potremmo quindi vedere l’arrivo di nuove piattaforme in questo segmento; come ha evidenziato la Tabella 2.1, ad oggi le piattaforme italiane che potrebbero collocare *minibond* sono più di una ventina.

Le offerte di prestiti

Innanzitutto va precisato che non tutte le piattaforme che erogano prestiti sul *web* alle PMI raccolgono fondi dalla folla di Internet; alcune piattaforme fanno leva essenzialmente su fondi raccolti presso investitori professionali, il che le rende difficilmente assi-

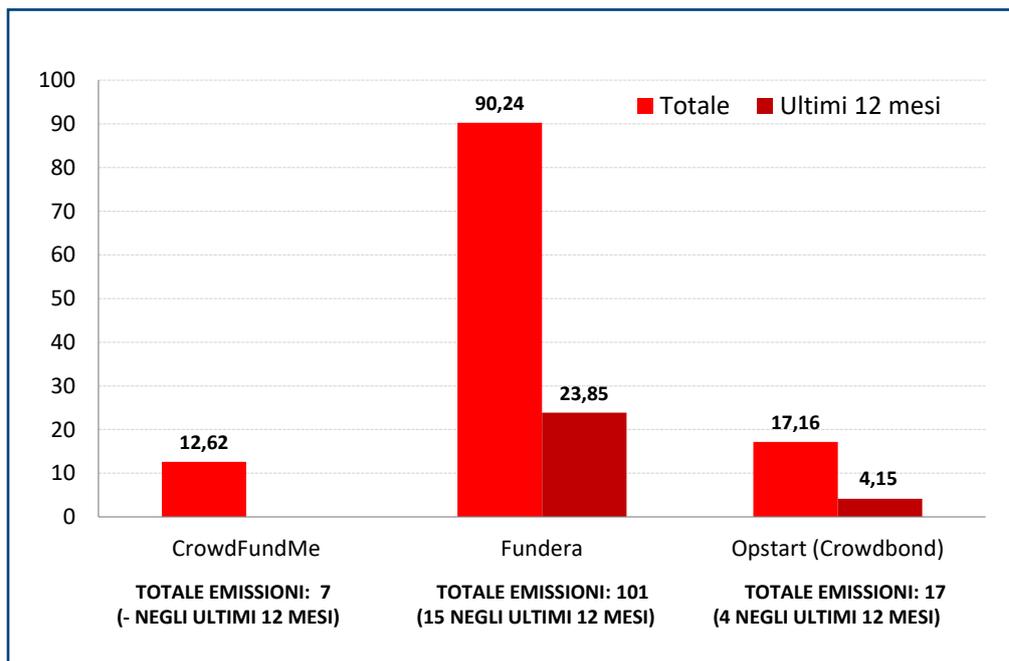


Figura 2.7

Il flusso dei collocamenti di *minibond* sulle piattaforme italiane di *crowdfunding*. Valori in € milioni

milabili al mondo del *crowdfunding*. Parliamo di queste piattaforme nel Capitolo 4. Per quanto riguarda gli altri portali, è opportuno descrivere il processo di raccolta che attualmente risulta quello più adottato.

Dato il flusso di richieste pervenute attraverso il *web*, la selezione da parte delle piattaforme viene effettuata tipicamente in due fasi, la prima sulla base di criteri *standard*, la seconda esaminando la situazione specifica e consultando banche dati messe a disposizione da *provider* quali Cerved, Crif, Experian, l'Agenzia delle Entrate, il Ministero dell'Interno, l'IVASS e OAM - Organismo degli Agenti e dei Mediatori.

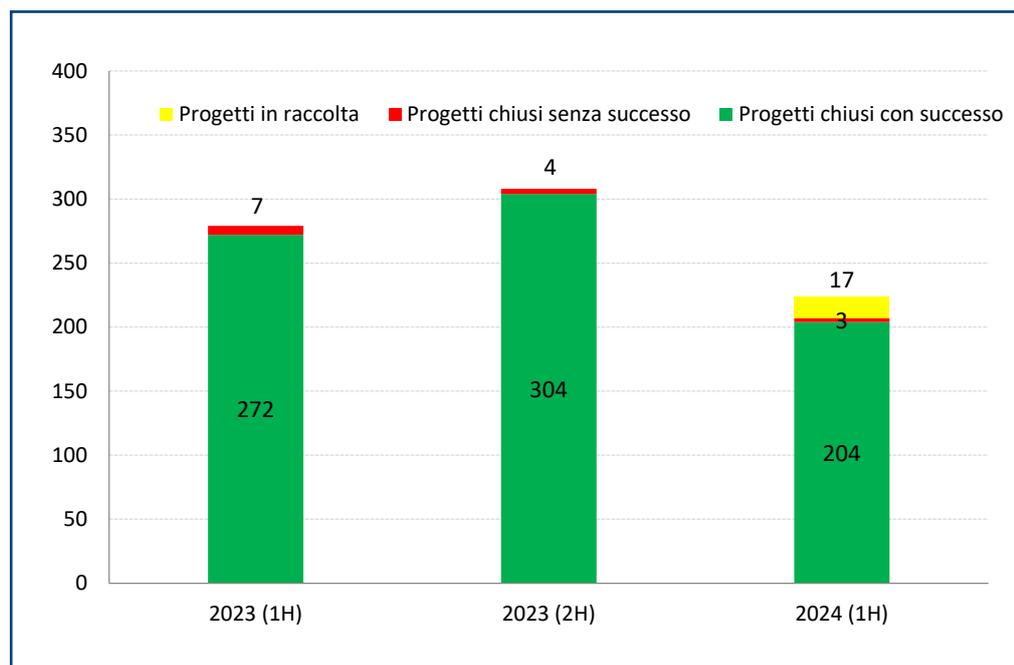
I richiedenti - in caso di esito positivo delle verifiche - ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto (il TAN, tasso annuo nominale, e opportunamente il TAEG, tasso annuo effettivo globale), che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati, laddove previsto. L'investitore connesso via *web* deposita denaro su un conto gestito da un Istituto di Pagamento autorizzato (che può essere la piattaforma stessa o un altro soggetto che offre questo servizio alla piattaforma sua agente); può visualizzare in modo trasparente chi è la PMI richiedente e può scegliere a chi effettivamente prestare denaro, valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso. Il denaro viene prelevato dal conto, sul quale vengono poi accreditati gli interessi e il capitale alle scadenze prestabilite, in funzione dell'impegno iniziale (tasso di interesse, rimborso *amortizing* o *bullet*). La piattaforma non si accolla alcuna responsabilità in caso di ritardi o insolvenze, ma spesso in questi casi mobilita professionisti e legali, raccogliendo le deleghe dei creditori, per cercare di recuperare il capitale. Vale la pena sottolineare infatti che il più delle volte si tratta di prestiti non assistiti da garanzie, anche se negli ultimi tempi sono stati studiati meccanismi per offrire maggiore protezione agli investitori.

Le piattaforme che prestano a imprese (*business lending*) vengono distinte fra 'immobiliari' e 'non immobiliari' in funzione del loro posizionamento prevalente o esclusivo su progetti che hanno come sottostante un immobile.

Al 30/6/2024 erano autorizzate 15 piattaforme di *lending* in Italia, più EvenFi autorizzata in Spagna. Di queste, quelle specializzate in progetti immobiliari sono ben 11: Bridge Asset, Demetra Lending, Isicrowd, Leone Investments, MyReStartup, Prepay, Recrowd, Rendimento Etico, Trusters (gruppo CrowdFundMe), Walliance e Yeldo Crowd.

Le altre piattaforme sono o generaliste (come Crowdlender di Opstart e EvenFi) oppure focalizzate su altri contesti (Ecomill ed Ener2Crowd nel mondo dei progetti *green* e sostenibili, Optimart sui finanziamenti per la realizzazione di opere d'arte).

Figura 2.8
Flusso temporale delle campagne di *lending* in Italia, per data di conclusione



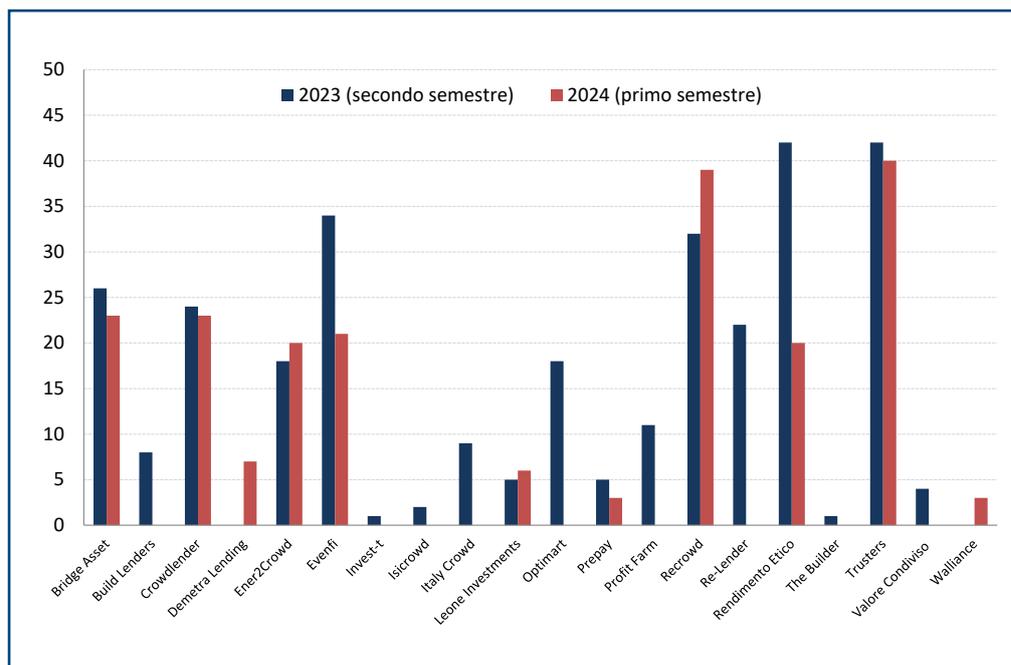


Figura 2.9

Numero di campagne *lending* in Italia negli ultimi 12 mesi, per piattaforma

Nella Figura 2.8 viene descritto il flusso delle campagne di *lending* chiuse negli ultimi semestri. Si può notare un calo consistente nel numero delle offerte chiuse nel primo semestre 2024, motivato dal fatto che alcune piattaforme non hanno fatto in tempo ad ottenere l'autorizzazione ECSP entro la fine dell'anno e altre - come detto - hanno rinunciato. Negli ultimi 12 mesi le campagne registrate dall'Osservatorio sono 515 (308 chiuse nel secondo semestre 2023 più 207 terminate nel primo semestre 2024) più altre 17 in raccolta al 30/6/2024; di queste ben 378 (ovvero il 71%) sono relative a progetti immobiliari. Il calo delle offerte chiuse nei primi 6 mesi di quest'anno è del 32,8% rispetto al secondo semestre 2023 e del 25,8% rispetto al primo semestre 2023.

Il tasso di successo delle operazioni di raccolta è decisamente elevato. Negli ultimi 12 mesi si registrano solo 7 raccolte fallite, che incidono per poco più dell'1% sul totale.

La Figura 2.9 ci fa vedere l'andamento delle offerte negli ultimi 12 mesi, suddivise fra i diversi portali. Il calo più marcato riguarda Re-Lender, che ha ottenuto l'autorizzazione ECSP solo nel luglio 2024 e quindi è rimasta ferma per più di un semestre, e Rendimento Etico (passata da 42 campagne chiuse nel secondo semestre 2023 a 20 nel primo semestre 2024). Buon incremento invece per Recrowd che è passata da 32 a 39 campagne.

Nel corso del periodo, il portale che ha presentato più offerte è Trusters, con 82 campagne (42 nel secondo semestre 2023 e 40 nel secondo semestre 2024).

La Tabella 2.4 mostra il valore medio, mediano, minimo e massimo delle campagne di raccolta. Rispetto alle operazioni *equity*, gli importi sono in genere più contenuti. Il valore medio è € 282.212 mentre quello mediano è € 130.000; nel primo semestre 2024 c'è stato un buon incremento dell'ammontare.

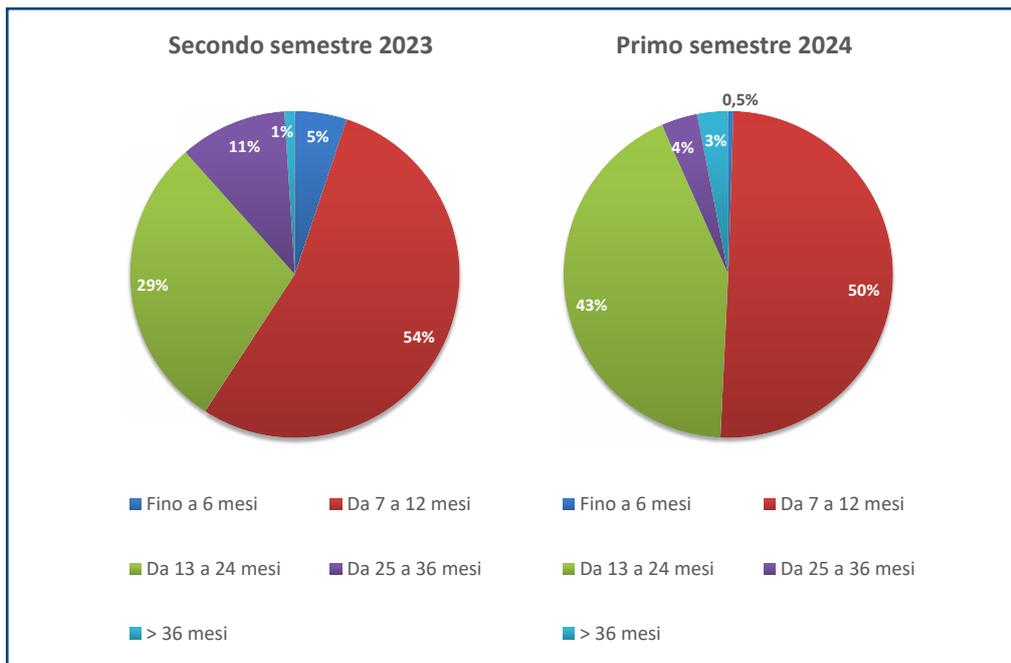
Target di raccolta (€)	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
2023 (2° semestre)	230.693	112.000	7.300	5.000.000
2024 (1° semestre)	358.450	145.000	15.000	3.500.000
Ultimi 12 mesi	282.212	130.000	7.300	5.000.000

Tabella 2.4

Statistiche sul *target* di raccolta nelle offerte di *lending* del campione. Sono escluse le campagne di società estere

Il *chip* minimo di investimento richiesto agli investitori nelle campagne di *lending* è minore rispetto alle campagne *equity*. Nella metà dei casi il taglio minimo richiesto è minore o uguale a € 250; addirittura nel 16% delle campagne del primo semestre 2024 l'importo era non superiore a € 50 (nel secondo semestre 2023 la percentuale era anche più alta, 23%); cresce negli ultimi 6 mesi l'incidenza delle campagne con *chip* minimo compreso fra € 501 e € 1.000 (quasi sempre in questi casi è proprio € 1.000) passando dal 15% al 24%. È invece scesa la frazione dove il taglio minimo è fra € 251 e € 500 (praticamente

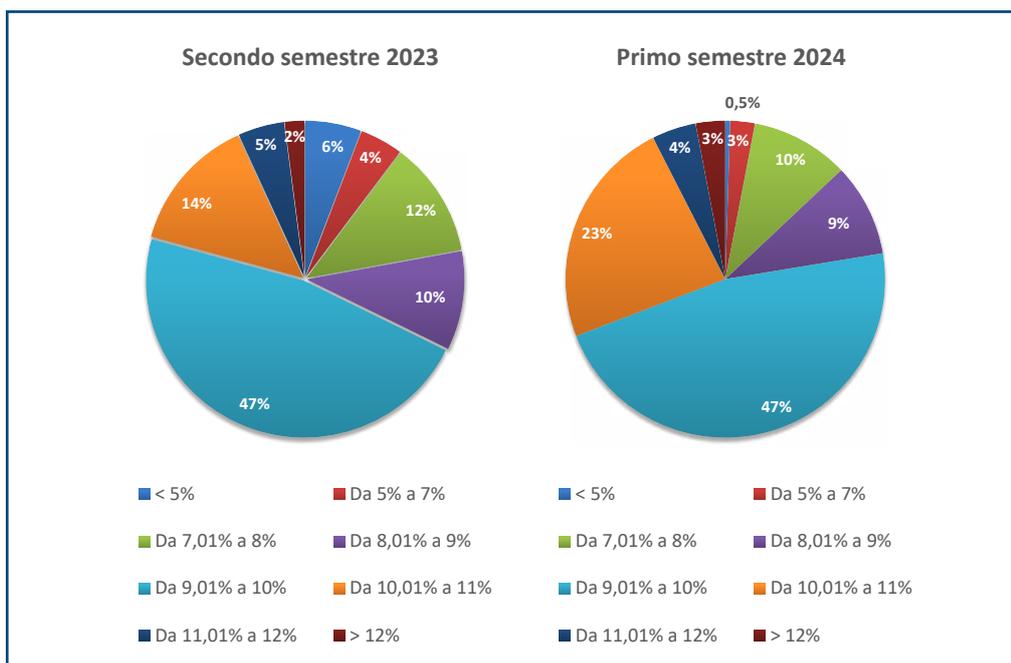
Figura 2.10
Scadenza dei prestiti richiesti nelle campagne di *lending* sulle piattaforme di *crowdfunding* italiane negli ultimi 12 mesi



€ 500); si passa dal 31% al 21% degli ultimi 6 mesi. Cresce anche il numero delle offerte con investimento minimo superiore a € 1.000 (dal 2% al 4%). Il valore medio complessivo passa da € 457,32 del secondo semestre 2023 a € 1.174,72 del primo semestre 2024. In realtà il valore mediano è stabilmente pari a € 250.

La Figura 2.10 descrive la distribuzione della scadenza dei prestiti pubblicati nell'ultimo anno. La maggioranza (fra 50% e 54%) si concentra sulla scadenza a 12 mesi ma un buon numero, passato dal 29% al 43% nel primo semestre 2024, arriva a 24 mesi. Sono diventati più rari negli ultimi 6 mesi i prestiti su scadenze da 25 a 36 mesi (dall'11% al 4%). Il valore medio è stabile appena sopra 15 mesi mentre quello mediano è esattamente 12 mesi. La maggioranza schiacciante dei prestiti presentati negli ultimi 12 mesi è di tipo *bullet* (82% nel secondo semestre 2023, 86% nel primo semestre 2024) ovvero il rimborso è alla scadenza, mentre negli altri casi il prestito è *amortizing* ovvero viene rimborsato progressivamente nel corso del tempo. I prestiti veicolati sulla piattaforma Profit Farm sono un caso a parte: riguardano crediti esigibili a valle di iter giudiziari per i quali si attende la ripartizione delle somme già presenti sui conti delle procedure (*'cash in court'*).

Figura 2.11
Tasso di interesse offerto dalle campagne di *lending* sulle piattaforme di *crowdfunding* italiane negli ultimi 12 mesi. Sono considerati solo i prestiti ad aziende italiane



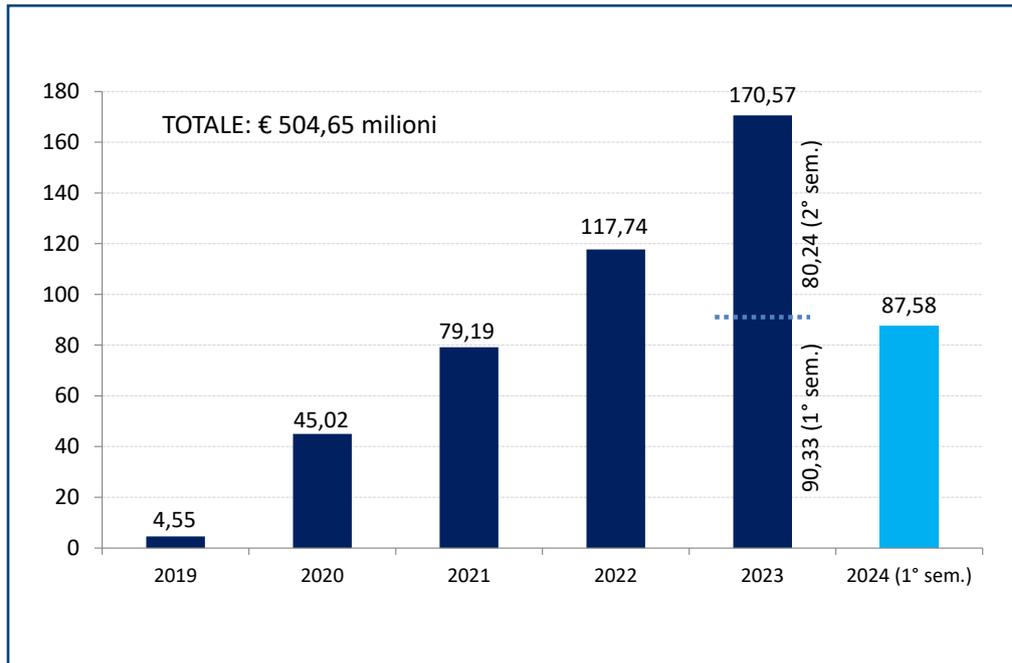


Figura 2.12

Ammontare dei prestiti diretti erogati dalle piattaforme italiane attive nell'ambito *business* nel corso del tempo

La Figura 2.11 riporta invece alcune statistiche sui tassi di interesse richiesti. Va sottolineato che il dato 'grezzo' non è facilmente comparabile poiché diverse sono le scadenze, diverse sono le garanzie messe a disposizione (alcuni prestiti sono parzialmente o interamente garantiti attraverso fidejussioni), diverso è il profilo di rischio dei creditori.

I prestiti sono tutti a tasso fisso. Il valore medio del tasso di rendimento annuale atteso è salito dal 9,38% del secondo semestre 2023 al 9,82% del primo semestre 2024 mentre il valore mediano è leggermente sceso (da 10% a 9,79%). Si sono ridotti sensibilmente gli investimenti che offrono rendimenti sotto il 7% mentre sono cresciuti quelli con rendimenti fra 10,01% e 11% (passano dal 14% al 23%). Il mercato è ancora molto esigente in termine di tassi di interesse; la crescita significativa dei rendimenti avvenuta nel 2022 e ancora più nel 2023, sulla scia dell'aumento dei tassi legato alle politiche monetarie restrittive della BCE, non ha mostrato cedimenti.

Riteniamo non sia significativo al momento presentare statistiche sulle società protagoniste delle campagne di *lending*, poiché in molti casi hanno condotto una pluralità di campagne nel corso del tempo, spesso con *round* successivi per finanziare lo stesso progetto. Nel Box 2.2 raccontiamo alcune storie di imprese che hanno ottenuto prestiti sulle piattaforme di *crowdfunding* italiane negli ultimi mesi.

Immobiliare Missaglia Srl

Il progetto, promosso dall'imprenditore Giuseppe Pizzino, prevede la ristrutturazione di un immobile in Via dei Missaglia a Milano. In particolare, si prevede la creazione di due unità commerciali, una palestra e quattro campi da *padel*. La raccolta promossa sulla piattaforma Recrowd (conclusa a maggio 2024) ha totalizzato poco più di € 2,5 milioni da 86 investitori, offrendo un ROI pari all'11% per un investimento minimo di € 1.000. In fase di trattativa personalizzata è stato possibile aumentare l'interesse fino al 14% su base annua.

Marmo Idea 4.0 Srl

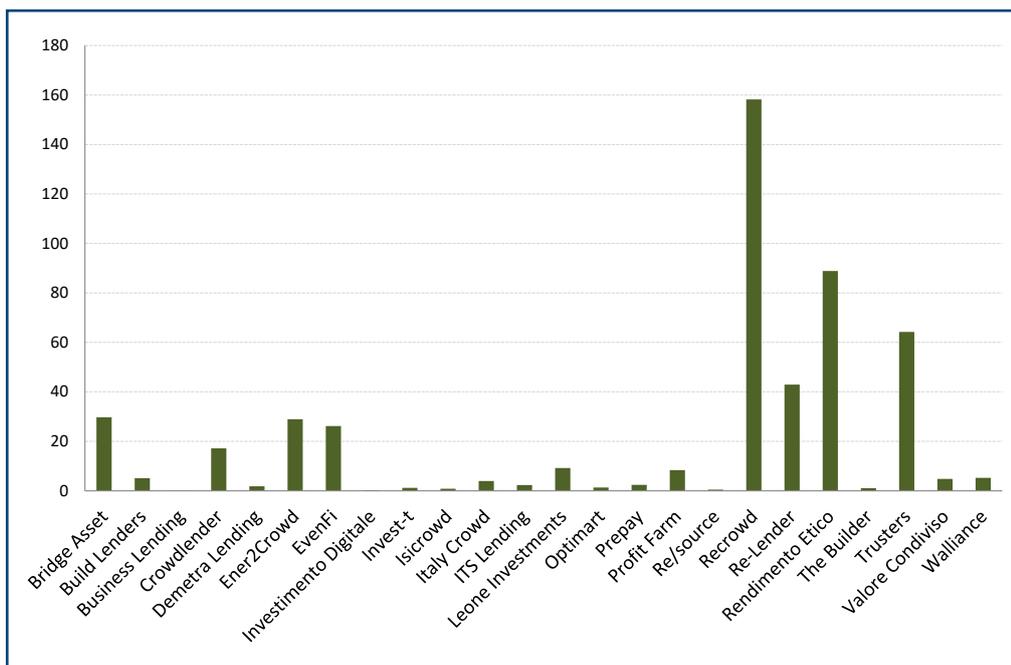
Marmo Idea 4.0 è un'azienda manifatturiera altamente specializzata nella trasformazione di materiali come il gres e il quarzo in lastre, fondata nel 2021 a Colli del Trento (AP). La campagna di *lending crowdfunding* è stata svolta in cinque *tranche* sulla piattaforma Crowdlender di Opstart: la prima *tranche* è terminata a febbraio 2024 con una raccolta di € 289.568, l'ultima *tranche* è terminata ad aprile 2024 raccogliendo € 111.202. Le 5 campagne condividono le stesse condizioni: un tasso di interesse annuo che varia da 9,5% per un investimento compreso tra € 50 e € 1.500, fino a 10% per un investimento compreso tra € 1.500 e € 5.000 e 10,5% per un investimento superiore a € 5.000. La raccolta ha totalizzato € 1 milione.

Box 2.2

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

Figura 2.13

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme italiane attive nell'ambito *business*, alla data del 30/6/2024: valori totali



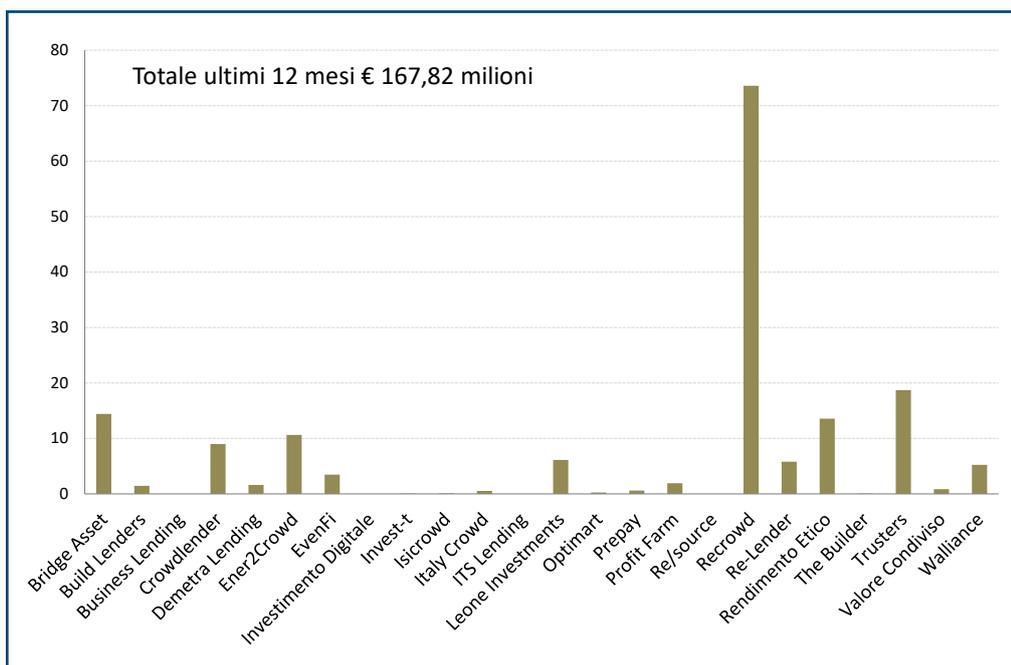
Allo stesso modo non ci sono a disposizione sufficienti informazioni per analizzare ritardi nei rimborsi e *default*; si auspica una maggiore trasparenza da parte delle piattaforme prendendo esempio da quelle più virtuose che rendono visibili le informazioni a tutti.

Per quanto riguarda la raccolta, la Figura 2.12 mostra i dati sul totale degli investimenti perfezionati negli ultimi anni. Si può apprezzare la rapida crescita del mercato, che nel 2023 ha segnato un *record* storico (€ 170,57 milioni raccolti) con un incremento del 44,9% sul 2022. Il primo semestre del 2024 ha mantenuto le posizioni (come si vedrà nel Capitolo 5 grazie ai progetti immobiliari soprattutto) con € 87,58 milioni raccolti (in lieve calo rispetto allo stesso periodo del 2023, -3,0%).

La Figura 2.13 descrive la raccolta storica effettuata dalle piattaforme considerate nel Report di quest'anno (non è riportata quella ottenuta da piattaforme non più attive), mentre la Figura 2.14 evidenzia il contributo di flusso dei soli ultimi 12 mesi. La piattaforma *leader* è Recrowd, con € 158,25 milioni raccolti, di cui € 73,60 milioni negli ultimi 12 mesi. Altre due piattaforme immobiliari si giocano il podio (Rendimento Etico e Trusters) ma negli ultimi 12 mesi si è distinta Bridge Asset.

Figura 2.14

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme italiane attive nell'ambito *business*, alla data del 30/6/2024: flusso negli ultimi 12 mesi



3. Invoice trading



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

Secondo lo European Payment Report 2024 di Intrum¹ rispetto all'anno scorso le imprese sono più ottimiste, ma con molta cautela; c'è cognizione che occorre investire per adattarsi a equilibri di mercato in evoluzione. In Italia il 27% delle aziende riporta risultati migliori rispetto alle aspettative nell'ultimo triennio e il tempo di pagamento delle fatture B2B è salito a 62 giorni (esattamente uguale alla media UE) contro i 56 giorni della rilevazione dell'anno precedente. Il 52% delle nostre aziende dichiara difficoltà nel capire chiaramente la capacità dei propri clienti di pagare le fatture alla scadenza prevista. I dati di Cribis² mostrano che nel terzo trimestre del 2024 solo il 44,3% delle imprese non crea ritardi nei pagamenti, sottolineando però che la percentuale è in lieve crescita rispetto al 2023. Paradossalmente sono soprattutto le grandi imprese ad essere in ritardo. I ritardi oltre i 90 giorni rappresentano il 4% del campione analizzato e in questo caso sono più comuni fra le micro-imprese; sono presenti soprattutto nella ristorazione (7%) e nelle costruzioni (5,6%).

¹ www.intrum.com/insights/publications/epr-2024/

² www.cribis.com/it/approfondimenti/gestione-recupero-crediti/

Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi

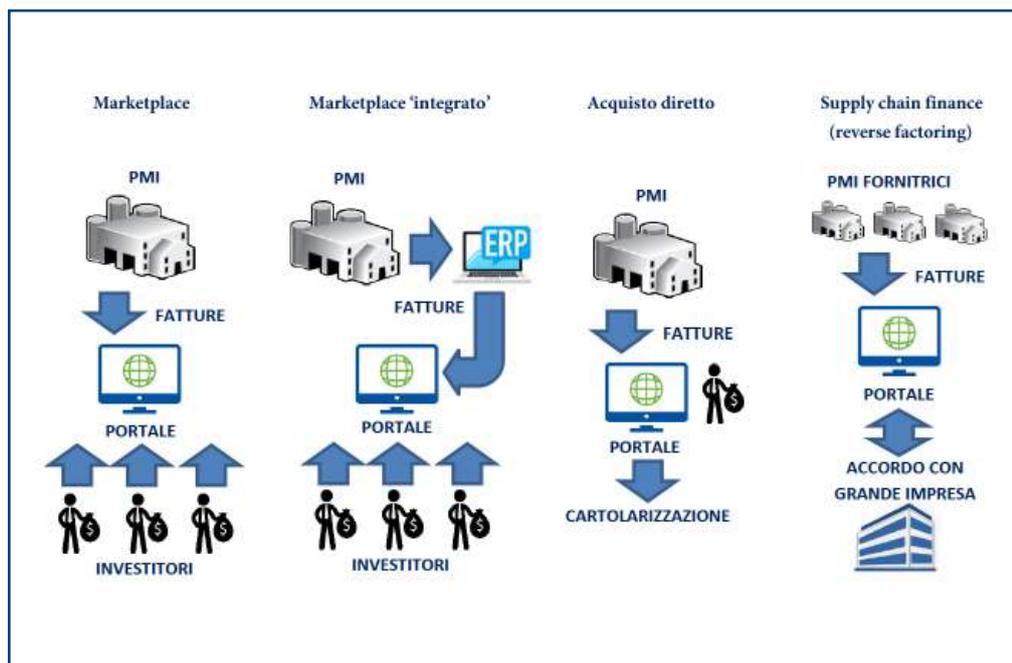
Gli articoli 1260 e successivi del Codice Civile disciplinano le operazioni di cessione dei crediti in generale. La cessione del credito può essere effettuata (i) *pro-soluto*, se il cedente non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito: il rischio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

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

La possibilità di cessione di una fattura commerciale assume, ovviamente, tanto più valore per un'impresa a corto di liquidità quanto maggiori sono i tempi di pagamento che i clienti si concedono. Le piattaforme di *invoice trading* offrono questo servizio attraverso diversi modelli (si veda la Figura 3.1 a pagina 38).

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

Figura 3.1
I modelli delle
piattaforme di *invoice*
trading



li. Qualora l'istruttoria venga superata, si configurano diversi modelli per perfezionare l'operazione:

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

In ogni caso la remunerazione dell'investitore dipenderà dalla differenza fra il prezzo di acquisizione del credito e il corrispettivo della fattura. L'acquirente della fattura dovrà quindi anticipare all'impresa una percentuale significativa del corrispettivo (tipicamente 85% o 90%) mentre il saldo sarà liquidato alla scadenza. Il rischio dell'operazione viene generalmente sopportato dall'investitore (*pro-soluto*), il quale dovrà attivarsi in proprio in caso di mancato pagamento della fattura. Il servizio genera vantaggi sia lato cedente, il quale acquisisce liquidità al di fuori del sistema bancario, senza alcun obbligo di cessione continuativa, sia lato ceduto, con la possibilità di generare cassa allungando i tempi di pagamento dei fornitori, e una flessibilità che permette di gestire le condizioni di funzionamento del *reverse*.

Benché da un punto di vista legale non sia obbligatorio, si cerca di ottenere sempre il parere favorevole del debitore. Del resto va segnalato che alcuni clienti richiedono esplicitamente clausole contrattuali volte a impedire la cessione della fattura. Non a caso da più parti è stato proposto di rendere nulle le clausole contrattuali che vietano la cessione

del credito e proteggere gli intermediari finanziari dall'attivazione di procedure di revoca dei crediti ceduti. La proposta è stata avanzata formalmente ormai da tempo dall'associazione ItaliaFintech ed è stata ribadita nel Position Paper "Invoice Trading: analisi, opportunità, proposte" presentato nel febbraio 2023.

I portali attivi

Alla data del 15 novembre 2024 risultavano attivi in Italia 12 operatori nell'*invoice trading*: Anticipay (gruppo Zucchetti), Borsa Fatture, CashInvoice, CashMe, Finanza.tech, FinDynamic, Incassa Subito (gruppo TeamSystem), Jacash, MyCreditService, Polaris (gruppo TXT), Sardinia Fintech e Workinvoice. L'anno scorso avevamo censito 15 piattaforme.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Due piattaforme (Borsa Fatture e Workinvoice) prevede un meccanismo di cessione tramite asta, mentre quasi tutti gli altri *marketplace* propongono un modello di offerta partendo da una quotazione 'suggerita'. Sono specializzati nelle operazioni di *supply chain finance* FinDynamic (che offre anche il servizio di *dynamic discounting*) e Polaris.

Sito web	Società gestore	Meccanismo di cessione	Importo fatture accettate
Anticipay.it	Anticipay Srl (gr. Zucchetti)	Marketplace	> € 5.000
Borsafatture.it	Borsa Fatture Srl	Asta	n.d.
Cashinvoice.it	Cashinvoice Srl	Marketplace	> € 5.000
Cashme.it	CashMe SpA	Marketplace	> € 5.000
Finanza.tech	Finanza.Tech SpA SB	Marketplace	> 5.000
FinDynamic.com	FinDynamic Srl	Supply chain finance	n.d.
Incassasubito.com	Gruppo Teamsystem	Marketplace integrato	> € 1.000
Jacash.it	Finera Srl Società Benefit (gruppo Allcore)	Marketplace	Limite su fatturato (minimo € 1 mln)
Mycreditservice.com	Credit Service SpA	Marketplace	Nessun limite
Polaris.txtgroup.com	TXT Working Capital Solutions Srl (gr. TXT)	Supply chain finance	n.d.
Sardiniafintech.com	SFIRS SpA (Regione Sardegna)	Acquisto diretto	> € 10.000
Workinvoice.it	Workinvoice Srl (gruppo Generalfinance)	Asta	> € 10.000

Tabella 3.1

I principali portali di *invoice trading* italiani attivi alla data del 15/11/2024

Come si osserva dalla Tabella 3.1, nel comparto dell'*invoice trading* operano da una parte soggetti indipendenti, dall'altra importanti *player* del settore IT/ERP che hanno integrato la gestione della piattaforma di *invoice trading* già esistente nei propri sistemi come TeamSystem, il gruppo TXT e il gruppo Zucchetti con l'acquisizione di Anticipay.

Fra i soggetti indipendenti che rendono note informazioni sulla propria attività, possiamo citare CashInvoice, CashMe, MyCreditService e Workinvoice.

CashInvoice oltre che sulla cessione delle fatture *pro-soluto* opera anche sulla cessione di crediti fiscali e sul Buy Now Pay Later B2B con la soluzione PausePay, che da gennaio 2024 è gestita da un veicolo societario autonomo. Grazie a un *commitment* di nuovi investitori istituzionali per € 200 milioni, dal 2025 il flusso delle attività potrà accelerare. Cashme nel primo semestre 2024 ha mobilitato fatture per € 129 milioni, con l'obiettivo di arrivare a fine anno a € 300 milioni. Il prodotto di punta rimane l'*invoice trading pro-soluto*, a cui segue il *reverse factoring* digitale.

MyCreditService nell'ultimo anno di attività ha collocato 1.250 fatture per un totale di € 51,8 milioni. Fra le novità, possiamo citare il lancio della nuova piattaforma Smart finance - Il Cruscotto per il CFO, nella quale sono stati integrati i servizi di *credit management*, di *invoice trading* e di *cash flow management*, ottenendo così una soluzione *end-to-end* per la pianificazione e gestione della finanza d'impresa. Inoltre MyCreditService

sta lavorando su due nuovi prodotti: un servizio di Buy Now Pay Later pensato per le *supply chain* e una soluzione di *inventory finance*, per la finanziarizzazione delle giacenze di magazzino, anche questo pensato per le filiere industriali.

Workinvoice è stato acquisito dal gruppo Generalfinance nel giugno 2024; nell'operazione ha partecipato anche il Banco Desio. Nel 2023 sul *marketplace* di Workinvoice (che offre anche il servizio di *reverse factoring* Smart Reverse) sono state scambiate fatture commerciali per € 107 milioni.

Oltre alle piattaforme citate, evidenziamo l'attività svolta da mediatori creditizi che si rivolgono direttamente alle imprese per la gestione dei loro crediti con un ruolo attivo di brokeraggio o negoziazione. Inoltre vi sono *startup fintech* che propongono soluzioni innovative per il supporto del ciclo attivo e passivo della cassa come Viceversa.

Fra le piattaforme non elencate quest'anno in Tabella 3.1 troviamo quella di Crescitalia, che ha recentemente rivisto il proprio posizionamento, focalizzandosi meno sui crediti commerciali e maggiormente sui finanziamenti, in particolare tramite la *partnership* strategica con i Confidi (si veda il Box 3.1) e il lancio di CresciCONnoi, una soluzione di finanziamento mirata a supportare il fabbisogno di liquidità e investimento delle PMI. Poi, citiamo CrowdCity che per il momento si sta focalizzando attraverso la propria rete di agenti mediatori sulla cessione del quinto dello stipendio e sui finanziamenti *digital*. Nel 2025 è prevista la riattivazione della piattaforma di *invoice trading*, che farà leva su tecnologie di Intelligenza Artificiale nell'*onboarding* dei clienti e nella definizione/proposta del tasso di interesse. Anche Demetra Capital al momento risulta inattiva.

Box 3.1

Il ruolo dei Confidi nel supporto alle PMI

Quando si parla di accesso al capitale per le PMI, che rappresentano la spina dorsale del tessuto produttivo nazionale, i Confidi svolgono un ruolo fondamentale.

La storia dei Confidi in Italia ha radici profonde e risale ai primi del Novecento quando i consorzi di garanzia furono istituiti per rispondere alle difficoltà delle piccole imprese nell'ottenere credito. Nel secondo dopoguerra, con la ripresa economica, i Confidi hanno assunto un ruolo più strutturato, diventando strumenti fondamentali per lo sviluppo delle PMI, soprattutto nei settori agricolo, artigianale e commerciale. L'azione dei Confidi è stata ulteriormente incentivata con il sostegno pubblico, attraverso contributi che ne hanno favorito la diffusione sul territorio nazionale.

In un contesto economico spesso caratterizzato da una rigidità nell'erogazione di finanziamenti per piccole e micro-imprese, i Confidi operano come garanti, riducendo il rischio percepito dalle banche. Offrono alle imprese che si associano garanzie che, di fatto, coprono una parte del finanziamento richiesto dall'impresa, rendendo più agevole per le banche accettare richieste di prestito. Un ulteriore vantaggio deriva dalla capacità dei Confidi di negoziare convenzioni e facilitazioni che difficilmente una singola impresa potrebbe ottenere da sola.

Il ruolo dei Confidi non si limita al supporto finanziario: essi spesso offrono servizi di consulenza e formazione per migliorare la gestione finanziaria e la capacità di presentarsi come interlocutori affidabili sul mercato.

Negli ultimi anni, il settore dei Confidi ha attraversato significativi cambiamenti normativi che hanno puntato a migliorare la trasparenza e la solidità finanziaria di questi enti. Si è assistito anche ad una progressiva concentrazione con la fusione fra più consorzi.

La CCIAA di Torino ogni anno pubblica una relazione sul mercato delle garanzie in Italia. A fine 2023 erano stati identificati 192 Confidi sul territorio, di cui il 50% al Sud, il 15% al Centro e il 35% al Nord. I Confidi 'maggiori' (ovvero quelli iscritti all'Albo delle società finanziarie ex Art. 106 TUB) erano 32 mentre gli altri 'minori' sono iscritti all'elenco dell'Organismo dei Confidi Minori (OCM) ex Art. 112. Lo *stock* di garanzie erogate ammontava a € 8,38 miliardi, di cui più della metà stanziata nel Nord e più di tre quarti associate ai Confidi 'maggiori'. Il flusso annuale di garanzie negli ultimi anni si è assestato a € 2,4 miliardi e larga parte dei Confidi maggiori recentemente ha anche cominciato a erogare credito direttamente.

Oltre che supportare le PMI nell'accesso al credito bancario, alcuni fra i Confidi più 'volenterosi' sono intervenuti nel mercato della finanza alternativa, offrendo garanzie o investendo direttamente su *minibond* o stringendo accordi di *partnership* con piattaforme *fintech* di *crowdfunding* e di *invoice trading*. Sarebbe auspicabile mettere a fattor comune queste esperienze così da trasmettere queste 'buone pratiche' a tutta la galassia dei Confidi.

GH Italia SpA

Il gruppo GH è uno dei principali *player* del settore del trasporto aereo, operante in 20 aeroporti, prevalentemente in Italia. Fornisce servizi aeroportuali a terra (Ground Operations) alle compagnie aeree, agli aeroporti e ai passeggeri. Nei prossimi 5 anni il gruppo prevede investimenti principalmente focalizzati nell'automazione dei propri servizi e nella transizione energetica, mediante il ricambio dei propri automezzi di scalo (bus passeggeri, trattori, scale, porta-container) con mezzi a basso impatto ambientale. Il gruppo ha stretto una *partnership* con Workinvoice, creando un'alternativa flessibile e dinamica per la gestione del proprio capitale circolante. In questi anni sono state cedute, tramite la piattaforma, qualche migliaio di fatture con un taglio medio di diverse centinaia di migliaia di euro. L'opportunità ha ridotto l'incertezza dei flussi di cassa del gruppo, molto aleatori nei tempi e legati agli incassi delle principali compagnie aeree, standardizzando i flussi in ingresso della tesoreria e permettendo una maggiore facilità delle attività di preventivazione finanziaria nel breve termine.

Siav SpA Società Benefit

Siav è una società che offre soluzioni *software* per la gestione documentale (Enterprise Content Management). Fondata nel 1980 a Rubano (PD) da Alfieri Voltan, nel 2023 ha registrato ricavi per circa € 34 milioni. Siav cede le sue fatture per un valore di € 8 milioni all'anno sul portale MyCreditService, dove ha trovato semplicità e facilità d'uso rispetto ad altri canali dello smobilizzo dei crediti commerciali. Il processo digitalizzato viene giudicato competitivo rispetto a quello offerto dalle banche, che da una parte chiedono spesso di avere fatture cartacee controfirmate, sottoposte a lunghi *iter* amministrativi, dall'altra sono riluttanti ad accettare l'anticipo di fatture emesse da società che non hanno un conto corrente aperto presso i loro sportelli.

Box 3.2

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*

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

Le imprese finanziate

Il profilo tipico delle imprese finanziate (si veda il Box 3.2) è quello di PMI che trovano difficoltà ad essere affidate da una banca, vuoi perché escono da procedure come concordati, vuoi perché ottengono commesse di rilevante dimensione, difficilmente finanziabili attraverso i fidi esistenti, o semplicemente perché non riescono ad avere risposte in tempi accettabili. Il tasso di interesse non è quindi necessariamente competitivo rispetto a quello praticato dal circuito bancario. Il vantaggio non trascurabile sta sia nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral* (preclusa attraverso altri canali) sia nella rapidità di risposta. Un altro vantaggio per le imprese è che la cessione non richiede segnalazione alla Centrale Rischi del circuito bancario. Nelle nostre interviste abbiamo rilevato inoltre che la possibile cessione degli effetti è percepita di per sé come un fattore di 'disciplina' nel pagamento del credito; avere come controparte della fattura un investitore finanziario professionale è certamente più 'scomodo' per un cliente, rispetto al suo fornitore abitudinario verso il quale può spendere un maggiore potere contrattuale. Inoltre, soprattutto per le micro-imprese, la gestione informatizzata delle fatture è la leva per l'ottimizzazione del ciclo di conversione della cassa, che consente un migliore controllo sulla *performance* dei debitori.

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

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

Nei prossimi mesi le prospettive, a detta degli operatori, sembrano essere ottimistiche. I volumi della domanda stanno tornando a crescere dopo che negli scorsi mesi, a causa dell'incremento dei tassi di interesse sul mercato, il costo delle operazioni di *invoice trading* era diventato elevato e giudicato eccessivo da molti imprenditori. Inoltre si sono registrati due eventi che hanno generato difficoltà per alcune piattaforme: (i) la riduzione del *funding* da parte di specifici investitori istituzionali che hanno preferito concentrarsi su alcune piattaforme, (ii) la decisione di Banca d'Italia del 7/8/2024 di vietare temporaneamente a Lemonway (Istituto di Pagamento utilizzato da molte piattaforme *fintech* indipendenti) l'acquisizione di nuovi clienti. Questo secondo evento, legato a carenze emerse nel corso di un'indagine ispettiva su procedure interne, di Anti-Money Laundering e Know Your Customer, ha limitato l'operatività delle piattaforme di *invoice trading*. Lemonway ha infatti deciso di adeguarsi alle richieste dell'autorità di vigilanza ma per molte settimane nei fatti il mercato è stato bloccato.

È auspicabile però che arrivino nuovi investitori istituzionali per soddisfare una domanda di capitale che rimane significativa e che oggi è solo parzialmente coperta.

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. Secondo le stime di Preqin, uno dei più autorevoli *provider* di informazioni nel mondo del *private capital*, il valore globale degli investimenti in portafoglio per il *direct lending* arriverà nel 2029 a \$ 1.330 miliardi con un tasso annuale di crescita del 10,18%. Il mercato più sviluppato è indubbiamente quello statunitense, dove il processo di disintermediazione bancaria è iniziato già negli anni Ottanta, a seguito di cambiamenti normativi e politiche che hanno promosso un modello di finanziamento per le imprese che assegna un ruolo importante al mercato mobiliare.

Il contesto del mercato

L'ultima versione del *report* di Deloitte "Private Debt Deal Tracker" ha censito in Europa 593 operazioni di *private debt* durante il 2023, con un buon recupero dei volumi nell'ultimo trimestre (189 *deal* contro i 141 del terzo trimestre e i 114 del secondo trimestre).

La Francia rimane il mercato di riferimento con 170 operazioni seguita dal Regno Unito con 158 e dalla Germania con 81. Il *report* di Deloitte prende in considerazione 78 fra i maggiori operatori di *private debt* presenti in Europa, quindi non riesce a catturare l'intero mercato, soprattutto per le PMI.

AIFI, l'associazione nazionale che raggruppa anche i fondi di *private debt*, stima in € 3,06 miliardi l'importo investito nel 2023 da questi soggetti in 116 operazioni su imprese di grande e piccola dimensione, in leggero calo rispetto al 2022; sul totale, € 1,45 miliardi sono stati investiti nel primo semestre e € 1,61 miliardi nel secondo semestre. Nel primo semestre del 2024 invece il flusso è sceso a € 1,05 miliardi. Sono però aumentati gli investimenti con taglia sotto € 100 milioni. Nel 2023 il 55% degli investimenti è stato erogato tramite un finanziamento diretto mentre la parte rimanente è rappresentata da strumenti obbligazionari (come i *minibond*) e ibridi. Tale percentuale è salita al 73% nel primo semestre 2024. Sempre secondo AIFI, il 62% delle aziende interessate da finanziamenti nel 2023 sono PMI ma la percentuale sale al 67% nei primi 6 mesi del 2024.

Così come visto per gli altri comparti, anche nel *direct lending* si evidenzia quindi un momento di consolidamento del mercato, ma con qualche segnale positivo per il futuro.

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 D.L. 18/2016 precisando che i crediti a valere sul patrimonio dovranno essere erogati solo a favore di soggetti diversi dai consumatori.

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

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

La Banca d'Italia a sua volta, vagliata la documentazione ricevuta, ha 60 giorni per esprimersi negativamente in merito, secondo la regola del silenzio-assenso. Tre i requisiti necessari: 1) il fondo deve essere autorizzato a svolgere attività di *direct lending* nel proprio Paese di origine; 2) il fondo deve avere forma chiusa ed uno schema di funzionamento

Box 4.1

Casi di PMI finanziate attraverso il *direct lending*

Redelfi SpA

Parliamo di un piccolo gruppo genovese impegnato dal 2008 nello sviluppo di infrastrutture innovative e sostenibili per favorire la transizione energetica, oggi quotato sul segmento Euronext Growth Milan di Borsa Italiana. Il valore della produzione realizzato nel primo semestre del 2024 è di € 10,4 milioni, in buona crescita rispetto al 2023. Dopo un primo finanziamento finalizzato nel 2023, nell'aprile 2024 la società ha ottenuto un prestito in *direct lending* da € 15 milioni da Anthilia Capital Partners SGR attraverso i fondi Anthilia Must, Anthilia BIT III e Anthilia BIT IV Co-Investment Fund. Il prestito ha durata 5 anni, prevede interessi pagati semestralmente a un tasso pari all'Euribor più uno *spread* del 5,5%, con un periodo di preammortamento fino a dicembre 2026. Il finanziamento sarà utilizzato per gli investimenti nei Battery Energy Storage Systems *stand-alone* (BESS), sistemi di accumulo dell'energia che Redelfi sta sviluppando in Italia e negli Stati Uniti.

Rossogargano Società coop. agricola per Azioni

Rossogargano è una cooperativa storica di Foggia attiva nella filiera della coltivazione, raccolta e trasformazione del pomodoro in Puglia. L'ultimo bilancio dell'impresa ha visto una crescita sensibile della produzione e dei ricavi; per sostenerla, nell'ottobre 2023 l'azienda ha ottenuto un prestito da € 6 milioni sottoscritto da investitori istituzionali sulla piattaforma Azimut Direct e garantito da SACE attraverso la misura SupportItalia. Ben il 47% della produzione di Rossogargano è destinata infatti all'estero. Va evidenziato che la società aveva partecipato nel 2020 al *basket bond* patrocinato dalla Regione Puglia.

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 attori

Nel segmento del *direct lending* gli attori principali sono i fondi di credito, italiani ed esteri, che raccolgono denaro con l'obiettivo di erogare finanziamenti diretti alle imprese. Oltre ad essi, ci sono piattaforme digitali di *lending* che non fanno raccolta presso piccoli risparmiatori su Internet, come Azimut Direct e Overlend, che mettono in contatto le aziende con i possibili investitori.

I principali fondi di credito italiano che operano nel *direct lending* sono elencati nella Tabella 4.1. Va sottolineato che molti di essi si focalizzano più che altro su Mid Cap e grandi imprese; altri si sono specializzati nel finanziare operazioni di LBO (*leveraged buy-out*) affiancandosi ad investitori *equity* impegnati in acquisizioni. Un buon numero è stato supportato nella raccolta da Fondo Italiano di Investimento SGR attraverso i suoi fondi di fondi di *private debt*.

Operatore	Fondi attivi
Anima Alternative SGR	Anima Alternative 1, Anima Alternative 2, Anima Alternative Growth
Anthilia Capital Partners SGR	Anthilia BIT 3, Anthilia BIT 4 Coinvestment Fund, Anthilia GAP
Atlas SGR	Atlas PMI destinazione futuro
Azimut Libera Impresa SGR	Azimut Private Debt Capital Solutions II - ELTIF, Azimut ELTIF - Private Debt Digital Lending III
Clessidra Capital Credit SGR	Clessidra Private Debt
Endeka SGR	Endeka Credito Italia I
Equita Capital SGR	Equita Private Debt Fund II, Equita Private Debt Fund III
Eurizon Capital Real Asset SGR	ECRA Private Debt Fund (in collaborazione con Intesa Sanpaolo)
Finint Investments SGR	PMI Italia II
Green Arrow Capital SGR	Green Arrow Private Debt Fund II
Hedge Invest SGR	HI Crescitalia PMI Fund, HI Confilend Fund
illimity SGR	iSC - illimity Selective Credit
Ingenii SGR	Ingenii Open Finance
Merito SGR	Merito Private Debt
Muzinich & Co SGR	Fondo di Credito Diversificato per le Imprese
Nextalia SGR	Nextalia Credit Opportunities
Sagitta SGR	SGT ACO Direct Lending (Italy) Fund
Tages Capital SGR	Tages Credit Fund
Tenax Capital	Tenax Sustainable Credit Fund
Tikehau Capital	Tikehau Fondo per l'Economia Reale italiana II
Ver Capital SGR	Ver Capital ELTIF Italia

Tabella 4.1

I principali operatori nel mercato italiano del *direct lending*

Ricordiamo che ci sono anche altre società di gestione europee con fondi di *private debt* che investono in Italia, ma quasi mai nelle PMI. Anche Cassa Depositi e Prestiti sta procedendo in un programma di prestiti diretti ma pure in questo caso si tratta più che altro di grandi imprese. Fra le nuove iniziative in divenire, è stata anche annunciata quella del *family office* della famiglia Falck, che ha siglato un accordo con Quaestio Capital SGR per sviluppare un fondo di debito in delega.

Il mercato del *direct lending* per le PMI italiane

Le operazioni di *direct lending* non sono facilmente rintracciabili, se non con la collaborazione di investitori e imprese; infatti, nella maggior parte dei casi, le informazioni a

riguardo non sono pubblicamente depositate al Registro delle Imprese. Inoltre, a meno di comunicati stampa, i dettagli possono essere rilevati solo l'anno successivo all'operazione, quindi dopo la pubblicazione del bilancio, sempre che siano riportate informazioni disaggregate sui debiti finanziari; purtroppo lo schema di bilancio semplificato che molte piccole imprese utilizzano non consente sempre di ottenere un riscontro.

Dalle ricerche condotte, si può affermare che negli ultimi mesi il numero di PMI italiane coinvolte in questo mercato ogni anno è decisamente basso. Alcuni *player* di mercato come October e Oryn, che si erano focalizzati su questo contesto, oggi non sono più presenti.

Dalle interviste condotte con gli attori coinvolti nella filiera per sondare le potenzialità e le opinioni riguardo a questo strumento di finanza alternativa (si vedano anche i casi di studio riportati a pagina 44) emerge che il *direct lending* si adatta sia a grandi imprese sia alle PMI che non hanno la possibilità di affrontare costi fissi elevati quando si affacciano sul mercato mobiliare. Un altro elemento interessante è che il *direct lender* si candida come soggetto in grado di comprendere il *business model* proposto dall'impresa entrando nel merito del progetto di investimento che richiede capitale e contribuendo ad aggiungere valore, anche dopo l'investimento; le banche a volte non riescono a rispondere con adeguatezza a questa esigenza.

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

A fronte di questi vantaggi, il *direct lending* comporta in generale un costo più elevato in termini di tasso di interesse; tuttavia ciò non scoraggia alcune PMI, che si sono dimostrate ben disposte a pagare un *premium price* in cambio di finanziamenti rapidi ed utili all'implementazione dei propri piani di sviluppo. I *covenant* finanziari, ovvero impegni presi dal creditore per rispettare determinati parametri contabili o evitare decisioni che mettano a rischio la solvibilità del prestito, sono frequenti nel *direct lending*. Alcuni fondi richiedono poi un pegno sulle azioni dell'impresa, specialmente quando si tratta di finanziare un'acquisizione.

Nonostante la sua ancora scarsa diffusione fra le PMI, il *direct lending* può essere uno strumento utile nel colmare una carenza nell'offerta di credito esistente. Inoltre, viene considerata vantaggiosa la possibilità di diversificazione delle fonti di finanziamento in modo da non dipendere da un unico interlocutore.

5. Tokenization e crypto-asset



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

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

Blockchain, crypto-asset e ICOs

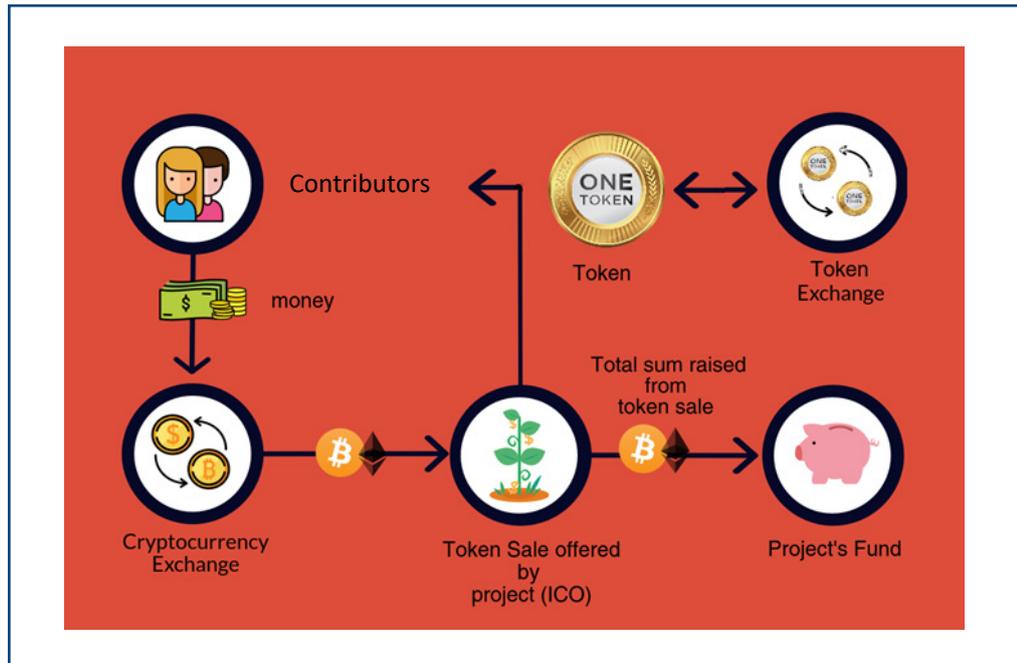
Una *blockchain* è fondamentalmente un registro distribuito in una rete che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente aggiungendo ogni volta un ‘blocco’ ad una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti, i dati in un ‘blocco’ non possono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

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

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

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

Figura 5.1
 Schema delle fasi di una
 Initial Coin Offering



(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).

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

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

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

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

Va da sé che partecipare ad una ICO comporta rischi elevati di perdere il denaro, perché

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

Altro esempio di *crypto-asset* ma non interscambiabili sono gli NFT (Non-Fungible Token), che rappresentano titoli unici ed esclusivi di proprietà su contenuti digitali che replicano *asset* come opere d'arte, musica, prodotti editoriali.

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

La regolamentazione

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

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

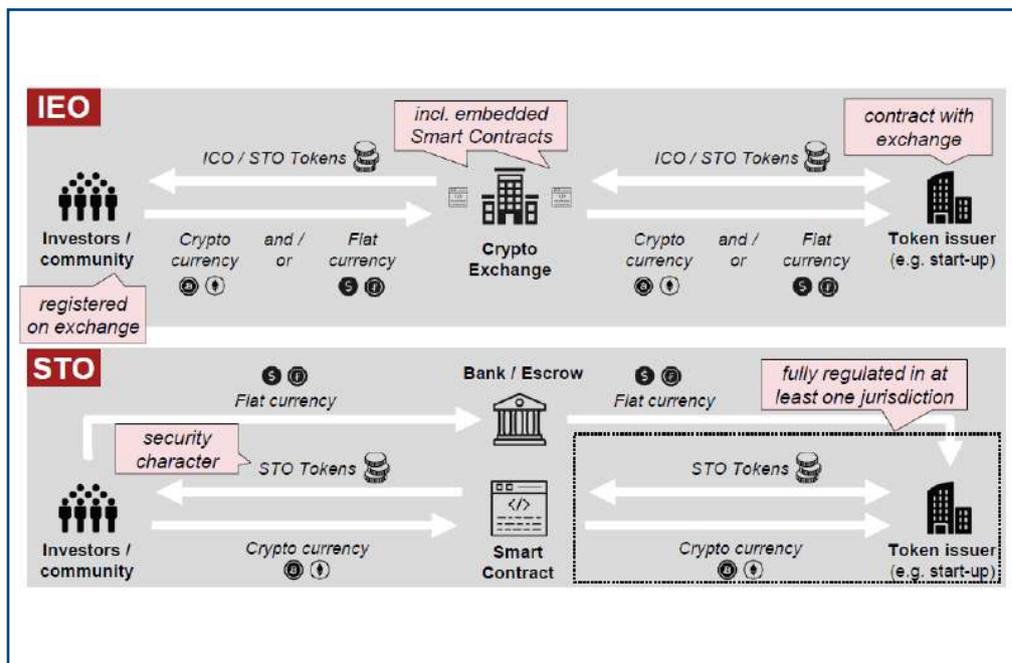


Figura 5.2
Schema di una Initial Exchange Offering (IEO) e di una Security Token Offering (STO).
Fonte: Strategy&, Pwc Network, 5th ICO / STO Report

Nell'Unione Europea, il Regolamento UE 2022/858, entrato in vigore dal marzo 2023, propone un regime pilota (DLT Pilot Regime) per le infrastrutture di mercato basate sui registri distribuiti, anche per disciplinare la 'tokenizzazione' degli strumenti finanziari, ovvero la loro trasformazione in *crypto-asset*.

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

Riconoscendo la validità della tecnologia e le sue potenzialità, il D.L. 135/2018 (convertito nella Legge 12/2019) ha introdotto le definizioni di "tecnologie basate su registri distribuiti" e di "smart contract". Il D.L. 25/2023 (Decreto 'Fintech') ha dato attuazione al Regolamento UE 2022/858 normando le emissioni e la circolazione di strumenti finanziari come azioni di SpA, obbligazioni e quote di fondi in forma digitale ('*digital securities*'). L'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari digitali dovranno avvenire attraverso un registro distribuito gestito da un responsabile iscritto ad un apposito elenco della Consob. Le infrastrutture di negoziazione saranno distinte in tre categorie: sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) DLT, sistemi di regolamento (SS) DLT e sistemi di negoziazione e regolamento (TSS) DLT.

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

Il Regolamento definisce i *crypto-asset* come "una rappresentazione digitale di un valore o di un diritto che può essere trasferito e memorizzato elettronicamente, utilizzando la tecnologia a registro distribuito o una tecnologia analoga"; nello specifico il Regolamento

Box 5.1

I primi effetti delle nuove norme europee sui *crypto-asset*

Il 30/6/2024 le definizioni di ART (*asset-referenced token*) ed EMT (*token* di moneta elettronica) previste dal Regolamento UE MiCAR sono entrate in vigore e subito il giorno dopo è arrivata dalla Francia la prima autorizzazione per Circle, società *fintech* che ha ottenuto la qualifica di EMI (Electronic Money Institution) per emettere *stablecoin* ovvero criptovalute il cui valore è ancorato a un altro *asset* che 'stabilizza' il loro prezzo. In attesa di nuove autorizzazioni, alcune piattaforme digitali stanno sospendendo le contrattazioni nei Paesi UE di *stablecoin* non ancora conformi rispetto alla MiCAR, come ad esempio Tether.

In Italia invece è stato abilitato il primo operatore che offrirà servizi di tokenizzazione di strumenti finanziari. La Consob ha dato il via libera all'iscrizione di Fleap Spa, *startup* fondata nel 2019 da Thomas Iacchetti e incubata presso il Politecnico di Milano, nell'elenco dei "responsabili di registro" per la circolazione digitale sulla base del Decreto 'Fintech'. In precedenza Cdp aveva ricevuto una simile autorizzazione ma limitatamente a una sperimentazione interna legata a un *bond* emesso a luglio 2024 e interamente sottoscritto da Banca Intesa. Nel 2022 Fleap era stata protagonista tecnologica dell'emissione di un *minibond* su *blockchain*, condotta dalla società veneta Quargentan.

delinea tre tipologie di cripto-attività: *token* collegati ad attività (ART *asset-referenced token*), *token* di moneta elettronica (EMT *e-money token*) e *utility token*.

Non rientrano nell'ambito di applicazione del nuovo Regolamento le cripto-attività che sono uniche e non fungibili (gli NFT citati nella pagina precedente) nonché quelle che rientrano nelle definizioni di strumenti finanziari, fondi, prodotti assicurativi e pensionistici, che sono normati dal Regolamento UE 2022/858 sopra citato.

Il Regolamento MiCAR si applicherà a decorrere dal 30 dicembre 2024; tuttavia i requisiti stabiliti per i *token* collegati ad attività e per i *token* di moneta elettronica sono applicati dal 30 giugno 2024. Il recentissimo D.L. 129/2024 attua il Regolamento MiCAR in Italia e designa Consob e Banca d'Italia quali autorità di vigilanza competenti in materia, con importanti poteri di indagine, vigilanza, regolamentazione.

La *sandbox* regolamentare italiana

Il D.L. 58/2019 ('Decreto Crescita') ha previsto una sperimentazione relativa alle attività *fintech* "volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti", ovvero una *sandbox* regolamentare dove le innovazioni *fintech* potranno essere sperimentate in collaborazione con le autorità di vigilanza. Il 2/7/2021 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il Decreto Ministeriale n. 100 che ha istituito il Comitato FinTech e ha definito le modalità per chiedere di testare nuovi servizi e prodotti legati all'impiego di tecnologie informatiche, nei settori finanziario, creditizio e assicurativo per un periodo definito. La prima finestra temporale per la richiesta di ammissione alla *sandbox* si è chiusa il 15/1/2022 con 12 progetti accettati e conclusi mentre la seconda *call* del 2023 ha visto solo un progetto selezionato, promosso da Banca Cambiano e FlowPay. Tanto per fare un paragone, secondo quanto riportato dalla Financial Conduct Authority (FCA), nel Regno Unito i progetti ammessi alla *sandbox* locale sono stati 168 e hanno coinvolto 867 imprese.

Attraverso lo strumento della *sandbox*, si persegue l'obiettivo di sostenere la crescita e l'evoluzione del mercato italiano grazie all'introduzione di modelli innovativi nel settore bancario, finanziario e assicurativo garantendo adeguati livelli di tutela dei consumatori e di concorrenza, preservando la stabilità finanziaria. Allo stesso tempo, le autorità responsabili per la regolamentazione potranno osservare le dinamiche dello sviluppo tecnologico e individuare gli interventi normativi più opportuni ed efficaci per agevolare lo sviluppo del *fintech*, contenendo già in avvio la diffusione di potenziali nuovi rischi.

Le opportunità per il futuro

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

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

Nelle edizioni passate di questo Quaderno abbiamo descritto alcune sperimentazioni di operazioni di raccolta di capitale e di finanziamenti condotti attraverso sia strumenti tradizionali (in particolare obbligazioni) registrati su *blockchain* sia con l'emissione di *token* digitali. Con la definizione del quadro normativo europeo e le prime autorizzazioni ufficiali (si veda il Box 5.1) è probabile che progressivamente nel tempo le sperimentazioni diventeranno operazioni di mercato.



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, focalizzando soprattutto sulle PMI comprese le società *startup* (*venture capital*). Consideriamo due diverse tipologie di attori protagonisti del mercato: i fondi di investimento e i *business angel*.

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

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

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

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

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

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

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

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

con le proprie attività (*corporate venture capital*). È una decisione che sempre più gruppi stanno valutando, tanto è vero che negli ultimi mesi imprese come Brembo, Gruppo Iren e A2A hanno annunciato nuove iniziative in questo ambito.

Esistono poi soggetti pubblici (a livello centrale o regionale) che stanziavano risorse per gli investimenti in *private equity* e soprattutto *venture capital*, direttamente o tramite fondi di fondi, con l'obiettivo di creare innovazione, posti di lavoro, nuove imprese.

I veicoli di investimento che vengono utilizzati per il *venture capital* e il *private equity* possono essere fondi chiusi (di diritto italiano o estero), fondi *evergreen* (che non sono vincolati a una scadenza al contrario dei fondi chiusi), veicoli di investimento quotati o semplici *holding* finanziarie. Le tipologie di strumenti che essi sottoscrivono sono capitale di rischio (di solito classi di azioni con caratteristiche diverse da quelle dei fondatori), strumenti finanziari partecipativi (SFP) o anche debito convertibile o *warrant*.

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

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

Gli investimenti fatti in Italia da operatori professionali nel capitale di rischio delle imprese sono monitorati dall'associazione di categoria², l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). In questa sezione riportiamo tutte le statistiche elaborate da AIFI negli ultimi 6 anni aggiungendo il primo semestre 2024.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte. Il 2022 è stato un anno *record* per l'industria con € 23,66 miliardi investiti in 848 operazioni; la parte più significativa (€ 7,34 miliardi) riguarda i *buyout* e poi abbiamo € 4,3 miliardi sulle infrastrutture. Il 2023 non è andato altrettanto bene, a causa dello scenario economico condizionato dall'aumento dei tassi di interesse e dalle tensioni geo-politiche; in ogni caso il risultato è più che buono rispetto al numero delle operazioni censite (750) ma con 'solo' € 8,16 miliardi investiti di cui € 941 milioni su infrastrutture e € 5,47 miliardi nei *buyout*.

Il primo semestre del 2024 si è dimostrato in linea con il *trend* recente, con 299 operazioni e € 4,46 miliardi investiti. Rispetto allo stesso periodo del 2023, sono cresciuti in volume (ma non in numero) gli investimenti infrastrutturali e soprattutto i *deal* nella categoria '*expansion*' (volume + 76%, numero +28%) che più aveva sofferto l'anno precedente. La Figura 6.2 focalizza sui segmenti del mercato più interessanti per questa ricerca, finalizzata a capire le opportunità di raccolta di capitale per le PMI: *venture capital* ed *expansion*, dove avviene un aumento di capitale di solito. Le operazioni di *buyout* invece riguardano acquisizioni di quote già esistenti, solitamente in imprese di grande dimensione (alcune volte addirittura quotate in Borsa, che vengono poi 'delistate').

¹ Si veda ad esempio Kortum, S., Lerner, J. (2000) "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", *The RAND Journal of Economics* Vol. 31, No. 4, pp. 674-692. Si veda anche la ricerca annuale condotta da AIFI e PwC "The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy"

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

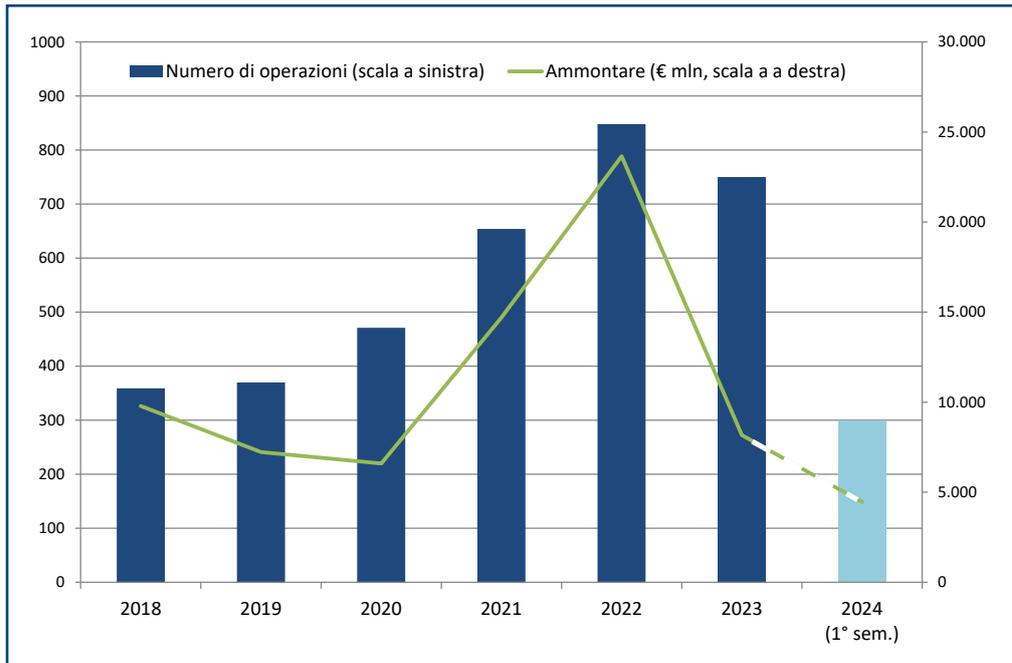


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio dei fondi di *private equity* e *venture capital*: i dati italiani dal 2018 al primo semestre 2024.

Fonte: AIFI

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *venture capital*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese in fase di *seed* o *startup*, si conferma il *record* del 2022 e il calo registrato nel 2023, anno in cui si registrano € 762 milioni investiti in 458 progetti che hanno riguardato 271 imprese diverse. Il primo semestre del 2024 ha contribuito con 193 *deal* per € 494 milioni impiegati. Rispetto al primo semestre del 2023 si è riscontrato un incremento del taglio medio dal momento che nel corso dei 6 mesi si erano registrati 232 *deal* per € 410 milioni investiti.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI attive anche in settori tradizionali) il 2023 si è rivelato un anno *record*; si tratta di una buona notizia vista la debolezza del mercato italiano su questa fascia di PMI che vogliono crescere. Sono stati investiti € 941 milioni in 68 *deal* che riguardano 55 imprese diverse. Il primo semestre del 2024, come evidenziato nella pagina precedente, ha portato buone notizie, con € 370 milioni impegnati in 23 *deal*. Nei primi 6 mesi del 2023 si erano registrate 18 operazioni per un flusso di € 210 milioni.

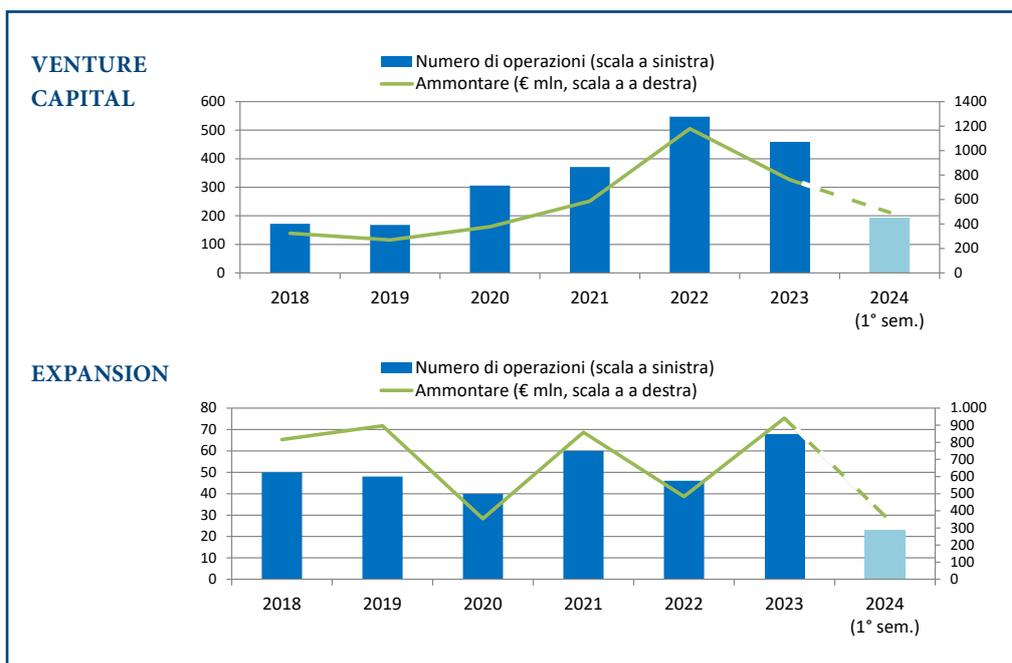


Figura 6.2

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

Fonte: AIFI

Box 6.2

Casi aziendali
di imprese finanziate
attraverso *venture capital*
e *private equity*

ARCA Dynamics Srl

ARCA Dynamics è una PMI innovativa romana fondata nel 2016 da Daniele Luchena e Dario Spiller che ha brevettato un innovativo sistema di osservazione da satellite, attraverso dei sensori, per il rilevamento e monitoraggio di detriti fino a dimensioni pari a un millimetro. Nei mesi scorsi la società ha ottenuto un investimento *pre-seed* da € 1,2 milioni supportato da CDP Venture Capital SGR attraverso l'Acceleratore Takeoff e il Polo Nazionale di Trasferimento Tecnologico Galaxia, cui si aggiunge il contributo di Exor Ventures. Le nuove risorse consentiranno ora ad ARCA Dynamics di testare la propria soluzione in orbita nel breve periodo e continuare lo sviluppo *hardware* della propria 'flotta' di satelliti.

Avaneidi SpA

Costituita nel 2020, Avaneidi è una *startup* innovativa con sede a Saronno (VA) specializzata in sistemi sicuri di *storage* dei dati aziendali. Nel giugno 2024 Avaneidi ha ottenuto un finanziamento di *venture capital* da United Ventures SGR tramite il fondo UV III e il fondo parallelo UV III Lombardia, partecipato da Lombardia Venture, iniziativa di Regione Lombardia. L'importo è di € 8 milioni a fronte di una partecipazione pari al 28,5% del capitale.

Secondo il fondatore Rino Micheloni "il finanziamento ci manterrà all'avanguardia del mercato, permettendoci di accelerare lo sviluppo dei nostri ESSD *enterprise* e delle soluzioni di *storage all-inclusive*".

Intrauma SpA

Intrauma è azienda *leader* nello sviluppo, produzione e commercializzazione di dispositivi ortopedici per applicazioni nell'ambito della traumatologia. Fondata nel 2006 da Nilli Del Medico a Rivoli (TO), nell'estate 2024 la PMI ha perfezionato un accordo di investimento con Fondo Italiano di Investimento SGR che ha apportato € 10 milioni attraverso FITEC II (seconda edizione del Fondo Italiano Tecnologia e Crescita) in cambio del 40% del capitale. L'azienda nel 2023 ha realizzato ricavi per oltre € 21 milioni con un margine operativo lordo superiore a € 2 milioni. L'aumento di capitale (avvenuto con la sottoscrizione di azioni di classe B caratterizzate da diritti particolari) è finalizzato a sostenere la crescita commerciale, nonché l'ampliamento della gamma prodotti della società, introducendo innovazioni di prodotto quali il rivestimento in argento, la protesica e la medicina rigenerativa.

Jampy Srl

Jampy è una *startup* innovativa beneventana fondata nel 2022 da Rosa Scelsa e Federica Signoriello e dedicata allo sviluppo di prodotti eco-sostenibili e di alta qualità per il benessere degli animali domestici. Nei mesi scorsi la società ha annunciato la finalizzazione di un *round* di investimento *pre-seed* da € 1 milione. Gli investitori sono stati il fondo europeo 360 Capital e tre *business angel*: Nicola Drago (vicepresidente di DeA Capital), Claudio Bellinzona e Fabio Zecchini (co-fondatori di Musement). Secondo le fondatrici, il capitale, raccolto anche attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi (SFP), supporterà l'innovazione di prodotto con l'obiettivo di offrire soluzioni per il benessere dei cani.

Rispetto alle modalità di *exit*, i dati di AIFI mostrano che nel 2023 il flusso dei disinvestimenti è risultato in netto calo rispetto al 2022 (€ 1,73 miliardi contro € 4,40 miliardi), mentre il 2024 segna un netto recupero con € 2,36 miliardi dismessi nei soli primi 6 mesi. Il canale di *exit* più frequente si conferma essere la cessione ad un operatore industriale o ad un altro fondo di *private equity*. In alcuni casi si assiste alla quotazione in Borsa dell'azienda (IPO) o al riscatto delle azioni da parte dell'imprenditore, o dei *manager* aziendali attraverso un *management buyout* (MBO). I *write-off*, contestuali al fallimento del progetto imprenditoriale e alla perdita dell'investimento, sono una piccola minoranza. Secondo il monitoraggio annuale curato da AIFI e KPMG, nel 2023 il rendimento annualizzato lordo aggregato generato dalle *exit* è pari al 18,2%.

Il potenziale di sviluppo del *private equity* e del *venture capital* in Italia è sempre significativo ricordando che, sulla base degli ultimi dati del 2023 forniti da Invest Europe³, gli investimenti nel *growth capital* e nel *venture capital* in PMI italiane ammontano rispettivamente allo 0,046% e 0,026% del Prodotto Interno Lordo (PIL). In Germania i

³ www.investeurope.eu

valori sono 0,048% e 0,059% mentre in Francia troviamo 0,207% e 0,058%. Il confronto è sempre impietoso rispetto a mercati finanziari ‘robusti’ come Stati Uniti e Regno Unito. La riduzione dei tassi di interesse che stiamo vedendo in queste settimane potrebbe fornire nuova linfa al settore, ma dall’altra parte le non risolte tensioni sullo scacchiere internazionale, con il pericolo costante di gravi conflitti bellici, stanno favorendo gli impieghi su *asset* di facile liquidabilità sul mercato come titoli di Stato e azioni di *blue chips*.

Il contributo dei *business angel*

Accanto agli investitori professionali del *private equity* e *venture capital* esiste una ‘galassia’ di piccoli investitori i quali 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 decisionale degli *angel* (mentre i fondi tipicamente devono seguire procedure formali più complesse) ma anche l’impossibilità di investire per importi molto elevati, se non magari in *syndication* con altri soggetti.

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

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

Secondo l’ultima indagine del Social Innovator Monitor del Politecnico di Torino⁴ in Italia sono censiti 1.671 *business angel* e il numero è in progressivo aumento. Il 78% di essi ha un *background* imprenditoriale o manageriale e il 66% appartiene a un *network*. Le donne sono solo il 14%.

L’ultima indagine annuale di IBAN, effettuata sugli investimenti del 2023 presso 271 soggetti⁵, ha individuato 75 *deal* in cui sono intervenuti *business angel* (in lieve aumento rispetto alle 72 operazioni dell’anno precedente) con un controvalore investito di € 39,3 milioni, come evidenzia la Figura 6.3 nella pagina successiva. Nel 2022 il totale stimato era risultato molto maggiore (€ 83,1 milioni). Il valore mediano è stato € 250.000 a livello della società *target* e € 30.000 a livello individuale.

Nel 2023 il 48% degli investimenti è stato effettuato su imprese lombarde; segue l’Emilia Romagna con il 13%. I settori preferiti sono stati quelli dell’ICT (28% del totale) e dell’*healthcare* seguiti dai beni di consumo. Nel 39% dei casi (percentuale per la prima volta in calo) si trattava di investimenti *seed*, nel 61% di imprese in fase di *startup*.

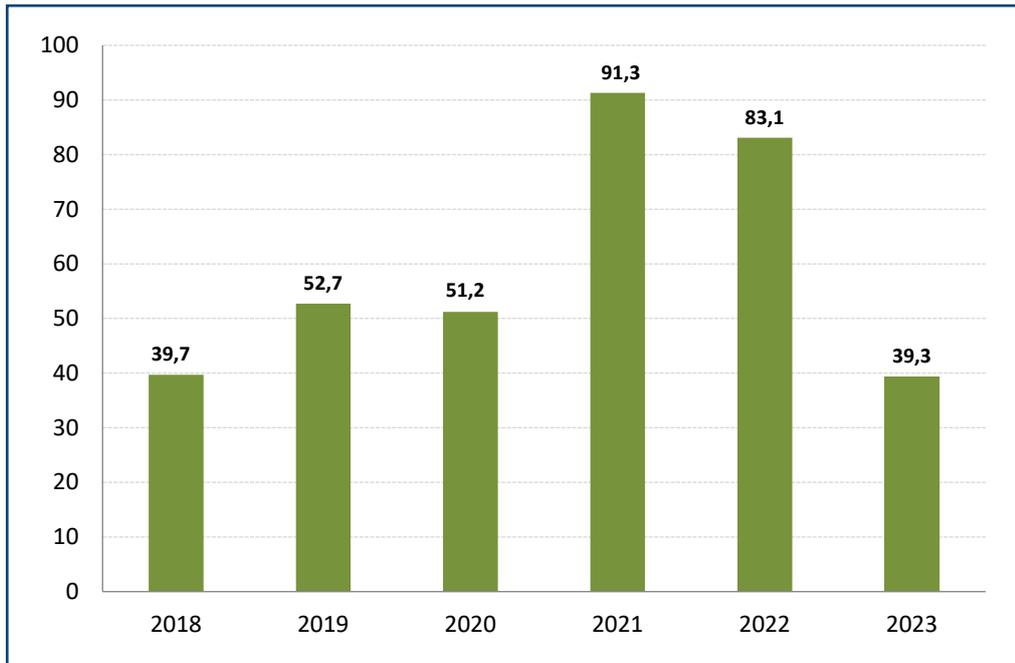
Il 76% delle imprese oggetto di investimento sono *startup* innovative mentre il 9% sono PMI innovative. Secondo i dati di IBAN, nel 2023 il 60% degli investitori ha applicato criteri di valutazione ESG e/o di *impact investing* nel valutare le opportunità di investimento. Nella fase successiva all’investimento, il 37% dei *business angel* dichiara di avere un grado di coinvolgimento nella vita quotidiana delle partecipate medio, alto o molto alto. Le risorse principali che hanno fornito alle imprese finanziate sono innanzitutto relative al *network* relazionale ed in secondo luogo alle competenze di tipo strategico e alle conoscenze finanziarie, oltre al capitale.

⁴ www.socialinnovationmonitor.com

⁵ www.iban.it/survey-iban

Figura 6.3

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



Nei primi 6 mesi del 2024, i dati del Venture Capital Monitor della LIUC Business School hanno censito 123 *round* di *startup* e *scaleup* italiane contro i 158 del primo semestre 2023 (-22%). L'ammontare investito arriva a € 600 milioni, in aumento rispetto a € 510 milioni del 2023 (+18%). Sul totale del semestre influiscono due grandi *deal* che pesano per il 40% del totale: il *round* da € 100 milioni di D-Orbit e quello da \$ 155 milioni di Bending Spoons.

Fra le novità all'orizzonte nel mondo del *venture capital* possiamo citare l'atteso Startup Act 2.0 le cui norme sono incluse nel DDL 'Concorrenza' attualmente all'esame del Parlamento; fra i contenuti c'è una ridefinizione dello *status* e dei requisiti delle *startup* innovative nonché incentivi fiscali per gli investimenti *equity*.

7. Quotazione in Borsa



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

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

Riconoscendo la rilevanza dell'obiettivo di portare le imprese alla quotazione, come incentivo per la crescita, lo Stato può inoltre offrire vantaggi fiscali. In Italia, ad esempio, la Legge di Bilancio 2018 ha introdotto un credito d'imposta per le PMI che decidono di quotarsi in un mercato borsistico, pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di € 500.000. La misura è stata poi prorogata di anno in anno e alla chiusura di questo Quaderno pare che sarà estesa fino al 2027.

L'accesso al mercato borsistico è un traguardo impegnativo per una piccola impresa, chiamata a modificare radicalmente la propria organizzazione e le regole di *governance* e a sostenere costi e adempimenti impegnativi. Per questo, accanto ai listini regolamentati ai sensi della Direttiva MiFID II, esistono anche mercati borsistici non regolamentati, fra cui gli SME Growth Market, categoria cui appartiene il listino Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, introdotto a Milano nel 2009 sul modello dell'Alternative Investment Market di Londra.

Il progetto ELITE

Condividere buone pratiche ed esperienze è fondamentale per le PMI, che spesso conoscono molto bene il canale bancario ma sono meno familiari con le opportunità del mercato dei capitali pubblici e privati. ELITE - lanciato da Borsa Italiana nel 2012 - è l'ecosistema che aiuta le piccole e medie imprese a crescere e ad accedere ai mercati dei capitali privati e pubblici; ad oggi, continua ad ampliare il suo *network* raggiungendo le oltre 2.400 società internazionali. Dal 2021 parte di Euronext, la principale infrastruttura di mercato pan-europea, ELITE ha la missione di supportare le aziende nella crescita sostenibile di lungo periodo, integrando un calendario di *workshop* e sessioni di *coaching* con soluzioni di finanziamento alternative, tra cui i *basket bond*, mettendo le imprese nelle migliori condizioni per dotarsi dei capitali indispensabili per crescere nel lungo periodo in modo sostenibile e sulla base delle loro esigenze. Le aziende selezionate possono contare su un *set* di strumenti e servizi pensati per prepararsi al reperimento dei capitali e cogliere nuove opportunità di visibilità e *networking* facilitando così anche l'avvicinamento culturale delle stesse al mercato dei capitali. Ad oggi, grazie al supporto diretto di ELITE, oltre 260 aziende hanno raccolto circa € 1 miliardo attraverso strumenti di finanza strutturata. Ben 72 sono le società appartenenti al *network* che si sono quotate raccogliendo circa € 4 miliardi, mentre 204 imprese hanno emesso oltre 320 obbligazioni raccogliendo € 3,6 miliardi e circa 600 aziende hanno gestito 1.850 operazioni di fusione e acquisizione. Fra le iniziative più rilevanti di ELITE possiamo citare:

i *basket bond* regionali, settoriali e di filiera che hanno coinvolto quasi 200 emittenti per un ammontare complessivo di oltre € 700 milioni raccolti, destinati alla crescita delle imprese (si veda il Capitolo 1); il rafforzamento dell'impegno rispetto ai diversi strumenti di finanza alternativa quali il Fondo Basket Eque con la Regione Campania, Sviluppo Campania e il Fondo Italiano di Investimento; il supporto a vario livello ai diversi programmi già avviati dalle controparti istituzionali e bancarie *partner* ed, infine, il costante sviluppo dell'ecosistema in Europa con programmi locali già avviati in Francia, Olanda e Portogallo¹.

¹ Per maggiori info:
www.elite-network.com

Euronext Growth Milan e gli SME Growth Market

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

La Tabella 7.1 riporta il numero di aziende quotate sul listino Euronext Growth Milan alla fine di ogni anno, i fondi raccolti attraverso aumenti di capitale e quelli raccolti al momento della quotazione (IPO) ma solo per la parte di sottoscrizione di nuovi titoli (escludendo l'offerta di titoli esistenti già detenuti dai soci). Al 30/6/2024 risultavano quotate 206 imprese con una capitalizzazione complessiva di € 8,2 miliardi.

Tabella 7.1
Società quotate su Euronext Growth Milan: raccolta di fondi da aumenti di capitale e da offerta pubblica alla quotazione (OPS).
Fonte: Borsa Italiana

Anno	Numero di società quotate a fine anno	Raccolta di capitale da aumenti di capitale (€ milioni)	Raccolta di capitale alla quotazione da OPS (€ milioni)	Raccolta di capitale da OPS senza le SPAC (€ milioni)
2009	5	-	31,51	31,51
2010	11	-	20,30	20,30
2011	14	-	58,56	8,56
2012	18	2,00	9,10	9,10
2013	36	8,40	159,78	74,78
2014	57	15,20	186,30	186,30
2015	74	5,00	241,40	121,40
2016	77	73,90	202,30	51,80
2017	95	11,80	1.212,40	129,40
2018	113	25,90	1.309,30	152,30
2019	132	8,90	192,89	162,89
2020	138	33,11	123,30	123,30
2021	174	31,80	748,40	390,40
2022	190	8,30	300,50	300,50
2023	203	22,56	194,00	194,00
2024 (1° sem.)	206	41,22	72,00	72,00
Totale	-	288,09	5.062,04	2.028,54

Come si vede, nell'arco di 15 anni il listino è stato in grado di attirare molte imprese verso la quotazione, che hanno raccolto circa € 5,24 miliardi di mezzi freschi in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione (€ 5,06 miliardi) e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi (€ 288,09 milioni), in cui presumibilmente gli imprenditori e i soggetti controllanti hanno svolto un ruolo rilevante (a volte con sottoscrizioni riservate per un concambio di azioni).

Nel computo sono considerate anche le SPAC (*special purpose acquisition companies*),

Bertolotti SpA

Bertolotti è una società toscana specializzata nella progettazione e produzione di sistemi avanzati per la movimentazione di materiali e la manutenzione di materiale rotabile. Nel 2023 l'azienda ha realizzato un fatturato che supera € 35 milioni, con un EBITDA di oltre € 3 milioni.

Nel marzo 2024, Bertolotti si è quotata nel segmento professionale di Euronext Growth Milan, con un collocamento di € 291.400 tramite un'offerta riservata a investitori professionali, raggiungendo una capitalizzazione di mercato iniziale di circa € 14,4 milioni.

L'amministratore delegato, Luca Barneschi, ha dichiarato che l'ingresso nel mercato borsistico rappresenta per Bertolotti una strategia di consolidamento per attrarre nuovi capitali, sostenere l'espansione aziendale e rafforzare la sua presenza come *partner* affidabile nei settori in cui opera.

Soges Group SpA

Parliamo di una società fiorentina che opera nel settore alberghiero di fascia alta, con una specializzazione nella gestione di strutture di pregio. Attraverso il *brand* "Place of Charme," la società gestisce un portafoglio di otto strutture, tra cui *hotel* e residenze d'epoca, localizzate tra Firenze e il Chianti. Nel 2023, Soges ha riportato ricavi per € 15,8 milioni, con un EBITDA di € 1,5 milioni e un margine operativo del 9%. La società ha registrato un tasso di occupazione medio delle strutture superiore all'82%.

A maggio 2024, Soges ha completato con successo la quotazione su Euronext Growth Milan, emettendo 1.208.700 azioni e raccogliendo circa € 2,7 milioni con una capitalizzazione di mercato iniziale di € 11,6 milioni. L'IPO è stata supportata da MIT SIM in qualità di Euronext Growth Advisor, Global Coordinator e Specialist, con l'assistenza di altri consulenti quali D.G.P.A. & Co. e BDO Italia.

Il *management* di Soges Group ha espresso fiducia nella quotazione come uno strumento chiave per attrarre nuovi investimenti e sostenere l'espansione strategica della società.

Box 7.1

Casi aziendali di PMI quotate nel 2024 su Euronext Growth Milan

ovvero società di nuova costituzione che si quotano in Borsa raccogliendo capitale che verrà poi impiegato per l'acquisizione di società non quotate, con cui si fonderanno assumendone la denominazione. Al netto di queste operazioni, che comunque servono spesso per fare affluire risorse verso le imprese interessate, ma non è detto che poi in futuro portino effettivamente alla *business combination* (ci sono stati infatti casi di SPAC che non avendo finalizzato l'accordo con una società *target* hanno chiuso i battenti e liquidato i soci), la raccolta delle OPS scende a € 2,03 miliardi.

Il 2023 ha visto 34 nuove imprese quotate e 'solo' € 194 milioni raccolti in IPO. Il contributo addizionale degli aumenti di capitale condotti da società già quotate è stato pari a € 22,56 milioni.

Nel primo semestre 2024 sono stati raccolti € 72,00 milioni da 7 'matricole' (due casi sono descritti nel Box 7.1) più altri € 41,22 milioni da aumenti di capitale; il secondo semestre 2024 è in linea con il *trend*: si sono aggiunte già altre 10 imprese.

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

Vanno poi citate anche le PMI italiane che hanno ritenuto opportuno quotarsi in altri listini esteri che si qualificano come SME Growth Market. La pattuglia più numerosa è presente su Euronext Growth Access, il listino di Parigi (sempre parte del gruppo Euronext).

Il 'Listing Act' europeo

Il tema dell'accesso ai mercati borsistici è uno degli obiettivi chiave della Capital Market Union, il piano europeo per creare un unico mercato del capitale e favorire un approccio *'market-based'* per la finanza d'impresa, troppo spesso basata sulle banche.

L'Italia da questo punto di vista non è messa benissimo. Il rapporto capitalizzazione totale del mercato borsistico azionario rispetto al PIL a fine 2023 era pari al 28% mentre prima della crisi finanziaria, a fine 2007, era pari al 48%. Gli scambi medi giornalieri si

² Fonte: Borsa Italiana,
Consob

sono ridotti sensibilmente e per il 90% sono concentrati sul FTSE MIB, l'indice delle *blue chips*². Diversi gruppi industriali hanno trasferito la propria sede legale nei Paesi Bassi. L'8/10/2024 gli organismi dell'Unione Europea hanno approvato la proposta di un 'Listing Act', ovvero un pacchetto di revisione delle norme contenute nella Prospectus Regulation, Market Abuse Regulation, Markets in Financial Instruments Regulation and Directive (MiFIR/MiFID II) accompagnato da una nuova Direttiva (la 2024/2810) sulle azioni con diritto di voto plurimo. L'obiettivo è quello di semplificare gli adempimenti soprattutto per le PMI, allo stesso tempo tutelando gli investitori. Fra le novità introdotte, viene ampliata l'esenzione per la pubblicazione di un prospetto informativo in determinati casi, viene previsto un modello semplificato di prospetto in altri casi, con un *format* specifico per le PMI (EU Growth Issuance Prospectus).

L'Italia dovrà recepire il Listing Act nei prossimi mesi, ma su alcune tematiche i *policy-maker* avevano da tempo individuato aree di potenziale intervento, per la ricerca di una maggiore semplificazione, razionalizzazione ed ammodernamento, al fine di promuovere la competitività del sistema e delle imprese che operano al suo interno. Alcune di queste proposte riguardano proprio i listini borsistici per le PMI; nel dettaglio si ipotizza di: (1) rendere più agevole l'accesso ai mercati regolamentati, attraverso interventi di semplificazione dei requisiti di ammissione e in materia di prospetto informativo, (2) favorire la permanenza sui mercati, con un alleggerimento degli oneri connessi (intervendo ad esempio sulla disciplina degli abusi di mercato e degli emittenti titoli diffusi), (3) intervenire sugli aspetti concorrenziali dell'ordinamento societario per agevolare le offerte sul mercato secondario e valutare modifiche della disciplina in materia di strutture azionarie a voto multiplo.

Operativamente, Consob ha già aggiornato il Regolamento Emittenti introducendo procedure più veloci e semplificate per l'approvazione dei prospetti informativi e la possibilità di produrre la documentazione in inglese mentre il Governo ha approvato la 'Legge Capitali' (Legge 21/2024) che prevede per le società di nuova quotazione l'incremento da tre a dieci del numero di voti che può essere assegnato, per statuto, alle azioni con voto plurimo; l'obiettivo è potenziare la flessibilità dell'ordinamento societario.

Si può ritenere che ci siano le condizioni affinché numerose PMI si possano avvicinare a Piazza Affari nel medio termine, quando saranno operative le riforme del Listing Act e quando tornerà un periodo di stabilità sui listini.

La School of Management



POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

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

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

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

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

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

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

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

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

Internet: www.som.polimi.it



Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Andrea Odille Bosio, Roberto Brero, Giulio Giacomelli, Giacomo Giambarda, Francesca Imperiale, Alessio Michelizza, Gianmarco Paglietti.

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

Main partner

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

MAIN PARTNER

www.osservatoriefi.it



MEDIA PARTNER



Finanziato dall'Unione europea
NextGenerationEU



Ministero dell'Università e della Ricerca



Italiadomani
PIANO NAZIONALE DI SICUREZZA E RESILIENZA



MUSA