



# Osservatori Entrepreneurship & Finance

## Quaderno di Ricerca

### La Finanza Alternativa per le PMI in Italia



1) mini-bond



2) crowdfunding



3) invoice trading



4) direct lending



5) ICOs e token offerings



6) private equity e venture capital



---

# Indice

|   | pagina    |
|---|-----------|
| <b>Presentazione</b>  | <b>3</b>  |
| <b>Introduzione</b>   | <b>5</b>  |
| <b>1. Mini-bond</b>   | <b>9</b>  |
| – Il processo di emissione di un <i>mini-bond</i>                             | 9         |
| – La dimensione del mercato per le PMI  | 11        |
| <b>2. Crowdfunding</b>  | <b>15</b> |
| – I modelli del <i>crowdfunding</i>   | 15        |
| – <i>Reward-based crowdfunding</i>  | 16        |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : le ‘regole del gioco’                          | 16        |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : i numeri in Italia                             | 18        |
| – <i>Equity crowdfunding</i> : le PMI emittenti                               | 20        |
| – <i>Lending-based crowdfunding (social lending)</i>                          | 23        |
| <b>3. Invoice trading</b>   | <b>31</b> |
| – Il quadro normativo di riferimento in Italia e i modelli operativi          | 31        |
| – I portali attivi  | 33        |
| – Le imprese finanziate e gli investitori                                     | 38        |
| <b>4. Direct lending</b>  | <b>39</b> |
| – La regolamentazione in Italia   | 39        |
| – Gli investitori e le operazioni censite nelle PMI                           | 40        |
| <b>5. ICOs e token offerings</b>  | <b>43</b> |
| – <i>Blockchain</i> e ICOs  | 43        |
| – La regolamentazione   | 45        |
| – Lo sviluppo del mercato mondiale  | 46        |
| – Le ICOs promosse da imprenditori italiani                                   | 46        |
| <b>6. Private equity e venture capital</b>                                    | <b>51</b> |
| – Caratteristiche del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i>      | 51        |
| – Il mercato del <i>private equity</i> e del <i>venture capital</i> in Italia | 52        |
| – Le PMI italiane e la Borsa  | 54        |
| <b>La School of Management</b>  | <b>59</b> |
| <b>Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca</b>                      | <b>61</b> |
| <b>Appunti</b>  | <b>64</b> |



---

# Presentazione

Il tema dell'accesso al capitale per le PMI è ormai da qualche anno una priorità nell'agenda di tutti, dalla politica alle autorità di mercato, dalle associazioni degli industriali fino alle banche stesse.

L'esperienza maturata dal nostro gruppo di ricerca nel corso degli anni ci ha spinto a proporre un quaderno di ricerca sulla finanza alternativa al credito bancario, con l'obiettivo di disegnare un quadro a 360 gradi sulle opportunità disponibili per le PMI.

La ricerca mette in luce alcuni risultati noti, altri meno noti, ma a nostro avviso ha il merito di includere in un'unica analisi statistiche e informazioni che finora sono state considerate in modo frammentato e senza un riferimento preciso alle PMI.

Auspichiamo che questo prodotto di ricerca sia utile per l'ecosistema e accoglieremo volentieri contributi, integrazioni, collaborazioni sul tema, nella consapevolezza che occorre unire gli sforzi di tutti se si vuole avviare una 'rivoluzione copernicana' a favore delle PMI, che in Italia rappresentano - secondo l'Annual Report on European SMEs - il 79% dei posti di lavoro nei settori produttivi non finanziari (contro una media UE pari al 67%) e il 68% del valore aggiunto (media UE 57%).

L'ultima edizione del Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) pubblicato dalla Commissione Europea rivela un dato importante. Nell'Unione Europea in media il 68% delle PMI si rivela ottimista rispetto alla possibilità di approcciare un istituto bancario e ottenere quanto necessario in termini di risorse finanziarie. Questa percentuale sale al 74% in Francia e al 75% in Germania ma scende al 58% in Italia. Inoltre, in Europa il 23% delle PMI ritiene di avere buona probabilità di approcciare un investitore nel capitale di rischio e finalizzare un accordo; in Germania e Francia le percentuali sono rispettivamente il 29% e il 18%, mentre in Italia siamo al 9%.

L'8% delle PMI italiane, sempre secondo la *survey*, considera la ricerca di risorse finanziarie il problema più importante, ancor più che trovare clienti o personale adeguato.

Se in Italia il 73% delle PMI ritiene che le banche siano il *partner* ideale per supportare i progetti di crescita futura, nella media UE la percentuale è il 64%. Il nostro Paese conferma quindi la sua vocazione 'banco-centrica' e la minore propensione a diversificare le fonti finanziarie.

C'è molto lavoro da fare, quindi, per incrementare l'offerta di risorse ma anche per superare un *gap* culturale che in Italia ha frenato le PMI nella ricerca di alleanze e di supporto finanziario dall'esterno attraverso fonti alternative al credito bancario. Speriamo quindi che questo quaderno di ricerca contribuisca in tale direzione.

Per finire, esprimiamo un doveroso ringraziamento ai *partner* privati che hanno sostenuto la ricerca e confermiamo che anche stavolta '*all errors are our own*'.

novembre 2018



# Introduzione

L'obiettivo di questa ricerca è analizzare il mercato della finanza alternativa al credito bancario per le PMI in Italia. Il tema è di rilevante interesse, in merito al razionamento del credito che molte piccole imprese hanno sofferto in Europa e in Italia soprattutto dopo la crisi finanziaria iniziata nel 2008. Diversi infatti sono stati i provvedimenti legislativi e gli sforzi degli operatori sul mercato per offrire nuovi canali di finanziamento alternativi e potenziare quelli esistenti, con l'obiettivo di incrementare la competitività dell'ecosistema. Le PMI sono definite dalla Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea come imprese autonome il cui organico risulta inferiore a 250 persone (requisito necessario) e il cui fatturato non superi € 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore a € 43 milioni (basta uno dei due requisiti). Chiaramente non è facile discriminare le fonti di finanziamento delle PMI da quelle di altre imprese, perchè molte di esse sono comuni anche alle grandi imprese. In questa ricerca quindi abbiamo individuato sei ambiti specifici, per i quali cercheremo di discriminare il contributo che hanno dato alla raccolta di risorse finanziarie per le PMI italiane negli ultimi 10 anni:

- 1) i *mini-bond*, ovvero il ricorso al mercato mobiliare per il collocamento di titoli di debito come obbligazioni e cambiali finanziarie;
  - 2) il *crowdfunding*, ovvero l'opportunità di raccogliere capitale su portali Internet, nelle varie forme ammesse (*reward, lending, equity*);
  - 3) l'*invoice trading*, ovvero il ricorso a piattaforme *web* per lo smobilizzo di fatture commerciali;
  - 4) il *direct lending*, ovvero credito fornito da soggetti non bancari attraverso prestiti diretti;
  - 5) le Initial Coin Offerings (ICOs), ovvero la nuova frontiera del collocamento di *token* digitali su Internet grazie alla tecnologia emergente della *blockchain*;
  - 6) il *private equity* e *venture capital*, ovvero il finanziamento con capitale di rischio fornito da investitori professionali, a volte prodromico alla quotazione in Borsa su listini specifici per le PMI come AIM Italia; si tratta del segmento che fino a poco tempo fa identificava quasi esclusivamente la finanza alternativa per le PMI nel contesto nazionale.
- La seguente Tabella identifica le principali differenze fra i sei canali di finanziamento individuati, in confronto con il credito bancario.

|  | Forma di finanziamento        | Orizzonte temporale                      | Tipologia di investitore tipico |
|--|-------------------------------|--|---------------------------------|
| Credito bancario                               | Debito                        | Breve, medio, lungo termine              | Bancario                        |
| <i>Mini-bond</i>                               | Debito                        | Breve e medio termine                    | Professionale                   |
| <i>Crowdfunding</i>                            | <i>Reward, equity, debito</i> | In funzione della forma di finanziamento | <i>Retail</i> e professionale   |
| <i>Invoice trading</i>                         | Smobilizzo fatture            | Breve termine                            | Professionale                   |
| <i>Direct lending</i>                          | Debito                        | Medio termine                            | Professionale                   |
| ICOs e <i>token offerings</i>                  | <i>Token</i> digitali         | Variabile                                | <i>Retail</i>                   |
| <i>Private equity</i> e <i>venture capital</i> | <i>Equity</i>                 | Lungo termine                            | Professionale                   |

**Tabella 0.1**

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

Nel seguito riassumiamo le principali evidenze empiriche descritte in questo quaderno per ciascuna delle sei categorie.

### **I mini-bond**

L'industria dei *mini-bond* cresce progressivamente in Italia, fin dal 2013 quando le innovazioni normative avviate dal D.L. 'Sviluppo' e da decreti successivi hanno facilitato l'opportunità per le PMI di collocare obbligazioni e cambiali finanziarie sul mercato, sottoscritte da investitori professionali (tipicamente fondi e *asset management companies*). Le PMI italiane emittenti di *mini-bond* fino al 30 giugno 2018 sono state 221; fra queste ben 36 si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel 2018. Il controvalore collocato è stato pari a € 3,545 miliardi, suddiviso in 335 emissioni; nel 2017 la raccolta è stata pari a € 1,527 miliardi e nel primo semestre del 2018 siamo a € 313 milioni. La cedola media dei *mini-bond* emessi da PMI è pari al 5,3% e la *maturity* media è 4,9 anni.

Si tratta di un mercato che a nostro avviso continuerà a crescere nel breve termine, poiché si riscontra un crescente interesse sia da parte delle PMI sia da parte degli investitori, che secondo noi è opportuno continuino ad essere soggetti professionali. In tal senso è auspicabile un maggiore impegno da parte di assicurazioni e cassa di previdenza.

### **Il crowdfunding**

Partito in sordina contemporaneamente ai mini-bond, l'*equity crowdfunding* ha visto un ottimo tasso di crescita negli ultimi mesi, anche grazie all'estensione a tutte le PMI di questa opportunità, inizialmente riservata a *startup* e PMI innovative. Sono 214 le aziende italiane che hanno provato a raccogliere capitale di rischio sulle piattaforme Internet autorizzate fino al 30 giugno 2018, assicurandosi attraverso 134 campagne chiuse con successo un *funding* pari a € 33,3 milioni (di cui € 11,6 milioni nel 2017 e € 14,2 milioni nella prima metà del 2018). Si tratta in gran parte di piccole *startup*, ma ci attendiamo un buon tasso di crescita per il futuro con le operazioni in ambito *real estate* e le campagne che saranno lanciate da PMI mature. In questo segmento della finanza alternativa occorre agire sull'educazione finanziaria verso i cittadini, affinché conoscano meglio questa opportunità: ad oggi gli italiani che hanno sottoscritto una campagna di *equity crowdfunding* sono lo 0,1% della popolazione.

Le piattaforme di *lending* hanno erogato a titolo di prestito alle PMI italiane € 60,3 milioni fino al 30 giugno 2018, di cui € 53,9 negli ultimi 18 mesi precedenti. Escludendo le ditte individuali, si può stimare che questo canale abbia supportato circa 250 PMI italiane. Anche questo mercato è destinato a crescere, grazie all'afflusso annunciato di capitali da investitori professionali che si affiancheranno ai piccoli risparmiatori di Internet.

Completa il quadro il *reward-based crowdfunding*; si parla di campagne di piccolo importo (condotte soprattutto su portali USA come Kickstarter e Indiegogo) che imprese italiane in fase di avvio hanno condotto per raccogliere denaro offrendo in cambio prodotti e ricompense non monetarie. Stimiamo in € 7 milioni la raccolta effettuata, senza prospettive di crescita rilevante per il futuro.

### **Invoice trading**

Le piattaforme di *invoice trading* italiane hanno mobilitato fino al 30 giugno 2018 € 612,2 milioni, di cui € 580,8 milioni negli ultimi 18 mesi. Va però notato che il ciclo di investimento in questo ambito è molto più corto, trattandosi della cessione a investitori professionali di fatture commerciali a scadenza mediamente 3-4 mesi, che vengono spesso utilizzate come sottostante per operazioni di cartolarizzazione. Molte delle risorse conteggiate sono quindi state reinvestite più volte nell'arco del periodo, e le stesse imprese hanno ceduto più fatture nel tempo. Si può stimare che questo canale di finanziamento sia stato utilizzato da 900 PMI italiane, e quindi è lo strumento relativamente più utilizzato fra tutti quelli considerati.

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

### **Direct lending**

Si tratta del segmento meno sviluppato al momento, anche perché ha toccato solo marginalmente le PMI. È quello dove è più difficile raccogliere informazioni esaustive, perché

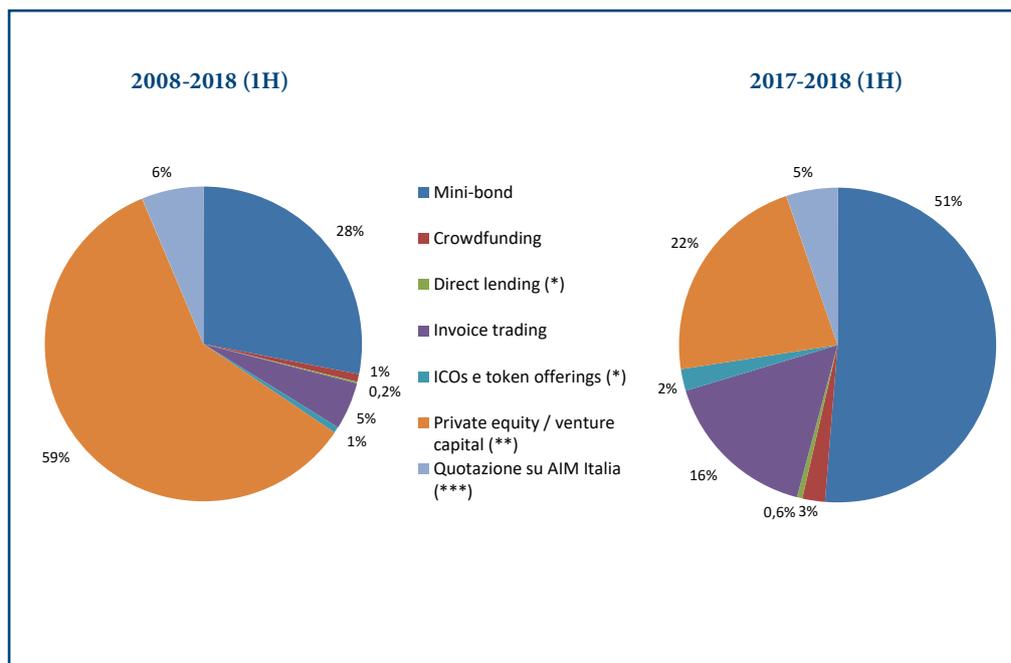


Figura 0.1

Il flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane, negli ultimi 10 anni e negli ultimi 18 mesi.

Fonte: elaborazione Politecnico di Milano

(\*) = stima

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

(\*\*\*) = escluse le SPAC

non pubblicamente disponibili.

Possiamo stimare che al momento siano poche unità le PMI italiane che hanno ottenuto un prestito diretto da fondi specializzati, per un importo intorno a € 20 milioni. Vi è però spazio per una crescita futura, anche se riteniamo che la maggior parte dei capitali andrà a finanziare imprese medio-grandi o cofinanziare operazioni di *leveraged buyout*.

### ICOs e token offerings

Il grande interesse cresciuto nel 2017 e nel 2018 attorno alle criptovalute e alla tecnologia *blockchain* ha spinto diversi imprenditori a lanciarsi nel mercato delle Initial Coin Offerings (ICOs) raccogliendo capitali su Internet offrendo in sottoscrizione *token* digitali e disintermediando completamente piattaforme terze e circuiti di pagamento tradizionali. I *token* consentono ai sottoscrittori di accedere a prodotti e servizi, a volte di partecipare attivamente al progetto imprenditoriale. Sono spesso scambiati su piattaforme specializzate e questo rende labile il confine fra le ICOs e la sottoscrizione di investimenti finanziari. Sicuramente la normativa dovrà provvedere al più presto a definire un quadro di riferimento per consentire lo sviluppo 'sano' di questa prassi, potenzialmente molto interessante per le PMI, e industrializzarne i processi.

Abbiamo individuato 16 ICOs fino alla data del 30 giugno 2018 promosse da *team* costituiti per più del 50% da italiani, che hanno raccolto circa \$ 150 milioni. Poiché la raccolta può avvenire anche in assenza di un veicolo societario già costituito (oltretutto non è detto che venga poi costituito in Italia) e visto lo stato embrionale del mercato, non ci sentiamo oggi di contabilizzare tutti i capitali raccolti nel conto della finanza alternativa per le PMI. D'altro canto il fenomeno non può essere ignorato, perché - come andremo a documentare - le risorse raccolte sono abbastanza consistenti. Prudenzialmente, attribuiamo a questo segmento solo le operazioni riconducibili chiaramente a PMI italiane già esistenti o di nuova costituzione, per un importo pari a € 80 milioni.

### Private equity e venture capital

Completano il quadro gli investimenti effettuati da soggetti professionali nel campo del *private equity* e del *venture capital*, sottoscrivendo capitale di rischio di imprese non quotate, con l'ambizione di contribuire attivamente alla crescita dell'impresa in modo attivo, per poi ottenere una plusvalenza al momento dell'*exit* (ovvero la dismissione della partecipazione con la cessione a terzi o con la quotazione in Borsa). Questi investitori negoziano contratti e patti complessi con gli imprenditori, cosa che non accade ad esempio nell'*equity crowdfunding*, dove il potere contrattuale dei sottoscrittori è molto basso.

Benchè attivo da tempo, il mercato italiano del *private equity* e del *venture capital* è ancora sotto-dimensionato rispetto alla situazione di Regno Unito, Germania, Francia.

Con riferimento alle statistiche periodiche pubblicate dall'associazione di riferimento AIFI, limiteremo l'attenzione alle sole operazioni di *early stage* ed *expansion*, dove tipicamente l'investimento viene effettuato con un aumento di capitale e con l'apporto quindi di nuove risorse. Al contrario le operazioni di *buyout* riguardano più che altro cessioni di partecipazioni ad altri investitori. Ipotizzando che tutte le operazioni nei due sotto-comparti riguardino PMI (il che non è affatto scontato), dal 2008 al primo semestre 2018 sono state mobilitate risorse in Italia per € 970 milioni nell'*early stage* e € 6,5 miliardi nell'*expansion*. Se limitiamo l'attenzione agli ultimi 18 mesi, abbiamo un flusso di € 229 milioni per l'*early stage* (su 213 progetti) e di € 568 milioni per l'*expansion* (per 69 aziende).

Consideriamo nell'analisi riportata nel Capitolo 6 anche le operazioni di *turnaround*, perchè più spesso comportano l'apporto di risorse liquide per le imprese in fase di ristrutturazione, ma prudenzialmente non le associamo alle PMI.

Riteniamo che il mercato del capitale di rischio 'privato' per le PMI possa crescere leggermente nel breve termine, più che altro grazie alle nuove risorse messe a disposizione da soggetti pubblici come la Cassa Depositi e Prestiti.

Infine mostriamo che le 102 società quotate alla data del 30 giugno 2018 su AIM Italia, lo SME Growth Market di Borsa Italiana, avevano raccolto capitale in OPS al momento della quotazione per un importo di € 670 milioni (escludendo la raccolta delle SPAC), più altri € 126 milioni da aumenti di capitale successivi. In totale il flusso è di € 796 milioni (di cui € 188 milioni fra 2017 e primo semestre 2018).

### Il quadro complessivo

La Figura 0.1 riassume in un'unica infografica le nostre stime rispetto al mercato della finanza alternativa per le PMI, nell'ultimo decennio e nei 18 mesi da gennaio 2017 a giugno 2018. Le cifre descritte nelle righe precedenti non possono essere facilmente sommate, perchè come detto non sempre si riferiscono con certezza a PMI e perchè riguardano investimenti con cicli di ripagamento molto eterogenei. Ciononostante riteniamo che il confronto sia utile per capire in che direzione va il mercato.

Se si considera l'ultimo decennio a partire dal 2008, si vede come la finanza alternativa al credito bancario sia stata dominata dal *private equity*, anche se i *mini-bond* emessi dalle PMI si sono ritagliati in poco tempo uno spazio significativo, senza pari. La situazione cambia sostanzialmente se limitiamo l'attenzione al 2017 e al primo semestre 2018; cresce l'importanza relativa dei *mini-bond* e di tutti gli altri strumenti innovativi, soprattutto l'*invoice trading*.

Ci sentiamo infine di avanzare alcune brevi riflessioni sui risultati della ricerca.

Innanzitutto si evidenzia che il mercato della finanza alternativa per le PMI sta profondamente cambiando in Italia. Il *gap* persistente e non piccolo con gli altri Paesi europei comparabili dimostra che esiste spazio per la crescita e per nuovi attori.

In secondo luogo rileviamo che, benchè in rapida crescita negli ultimi anni, il numero di PMI che in Italia si affidano alla finanza alternativa è ancora molto basso. Sommando il contributo dei sei comparti individuati arriviamo negli ultimi 18 mesi a circa 1.800 imprese (l'1% delle PMI che tendenzialmente potrebbero aspirare ad accedervi, se tralasciamo le ditte individuali). Serve quindi una robusta politica di educazione finanziaria verso gli imprenditori e verso i possibili investitori (piccoli risparmiatori che non conoscono queste opportunità di investimento, e attori come assicurazioni e casse di previdenza, che spesso non hanno competenze al loro interno per gestire queste nuove *asset class*).

Infine rileviamo che lo sviluppo della finanza alternativa al credito in Italia ha generato vantaggi tangibili nei tempi e costi di accesso al capitale; ha consentito a tante PMI, fino a pochi mesi 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.

---

# 1. Mini-bond



Definiamo i mini-bond come titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi) emessi da imprese italiane, in particolare di piccola-media dimensione. Le normative di riferimento sono contenute nel D.L. 22 giugno 2012 n. 83 (“Decreto Sviluppo”) e nelle successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n. 179 (“Decreto Sviluppo Bis”), dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 (piano “Destinazione Italia”) e nel D.L. 24 giugno 2014 n. 91 (“Decreto Competitività”). Si tratta di titoli di debito emessi dalle imprese sul mercato mobiliare e sottoscritti da investitori professionali e qualificati, che a fronte della raccolta di capitale (che viene poi rimborsato secondo modalità predefinite) offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole. Tale tipologia di strumenti è ben nota a imprese e investitori (e anche al Codice Civile, che ne disciplina l’emissione negli articoli 2410-2420 per le SpA, e nell’articolo 2483 per le Srl), ma fino al 2013 si trattava di forme di finanziamento utilizzate quasi esclusivamente da imprese quotate, o comunque non ‘diffuse’ sul mercato.

Per approfondimenti sui singoli punti trattati nel seguito rimandiamo al Report annuale, disponibile sul *web*, pubblicato dall’Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano ([www.osservatoriominibond.it](http://www.osservatoriominibond.it)).

## Il processo di emissione di un *mini-bond*

Tipicamente il processo di emissione di un *mini-bond* parte dalla definizione di un *business plan*, che evidenzia le motivazioni alla base della necessità di raccolta di capitale. Più la dimensione della raccolta è significativa rispetto alle dimensioni aziendali, maggiore sarà la necessità di individuare le strategie di sviluppo future, le risorse necessarie, i risultati da conseguire. Sarà necessario stimare la capacità prospettica dell’azienda di generare cassa nel futuro, al fine di dimostrare ai potenziali investitori la sostenibilità finanziaria dell’indebitamento. In altre parole, periodo per periodo occorrerà verificare che i flussi di cassa operativi saranno sufficienti per coprire il pagamento delle cedole dovute e il rimborso del capitale. In questa fase l’impresa potrà fare affidamento su consulenti esterni. Le caratteristiche generali dell’emissione (scadenza, modalità di rimborso del capitale, presenza di eventuali opzioni *call/put*) dovranno essere compatibili con il piano finanziario.

Successivamente occorrerà avvalersi del supporto da parte di esperti legali per la strutturazione del contratto di finanziamento, per evitare rischi di contenziosi o di illeciti. Per le Srl, occorrerà verificare se lo Statuto sociale consente l’emissione di titoli di debito (ed eventualmente servirà un atto notarile di modifica).

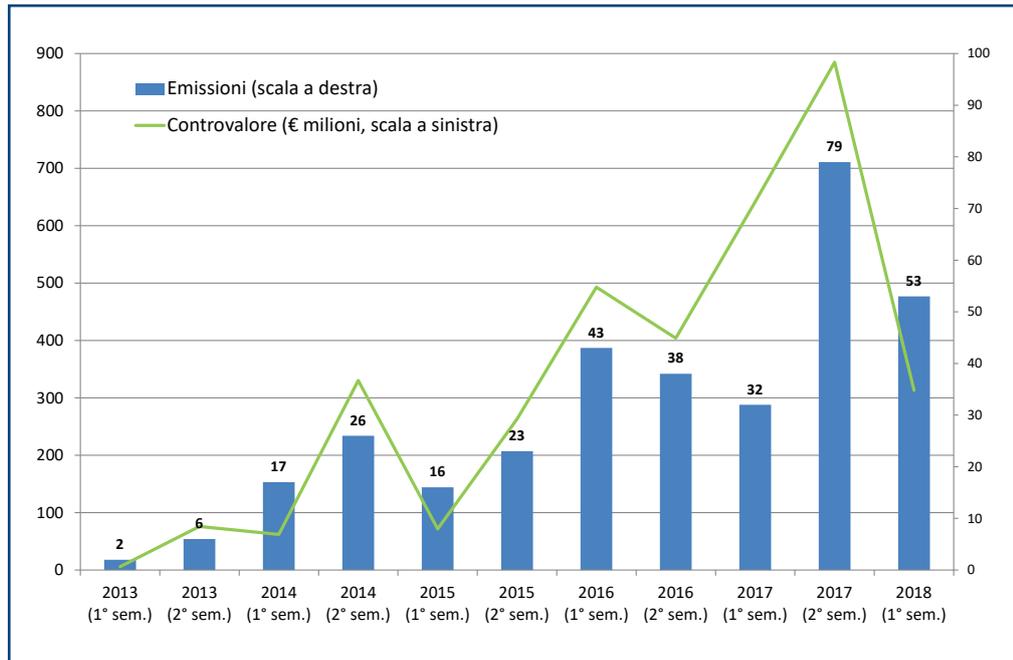
Un altro passo necessario sarà la certificazione del bilancio da parte di un soggetto accreditato, al fine di tranquillizzare gli investitori sulla qualità delle informazioni contabili.

Quasi sempre viene poi richiesta la dematerializzazione dei titoli, con l’assegnazione di un codice ISIN (con Banca d’Italia) e l’accentramento presso la Monte Titoli SpA. Questo servizio può essere svolto autonomamente (ma di solito le PMI non hanno competenze di questo tipo al loro interno) o appoggiandosi a *servicer* esterni. Occorrerà prendere accordi anche con una banca che si prenderà carico della gestione dei pagamenti agli investitori.

La ricerca degli investitori potrà essere fatta contattando direttamente operatori specializzati nel campo dei *mini-bond* (*in primis* fondi di *private debt* specializzati, SIM, società

**Figura 1.1**

I *mini-bond* emessi da PMI in Italia: flusso semestrale (numero e controvalore in € milioni)



di *asset management*, ma anche le stesse banche) oppure appoggiandosi su *arranger* che già dispongono di una rete di potenziali investitori e affiancheranno l'emittente in tutte le fasi descritte.

Un buon supporto nell'intero processo potrà arrivare anche da soggetti pubblici quali le Camere di Commercio, il Consorzio Camerale Credito e Finanza, le finanziarie regionali, i Consorzi Fidi, che stanno diventando sempre più attivi sul tema (si veda il Box 1.1) e oltre a fornire supporto informativo possono intervenire direttamente con agevolazioni, *voucher*, co-investimenti e co-garanzie sulle operazioni.

Per quanto riguarda la remunerazione da offrire al mercato, sarà necessario un confronto con i potenziali investitori, eventualmente con il supporto dell'*arranger*, rispetto alla cedola che dovrà essere promessa, in quota remunerazione del capitale, e ad eventuali garanzie che l'impresa potrà prestare (attraverso pegni su immobili, piuttosto che sul magazzino, o su altri *asset*) al fine di ridurre il rischio per gli investitori e quindi il costo del capitale. Un ulteriore segnale importante potrà essere la richiesta di un *rating* da parte di una agenzia autorizzata (in Italia Cerved, Crif o modefinance) con l'obiettivo di misurare quanto più possibile il rischio dell'emittente.

**Box 1.1**

Alle finanziarie regionali e ai Consorzi Fidi piacciono i *mini-bond*

Negli ultimi mesi si riscontra un rinnovato interesse delle istituzioni locali sul tema dei *mini-bond*. Già in passato Lombardia, Trentino-Alto Adige, Veneto, Umbria avevano lanciato iniziative a sostegno delle PMI emittenti.

Nel 2018 la Regione Puglia attraverso la finanziaria Puglia Sviluppo ha annunciato un progetto specifico sui *mini-bond*, mettendo a disposizione delle PMI risorse per € 80 milioni complessivi ripartiti in due bandi. La Regione interverrà in tre modi: la garanzia di portafoglio, che fornisce una copertura del rischio delle prime perdite; il conferimento di una dotazione finanziaria come coinvestimento per la sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori istituzionali; sovvenzioni dirette erogate per la copertura parziale delle spese sostenute dalle PMI per l'emissione.

In Sardegna si è concretizzato il progetto del 'Pecorino bond' guidato dalla finanziaria regionale SFIRS, insieme alla Cooperativa Allevatori di Oristano. Il *mini-bond* è suddiviso in due *tranche*, la prima da € 1.125.000, la seconda da € 625.000, entrambe sottoscritte da fondi, investitori esterni privati e dalla stessa SFIRS. Si tratta solo del primo esperimento, che darà vita ad altre iniziative nel breve periodo.

Sempre nel 2018, si registra l'emissione di un *mini-bond short term* da € 500.000 da parte di My Choice Srl, che è stato garantito al 100% da Rete Fidi Liguria e Confidi Sardegna, a testimoniare un crescente interesse verso le obbligazioni delle PMI anche dal mondo dei Consorzi Fidi, sia nel ruolo di garante (Rete Fidi Liguria è intervenuta a sostegno anche di alcune emissioni di cambiali finanziarie) sia nel ruolo di investitore.

I *mini-bond* possono essere quotati su un mercato borsistico, oppure no. Il mercato ideale in Italia è il segmento ExtraMOT PRO di Borsa Italiana, aperto solo a investitori istituzionali.

I vantaggi sono legati alla possibilità di utilizzare la piattaforma del listino per il collocamento dei titoli, ad una maggiore visibilità per gli investitori e alla maggiore liquidità dell'investimento (anche se nei fatti gli scambi sul listino sono poco frequenti); lo svantaggio è legato sia al costo (benchè minimo nel caso di ExtraMOT PRO) sia agli adempimenti richiesti dalle normative, *in primis* il rispetto della Market Abuse Regulation (MAR) che richiede la comunicazione di una serie di informazioni e impone adempimenti in tema di *internal dealing*.

### La dimensione del mercato per le PMI

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

L'Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano aveva censito fino alla data del 30 giugno 2018 ben 604 *mini-bond* di importo non superiore a € 500 milioni, per un totale collocato di € 19,04 miliardi. In realtà, limitando l'attenzione alle sole emissioni di PMI, risultano 335 operazioni per un controvalore di € 3,545 miliardi. La Figura 1.1 suddivide il campione per semestre, evidenziando l'avvio del mercato in sordina nel 2013 e nel 2014 e poi la netta crescita avvenuta nel secondo semestre 2017 (con ben 79 emissioni da PMI per quasi € 900 milioni) e anche nel primo semestre 2018 (53 emissioni per € 313 milioni), se confrontato con il primo semestre 2017.

La Tabella 1.1 riporta alcuni dati statistici fondamentali sulle emissioni.

| Anno di emissione | Cedola media annuale | Maturity media (anni) | % titoli bullet | % quotati in Borsa | % con rating | % con garanzia |
|-------------------|----------------------|-----------------------|-----------------|--------------------|--------------|----------------|
| 2013              | 6,64%                | 4,0                   | 62,5%           | 25,0%              | 25,0%        | 25,0%          |
| 2014              | 5,37%                | 7,2                   | 44,2%           | 2,7%               | 32,6%        | 11,6%          |
| 2015              | 4,56%                | 3,4                   | 71,8%           | 7,7%               | 15,4%        | 18,0%          |
| 2016              | 4,88%                | 5,4                   | 48,2%           | 4,9%               | 23,5%        | 35,8%          |
| 2017              | 4,91%                | 4,3                   | 52,3%           | 11,7%              | 15,3%        | 33,3%          |
| 2018 (1H)         | 5,55%                | 5,2                   | 47,2%           | 5,7%               | 4,9%         | 30,2%          |
| Totale            | 5,30%                | 4,9                   | 54,3%           | 9,9%               | 18,9%        | 25,7%          |

Tabella 1.1

Statistiche sui *mini-bond* emessi dalle PMI italiane

La cedola annuale è scesa nel corso del tempo, anche se nel primo semestre 2018 si vede un incremento. Il valore medio è 5,30%. La scadenza (*maturity*) media è pari a 4,9 anni, con una tendenza all'aumento nei primi mesi del 2018.

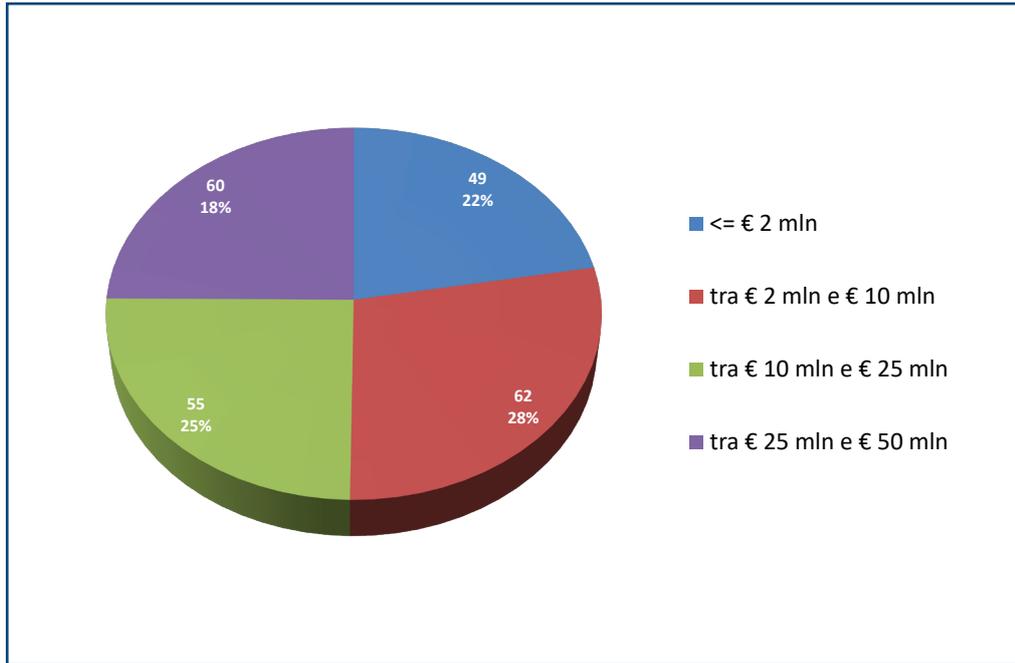
Per quanto riguarda le clausole di rimborso dei *mini-bond* si evidenzia che fra le PMI è preferita la modalità *bullet* (54,3%) con rimborso integrale alla scadenza mentre la modalità *amortizing* (rimborso progressivo) si osserva nel 45,7% dei casi.

La quotazione in borsa dei titoli è un evento abbastanza raro per le PMI; accade nel 9,9% del campione. Anche il *rating* è abbastanza infrequente. La presenza di una garanzia a supporto del credito è invece più comune e viene riscontrata nel 25,7% dei casi.

Le PMI emittenti di *mini-bond* in Italia risultavano essere 221 al 30 giugno 2018. La differenza rispetto alle emissioni è dovuta al frequente 'ritorno' sul mercato da parte delle emittenti. È interessante notare che ben 36 sono state le PMI emittenti per la prima volta nel primo semestre del 2018, a testimoniare il crescente interesse degli imprenditori.

La Figura 1.2 suddivide il campione delle PMI emittenti per classe di fatturato. Si può notare una distribuzione abbastanza equilibrata, a indicare che la tipologia di PMI che si avvicinano allo strumento dei *mini-bond* è del tutto diversificata. Abbiamo ben 49 aziende con un fatturato da ultimo bilancio disponibile all'emissione non superiore alla soglia di € 2 milioni.

**Figura 1.2**  
Suddivisione delle PMI emittenti di *mini-bond* per classe di fatturato

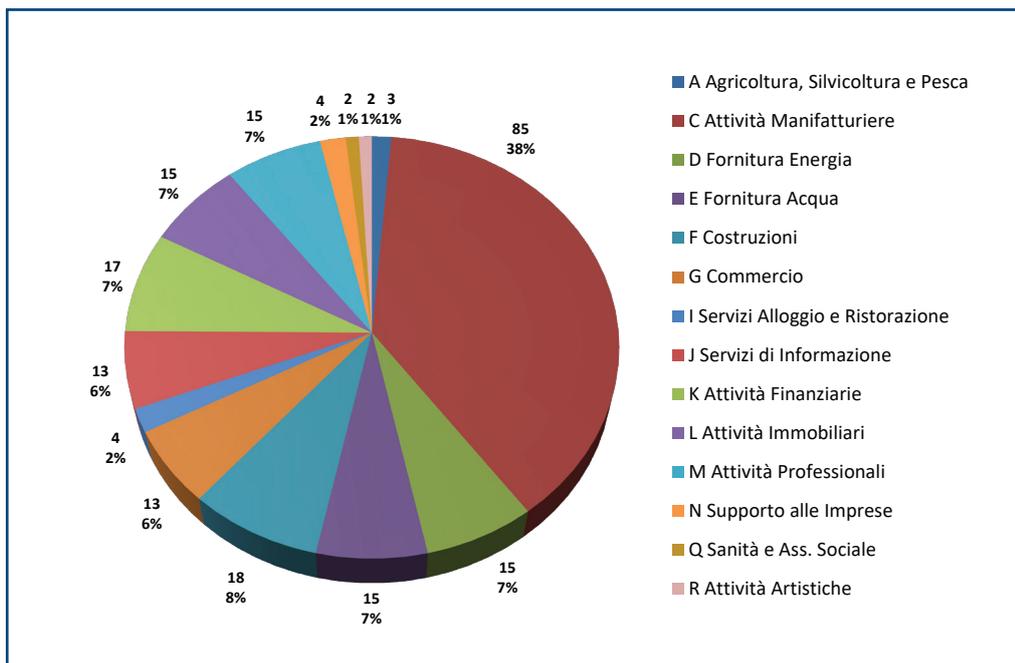


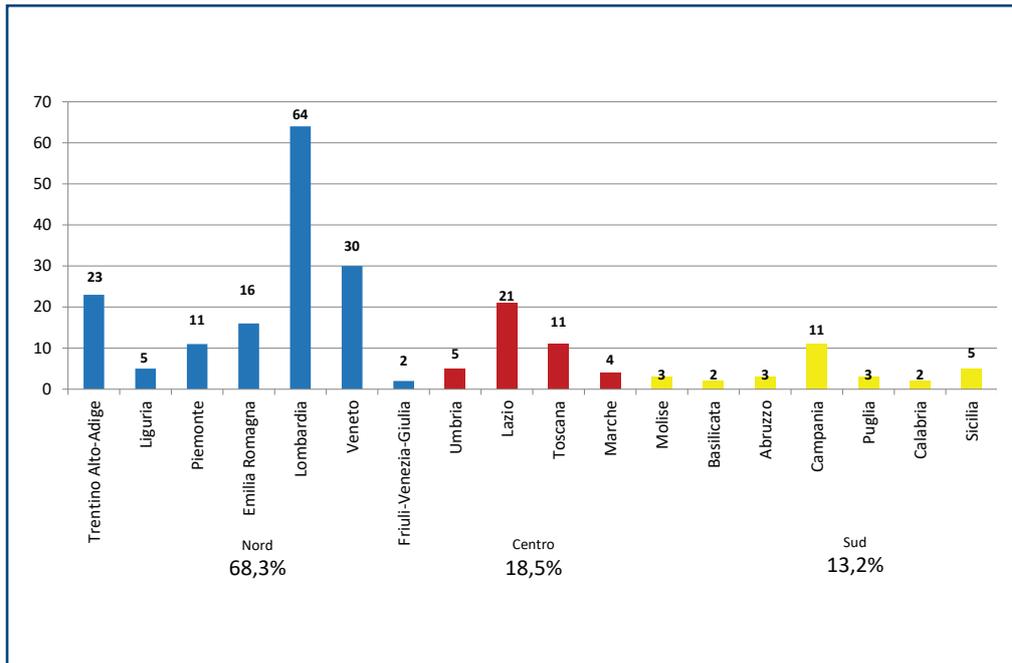
La Figura 1.3 evidenzia i settori di attività, in funzione del codice ATECO. Anche in questo caso si vede una dispersione in molti tipi di attività, prendendo atto della preponderanza del settore manifatturiero, con 85 aziende emittenti.

La Figura 1.4 riporta la localizzazione geografica e senza sorprese troviamo sul podio la Lombardia con 64 PMI, pari al 29,0% del totale. Veneto e Trentino-Alto Adige sono al secondo e terzo posto; nel complesso il Nord Italia ospita il 68,3% delle emittenti. Il Lazio emerge al Centro (21 casi) e nel Mezzogiorno si fanno distinguere la Campania (11) e la Sicilia (5).

Sulla base della documentazione pubblicamente disponibile fornita dalle PMI emittenti, sono state individuate le principali motivazioni del collocamento. In 145 casi veniva indicato l'obiettivo di crescita interna; in 42 casi una ristrutturazione delle passività finanziarie; in 22 casi un'opportunità di crescita esterna per acquisizioni e in 9 casi (soprattutto in concomitanza con emissioni a breve durata) la gestione del ciclo di cassa. Dalle interviste condotte con i *manager* delle imprese emittenti (si vedano due casi nel Box 1.2) emerge che non sempre i *mini-bond* rappresentano alternative meno costose ri-

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





**Figura 1.4**  
Suddivisione delle PMI emittenti per localizzazione geografica

spetto al credito bancario, laddove disponibile. Le motivazioni per cui le PMI ricorrono ai *mini-bond* sono essenzialmente di quattro tipi.

In primo luogo le PMI sono interessate a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento, per imparare a interfacciarsi con gli investitori professionali sul mercato e ottenere visibilità. Tipicamente le PMI non hanno al loro interno competenze evolute in termini di finanza e possono imparare molto dall'emissione di un *mini-bond*, evento che

#### Baia Silvella SpA

Il gruppo Baia Silvella ha sede a Salò (BS) e opera nei servizi turistici all'aria aperta e nella gestione di campeggi e villaggi turistici, con il marchio Baia Holiday. Il volume d'affari nel 2017 è stato pari a € 30 milioni, con oltre un milione di presenze nelle strutture gestite in 5 diverse regioni italiane e in Croazia.

Nell'aprile 2018 il gruppo ha raccolto € 10 milioni con un *mini-bond* strutturato da Banca Finint, scadenza 5 anni e mezzo, cedola 5%, *amortizing*. La raccolta verrà utilizzata per finanziare il progetto di ammodernamento e ampliamento delle strutture e in particolare dei servizi offerti, garantendo anche 35 nuove figure professionali.

Secondo Valerio Vezzola, amministratore unico di Baia Silvella SpA, l'emissione del *mini-bond* ha avuto un effetto molto positivo sulla visibilità dell'impresa, aumentando la fiducia dei clienti e soprattutto dei fornitori. "Stiamo percorrendo la strada verso la quotazione in Borsa - dice Vezzola - e l'esperienza del *mini-bond* è stata preziosa per prepararci al grande passo, oltre che per ridurre la dipendenza dalle banche".

#### GS Industry SpA

Operatore *leader* nella progettazione e produzione di sistemi di stoccaggio e soluzioni automatizzate per la logistica, GS Industry ha sede a Galliera Veneta (PD) ed è nata nel 2013 su iniziativa di 11 imprenditori veneti, rilevando le attività da una precedente procedura di fallimento insieme a 2 ex dipendenti, con un modello innovativo di 'proprietà diffusa'. Il fatturato 2017 è stato pari a € 18,6 milioni ed è in forte crescita.

A fine giugno 2018 l'impresa ha collocato un *mini-bond*, quotato poi su ExtraMOT PRO, a scadenza 3 anni e mezzo, cedola 4,35%, raccogliendo € 3 milioni per finanziare gli investimenti in macchinari innovativi, sfruttando gli incentivi del Piano Industria 4.0.

"Abbiamo considerato l'emissione del *mini-bond* come un tassello fondamentale per lo sviluppo della nostra azienda", dice il fondatore Pino Rossi. "È stata l'opportunità per fare un *check up* completo insieme ai consulenti e alla società di revisione contabile su organizzazione e processi operativi e per raccogliere capitali, senza i quali sarebbe stato necessario spostare all'estero le lavorazioni specifiche".

#### Box 1.2

Casi di studio di PMI finanziate con *mini-bond*



**Valerio Vezzola**  
(Baia Silvella SpA)



**Pino Rossi**  
(GS Industry SpA)

di solito riceve evidenza mediatica e contribuisce a migliorare l'immagine dell'impresa e l'affidabilità percepita dal mercato.

In secondo luogo, il credito bancario non è facilmente accessibile - soprattutto nel medio e lungo termine - per una certa fascia di PMI; i *mini-bond* consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse per un certo numero di anni.

Poi, differenziare le fonti di finanziamento viene percepito come un valore aggiunto *per se* al fine di non dipendere eccessivamente dal circuito delle banche.

Infine, l'emissione di un *mini-bond* viene considerata come una 'prova generale' in vista di possibili operazioni successive, come il *private equity* e la quotazione in Borsa (si veda il Capitolo 6), certamente meno 'invasiva' dal momento che non comporta variazioni nella compagine societaria della PMI.

---

## 2. Crowdfunding



In questo Capitolo tracciamo il quadro delle opportunità offerte dal *crowdfunding* per le PMI italiane.

### 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 surfers* - 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 angels*. 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' attraverso la rete.

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

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

Tipicamente 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) e possono focalizzare anche su specifiche aree territoriali. 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 ormai prassi distinguere i seguenti modelli, in funzione della contropartita offerta in cambio del finanziamento:

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

rischio (*equity*) o di un prestito (*lending*). Poichè in tal caso si offre un investimento, è cruciale che la campagna venga realizzata secondo criteri ortodossi definiti dalle autorità di vigilanza.

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

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

### **Reward-based crowdfunding**

Le campagne di *reward-based crowdfunding* sono molto eterogenee e non sempre riguardano iniziative imprenditoriali. Però esistono casi esemplari di progetti di *business* che hanno trovato in questa opportunità un supporto determinante per diventare realtà.

Negli USA sul portale Kickstarter sono ben noti i casi del Pebble Watch (più di \$ 40 milioni raccolti in 3 campagne), Coolest Cooler (un frigorifero da picnic che ha raccolto \$ 13 milioni), Kingdom Death Monster 1.5 (un gioco di ruolo da tavolo che ha raccolto \$ 12 milioni). Sempre negli USA sul portale Indiegogo si è distinta la campagna di Flow Hive, un'arnia per api innovativa (quasi \$ 15 milioni raccolti).

In Europa mancano casi di successo così clamoroso, ma possiamo comunque citare esempi di progetti che hanno raccolto cifre significative su portali americani o nazionali. In molti casi si tratta di videogiochi o giochi di ruolo da tavolo, ma troviamo anche iniziative imprenditoriali come gli orologi di lusso Filippo Loreti (più di € 9 milioni raccolti su Kickstarter), il drone Zano ideato in Galles (2,3 milioni di sterline raccolte sempre su Kickstarter), la bicicletta elettrica MATE (un progetto danese finanziato su Indiegogo con circa € 6 milioni).

I progetti italiani che hanno raccolto capitale su Kickstarter e Indiegogo sono numerosi. Fra quelli più interessanti possiamo citare MUsable 2.0, il tavolo da gioco modulare per bambini ideato da Martina Cusano ed Elisa Tattoni (fondatrici di Mukako.com) che ha raccolto € 1 milione da 2.639 contributori su Kickstarter. Citiamo poi Goliath, la fresatrice *robot* a controllo numerico per legno ideata da Springa Srl, società *spin-off* del Politecnico di Milano, che ha raccolto più di un milione di dollari sul portale Kickstarter. Il progetto imprenditoriale che risulta avere raccolto di più su un portale italiano di *reward-based crowdfunding* è il Jungle Jacket, una giacchetta per ciclisti (con € 105.760 incassati nel 2016 sul portale Eppela, grazie anche al supporto di PostePay Crowd).

Possiamo stimare che il contributo finanziario arrivato a PMI italiane già costituite da questa forma di *crowdfunding* si possa aggirare intorno a € 7 milioni e non ci attendiamo tassi di crescita significativi per il futuro.

### **Equity crowdfunding: le 'regole del gioco'**

L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia dal D.L. 179/2012 ('Decreto Sviluppo-bis') convertito nella Legge 221/2012. L'intento di *policy* è stato dichiaratamente quello di introdurre la raccolta di capitale di rischio attraverso Internet con il fine di favorire la nascita e lo sviluppo di imprese *startup* innovative. Lo stesso Decreto ha introdotto altre innovazioni significative quali lo status della *startup* innovativa e le semplificazioni che hanno dato il via all'industria dei mini-bond.

Il D.L. 179/2012 interveniva all'art. 30 modificando il Testo Unico della Finanza (TUF, nella parte che disciplina le offerte pubbliche) e poneva alcuni paletti specifici per l'*equity crowdfunding* all'italiana:

1. la raccolta deve essere effettuata attraverso portali Internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla CONSOB, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale (sezione 'speciale' del registro) nonché da soggetti autorizzati in base a determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla CONSOB (sezione 'ordinaria' del registro), a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento;

2. le campagne dovevano essere proposte da imprese che si qualificano come *startup* innovative e devono riguardare titoli partecipativi del capitale; tale vincolo è stato però progressivamente eliminato nel corso del tempo aprendo il mercato prima alle 'PMI innovative'<sup>1</sup> e oggi a tutte le PMI;

3. l'ammontare dell'offerta non deve superare i limiti stabiliti (art. 100 comma 1 del TUF), ovvero nel caso specifico € 5 milioni.

Il Regolamento operativo CONSOB è stato pubblicato nel giugno 2013; esso declinava alcuni principi rilevanti:

1. i requisiti di onorabilità e professionalità dei gestori dei portali autorizzati nella sezione 'ordinaria' del registro;

2. il processo autorizzativo e sanzionatorio;

3. le regole di condotta dei gestori dei portali e l'informativa minima da fornire agli investitori potenziali, soprattutto sui possibili rischi;

4. il requisito che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta da investitori 'professionali' ovvero da fondazioni bancarie, società finanziarie per l'innovazione e lo sviluppo, incubatori di *startup* innovative, con l'obiettivo di fornire ai piccoli investitori un minimo segnale sulla qualità dell'emittente; successivamente fra gli investitori 'eleggibili' sono stati considerati anche quelli classificati 'su richiesta' ai sensi della disciplina MiFID dall'intermediario di cui sono clienti, nonché gli investitori 'seriali' nel *crowdfunding* (quali ad esempio i *business angels*) o persone fisiche con esperienza di amministratori in *startup* o PMI innovative; inoltre è stato definito che la soglia del 5% può scendere al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta;

5. prevedere un obbligo per le emittenti di inserire nei propri statuti o atti costitutivi misure idonee a garantire all'investitore una *wayout* nel caso i cui i soggetti controllanti cedano il controllo dell'azienda, ovvero di clausole di *tag along* (che consentono agli investitori di cedere le loro quote insieme a chi vende) o di recesso;

6. il diritto di revoca dell'ordine di sottoscrizione per gli investitori, nel caso di fatti nuovi avvenuti durante il periodo di offerta, da esercitarsi entro 7 giorni.

Ulteriore incentivo all'abbattimento dei costi di transazione è stata l'introduzione (sempre nel D.L. 3/2015) del possibile regime di dematerializzazione di quote e azioni per PMI e *startup* innovative che ha gettato le premesse per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte in *crowdfunding*.

Altra innovazione rilevante per il mondo dell'*equity crowdfunding* è stato l'innalzamento al 30% delle aliquote per le detrazioni fiscali (per le persone fisiche) e delle deduzioni (per le persone giuridiche) a favore di chi investe nel capitale di rischio di *startup* e PMI innovative, sotto le condizioni descritte dal Decreto MEF del 30/1/2014. Al momento di andare in stampa la detrazione fiscale per le PMI innovative deve però ancora essere confermata dalla Commissione Europea.

Alla data del 31 ottobre 2018 in Italia risultavano autorizzati da CONSOB ben 30 portali di *equity crowdfunding*. Di questi (si veda la Tabella 2.1) 28 sono iscritti alla sezione 'ordinaria' mentre solo due (Unicaseed.it e Tifosy.com) sono iscritti alla sezione 'speciale'. Da ciò si evince che gli intermediari finanziari vigilati mostrano ancora scarso interesse verso questa attività, che ritengono probabilmente ancora poco attrattiva. In ogni caso è difficile pensare che ci sia spazio sul mercato per così tanti portali e in effetti molti di essi non hanno ancora pubblicato campagne.

<sup>1</sup> Per la definizione di 'startup innovative' e 'PMI innovative' si rimanda ai siti Internet <http://startup.registroimprese.it> e <http://startup.registroimprese.it/pminnovative>

Tabella 2.1

I portali autorizzati da CONSOB a proporre campagne di *equity crowdfunding* in Italia alla data del 31 ottobre 2018

| Sito web              | Società gestore                     | Data autorizzazione |
|-----------------------|-------------------------------------|---------------------|
| Unicaseed.it          | Unica SIM                           | Sezione speciale    |
| Tifosy.com            | Tifosy Limited                      | Sezione speciale    |
| Starsup.it            | Starsup Srl                         | 18/10/2013          |
| Actioncrowd.it        | Action crowd Srl                    | 26/2/2014           |
| 200crowd.com          | The Ing Project Srl                 | 18/6/2014           |
| Nextequity.it         | Next equity crowdfunding marche Srl | 16/7/2014           |
| Crowdfundme.it        | Crowdfundme Srl                     | 30/7/2014           |
| Muumlab.com           | Muum lab Srl                        | 6/8/2014            |
| Mamacrowd.com         | Siamosoci Srl                       | 6/8/2014            |
| Fundera.it            | Fundera Srl                         | 10/9/2014           |
| Ecomill.it            | Ecomill Srl                         | 29/10/2014          |
| Wearestarting.it      | Wearestarting Srl                   | 16/12/2014          |
| Backtwork24.com       | Backtwork24 Srl                     | 14/1/2015           |
| Investi-re.it         | Baldi Finance SpA                   | 28/1/2015           |
| Crowd4capital.it      | Roma Venture Consulting Srl         | 8/10/2015           |
| Opstart.it            | Opstart Srl                         | 11/11/2015          |
| Cofyp.com             | Cofyp Srl                           | 14/4/2016           |
| Clubdealonline.com    | Clubdeal Srl                        | 8/3/2017            |
| Walliance.eu          | Walliance Srl                       | 30/3/2017           |
| Europacrowd.it        | Europa HD Srl                       | 7/6/2017            |
| Italyfunding.com      | Italyfunding Srl                    | 6/9/2017            |
| Ideacrowdfunding.it   | Idea Crowdfunding Srl               | 29/11/2017          |
| Thebestequity.com     | Gamga Srl                           | 14/3/2018           |
| Leonardoequity.com    | Management Capital Partner Srl      | 17/4/2018           |
| Concreteinvesting.com | Concrete Srl                        | 24/4/2018           |
| It.lita.co            | 1001Pact Italy Srl                  | 31/5/2018           |
| Lifeseeder.com        | Lifeseeder SpA                      | 28/6/2018           |
| Extrafin.it           | Extrafin Srl                        | 5/7/2018            |
| Crowdinvestitalia.it  | Crowdinvest Srl                     | 10/7/2018           |
| House4crowd.com       | 4Crowd SpA                          | 17/7/2018           |

È interessante osservare che tre piattaforme fra quelle autorizzate (Walliance, Concreteinvesting e House4crowd) si propongono specificatamente su iniziative nell'ambito del *real estate*.

### **Equity crowdfunding: i numeri in Italia**

Alla data del 30 giugno 2018 l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano aveva censito 231 campagne<sup>2</sup> di *equity crowdfunding* sui portali autorizzati, di cui ben 122 relative agli ultimi 12 mesi. In totale il capitale effettivamente raccolto in Italia fino al 30/6/2018 attraverso l'*equity crowdfunding* ammonta a € 33,27 milioni (con un incremento totale complessivo negli ultimi 12 mesi pari a € 20,9 milioni, ovvero +168% rispetto allo *stock* investito fino a un anno prima). Tenendo conto delle 'regole del gioco' presentate nelle pagine precedenti, si nota che tutte le campagne sono presentate da PMI. La Figura 2.1 evidenzia il flusso temporale delle campagne concluse. Risulta evidente la netta crescita del mercato nel 2017, con 80 offerte portate a termine, di cui ben 50 (62,5%) con esito positivo (ovvero avendo raggiunto il *target* minimo di aumento di capitale indiscindibile, e la soglia del 5% di investitori 'qualificati'). Il 2018 ha visto un ulteriore balzo: in un solo semestre si sono viste ben 54 campagne chiuse con successo, e solo 12 senza

<sup>2</sup> A queste campagne si sommano 8 operazioni condotte sul portale Clubdealonline.com che è aperto solo a iscritti che pagano una quota annuale di adesione

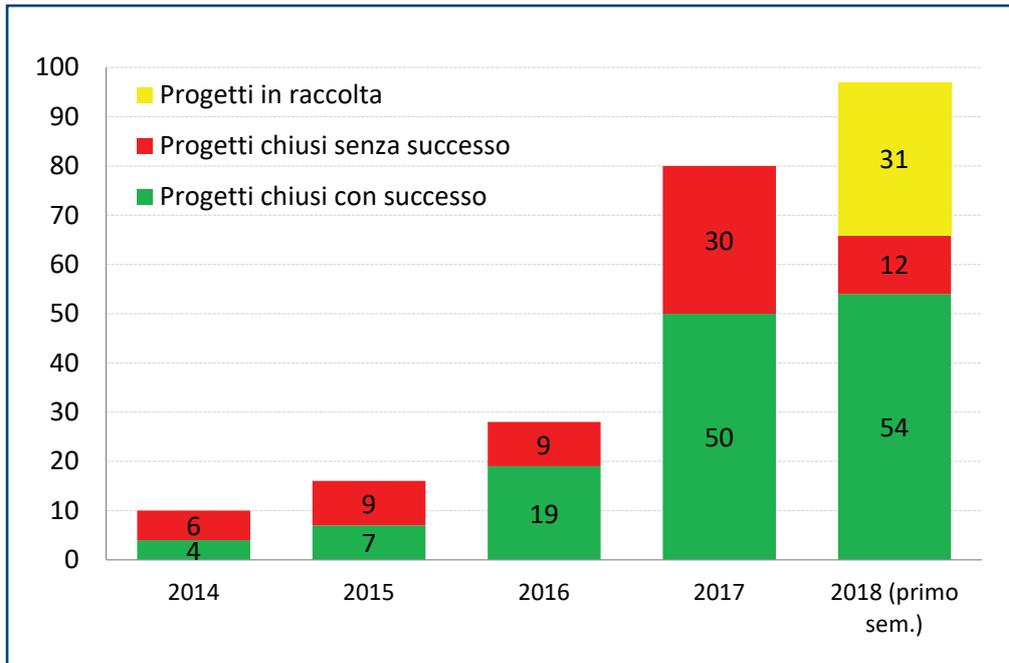


Figura 2.1

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

esito positivo. Gli operatori hanno maturato una conoscenza sempre più profonda del mercato, migliorando col tempo le proprie capacità di selezionare i progetti e portarli al successo.

La Tabella 2.2 mostra le statistiche sulle 231 offerte pubblicate, rispetto al *target* di raccolta. Esso è definito come l'obiettivo di raccolta riportato nei documenti messi a disposizione dei navigatori di Internet sul portale. Poiché l'operazione di raccolta si configura a tutti gli effetti come un aumento di capitale, la raccolta deve essere necessariamente compatibile con la delibera di aumento di capitale. La prassi per molte emittenti è quella di approvare un aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione per i soci esistenti, che prevede una parte 'inscindibile' e una parte 'scindibile'. Ciò consente all'impresa di definire una soglia minima al di sotto della quale la raccolta di capitale effettuata sul *web* è inefficace (appunto la parte 'inscindibile') e una soglia massima di raccolta (fino a saturare la quota 'scindibile'). Ciò implica che la raccolta effettiva può essere compresa fra una soglia minima e una soglia massima. Vi sono però alcune operazioni in cui l'aumento di capitale destinato alla 'folla' di Internet era tutto scindibile: in tal caso la campagna è stata chiusa positivamente anche con bassi importi di raccolta. 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 ormai le campagne prevedono un aumento di capitale inscindibile, in cui quindi la raccolta - se chiusa con successo - non può che essere esattamente uguale al *target*.

|                       | Target di raccolta medio | Quota del capitale offerta (%) |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------------|
| Tutto il campione     | € 218.368                | 13,5%                          |
| 2014                  | € 284.745                | 27,0%                          |
| 2015                  | € 421.201                | 19,5%                          |
| 2016                  | € 209.551                | 18,2%                          |
| 2017                  | € 177.496                | 12,2%                          |
| 2018 (primo semestre) | € 203.168                | 8,6%                           |

Tabella 2.2

Statistiche sulle 231 offerte di *equity crowdfunding* presentate da PMI italiane alla data del 30 giugno 2018

Ribadita questa doverosa premessa, la Tabella 2.2 evidenzia che il *target* di raccolta medio per le 231 offerte censite è stato pari a € 218.368, con un valore mediano pari a € 133.450 (ovvero metà delle imprese si ponevano un obiettivo sotto questa soglia). La quota del capitale offerta in cambio del denaro raccolto (in corrispondenza del *target*

<sup>3</sup> In questa statistica escludiamo le campagne di Walliance in quanto promosse da veicoli di investimento senza *asset* di bilancio significativi pre-offerta.

definito prima) è in media<sup>3</sup> pari al 13,5%. Va sempre notato che la frazione del capitale effettivamente ceduta in caso di successo dell'operazione può variare rispetto a quanto riportato dalla statistica, in funzione del capitale effettivamente raccolto, che per i motivi prima descritti può essere inferiore o superiore al *target*.

In 85 campagne (pari al 37% del campione totale) l'offerta riguardava quote ordinarie (con diritti patrimoniali e di voto del tutto identici a quelle dei soci fondatori), mentre abbiamo 26 casi di offerta di quote senza diritti di voto (l'11%) e altre 110 offerte 'miste' (48%) in cui le quote erano non votanti per chi investiva importi ridotti, e votanti per chi investiva di più. Negli altri casi troviamo situazioni più specifiche come l'offerta di titoli votanti, ma con caratteristiche di privilegio diverse rispetto alle ordinarie, o con diritto di voto limitato.

L'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne è abbastanza eterogeneo: in 8 campagne la soglia minima per le persone fisiche era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (il 51%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 101 e € 499. Abbiamo poi il 35% delle campagne in cui la soglia minima era compresa fra € 500 e € 1.000. Completano il quadro 11 campagne con soglia di importo fra € 1.001 e € 2.000, 8 con *chip* minimo fra € 2.001 e € 5.000 e 3 (tutte condotte negli ultimi mesi osservati) con importo minimo superiore a € 5.000.

Fra le 231 campagne censite, al 30 giugno 2018 200 erano state chiuse. Di queste, ben 134 (il 67,0%) si sono finalizzate con il raggiungimento del *target* minimo (e con l'indispensabile requisito di coinvolgere un investitore 'professionale' per almeno il 5% della raccolta), 66 (ovvero il 33,0%) si sono chiuse senza successo. La percentuale di successo è migliorata molto nel corso del tempo ed è buona se confrontata con quella di altri mercati esteri.

Un ultimo parametro interessante relativo alle campagne chiuse con successo è il numero di *backers*, ovvero di investitori validati al termine della raccolta. Il valore medio è pari a 65,9 nuovi soci.

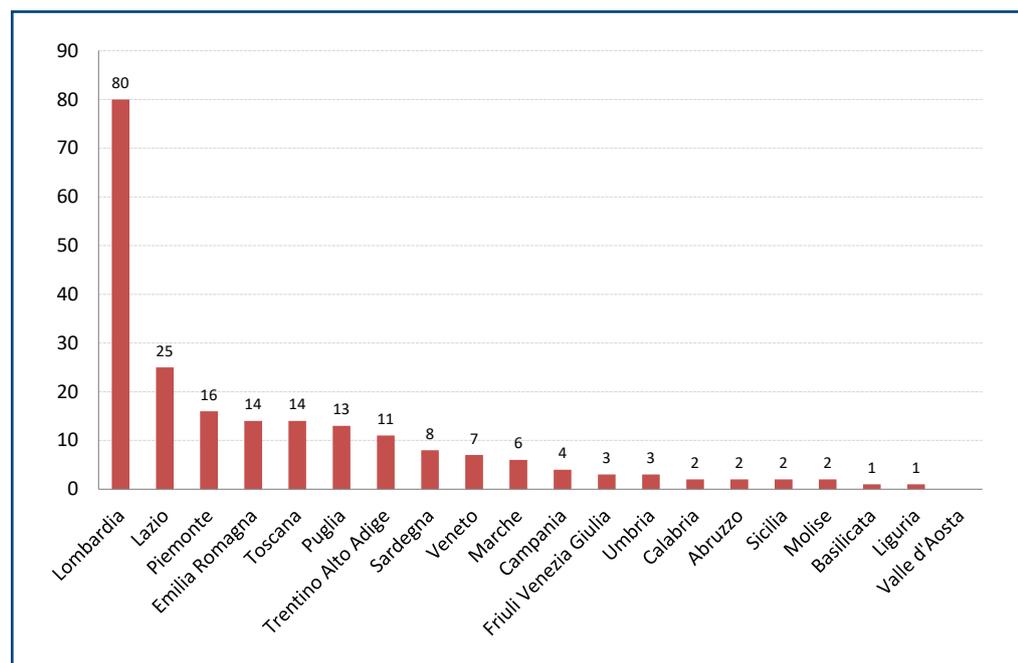
### Equity crowdfunding: le PMI emittenti

Le imprese che sono state protagoniste delle 231 campagne censite sono in realtà 214, poichè abbiamo diversi casi di emittenti che hanno condotto più campagne in momenti successivi, sullo stesso portale o su portali diversi. Queste ultime si suddividono in:

- 181 *startup* innovative (pari all'84,6% del campione), di cui 175 Srl, 5 SpA e una società estera che ha iscritto la sua *branch* italiana all'albo apposito; vale la pena notare che in questo gruppo abbiamo 3 Società Benefit;

Figura 2.2

Localizzazione geografica delle 214 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2018



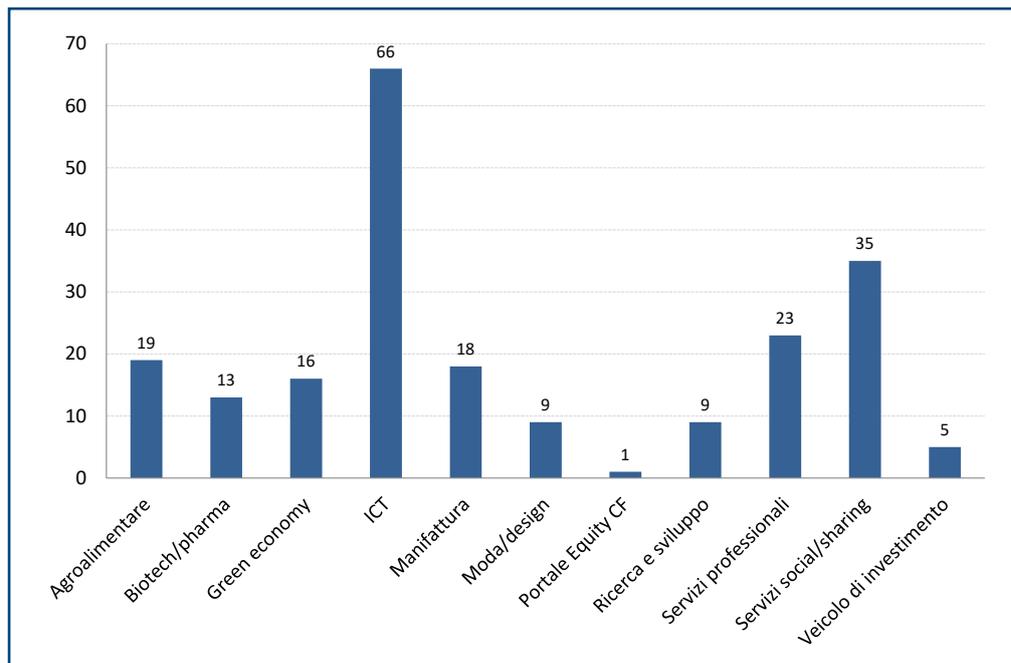


Figura 2.3

Aree di *business* delle 214 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2018

- 18 PMI innovative (pari all'8,4% del campione), di cui 16 Srl e 2 SpA;
- 11 PMI (pari al 5,1% del campione), tutte Srl, che hanno approfittato dell'estensione attuata dalla Legge di Stabilità per il 2017 alle piccole e medie imprese dell'opportunità dell'*equity crowdfunding*;
- 4 veicoli che investono prevalentemente in *startup* o PMI innovative e che quindi erano titolate in base alle norme introdotte dal D.L. 3/2015 ('Decreto Investment Compact') a raccogliere capitale di rischio attraverso il *crowdfunding*.

Nonostante l'estensione della normativa a tutte le PMI, si evidenzia che il mercato è ancora dominato dalle *startup* innovative, come testimoniato dai numeri degli ultimi 12 mesi considerati: delle 104 imprese che per la prima volta dal 1 luglio 2017 hanno lanciato una campagna di *equity crowdfunding* ben il 76,9% erano *startup* innovative.

La Figura 2.2 riporta la distribuzione geografica delle emittenti: al primo posto troviamo la Lombardia, con 80 imprese (pari al 37,4% del totale; seguono Lazio a quota 25 e Piemonte con 16 imprese). Nel Mezzogiorno spicca la Puglia con 13 emittenti. Appare 'sottopesato' rispetto alla rilevanza economico-produttiva il Veneto, con solo 7 emittenti. La Valle d'Aosta è a quota zero.

La Figura 2.3 disaggrega il campione delle emittenti per area di *business*, sulla base delle informazioni rilasciate pubblicamente nelle offerte e dei codici ATECO registrati. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo *status* dominante di *startup* innovative: si sono moltiplicate le emittenti nel settore ICT (66); seguono i servizi per *social network* e *sharing economy* (35 aziende) e i servizi professionali (23 casi).

|  | Valore medio | Valore mediano | Valore minimo | Valore massimo |
|--|--------------|----------------|---------------|----------------|
| Patrimonio netto pre-offerta               | € 159.372    | € 26.142       | - € 555.372   | € 5.341.888    |
| Età  | 2,4          | 2              | Zero          | 30             |
| Fatturato da ultimo bilancio disponibile   | € 477.762    | € 37.566       | Zero          | € 47.841.831   |
| Utile netto da ultimo bilancio disponibile | - € 43.617   | - € 3.864      | - € 3.115.804 | € 1.225.824    |
| Numero di soci pre-offerta                 | 6,5          | 4              | 1             | 79             |
| Valutazione <i>pre-money</i> implicita (*) | € 2.183.455  | € 1.311.092    | € 10.000      | € 31.194.240   |

Tabella 2.3

Statistiche sulle imprese che hanno promosso campagne di *equity crowdfunding* sulle piattaforme autorizzate da CONSOB fino al 30 giugno 2018 (\*) sono esclusi i veicoli di investimento e le imprese che hanno raccolto su Walliance

La Tabella 2.4 riporta alcune statistiche sui dati di bilancio per il campione delle 214 imprese. Si noti che molte aziende erano al loro primo anno di attività, quindi per questi casi non esiste un bilancio già depositato e il valore contabile di fatturato e di utile netto

**Box 2.1**

L'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC)

L'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC) è l'ente esponenziale rappresentativo delle piattaforme di *equity crowdfunding*, gli intermediari vigilati che curano le operazioni di investimento *on-line*.

Dialogando con le istituzioni, AIEC ha proposto e sostenuto una radicale trasformazione del sistema normativo iniziale, contribuendo a creare le condizioni per lo sviluppo di un contesto regolamentare compatibile con le esigenze degli operatori e degli utenti.

AIEC è impegnata nella definizione degli *standard* qualitativi dell'industria, nell'interesse del mercato, degli operatori e degli investitori, per fornire alle imprese italiane una fonte alternativa di finanziamento e per offrire ai risparmiatori delle opportunità alternative di investimento.

Aderiscono ad AIEC 18 portali fra quelli autorizzati da CONSOB. Il Consiglio Direttivo attualmente in carica è composto da: Alessandro Lerro (presidente), Dario Giudici, Leonardo Frigiolini, Giovanpaolo Arioldi, Tommaso Baldissera Pacchetti, Fabio Bancalà.

Internet: [www.equitycrowdfundingitalia.org](http://www.equitycrowdfundingitalia.org)

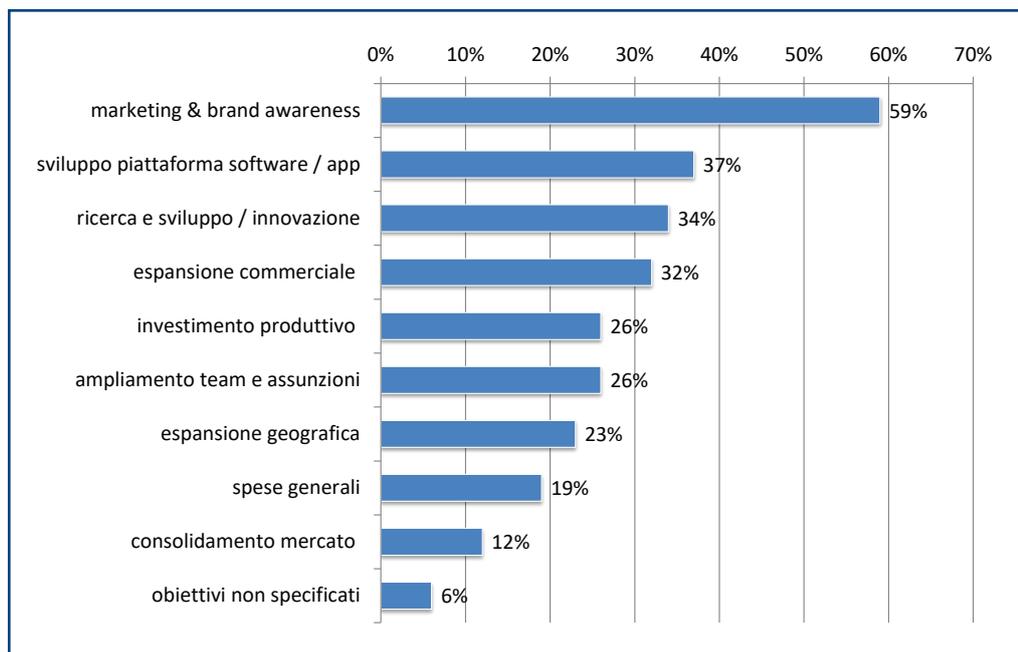
annuali al momento della campagna risulta pari a zero. È interessante vedere i dati relativi al fatturato mediano (€ 37.566) e all'età (in media 2,4 anni), che confermano lo *status* dominante di imprese *startup*. Le imprese con utile di bilancio positivo sono poche (meno della metà) e anzi le perdite sono spesso abbastanza consistenti.

La Tabella 2.4 riporta anche il dato sul numero di soci prima della campagna di *crowdfunding*. Il valore medio è pari a 6,5, quello mediano è uguale a 4. Un parametro interessante infine è la valutazione *pre-money* implicita nelle condizioni dell'offerta; come anticipato nelle pagine precedenti, una volta definiti l'aumento di capitale previsto e la quota del capitale offerta, è facile risalire alla valutazione implicita che viene attribuita all'impresa<sup>4</sup>. Per fare un esempio, se a fronte di una raccolta *target* pari a € 100.000 viene offerto il 20% del capitale post-offerta, si deduce che stiamo valutando l'impresa, comprendendo il capitale raccolto (ovvero *post-money*), € 500.000 e quindi la valutazione *pre-money* implicita, senza considerare la liquidità raccolta, è pari a € 400.000. Ebbene, le statistiche (che escludono i veicoli di investimento e le società del comparto immobiliare) mostrano una valutazione media implicita decisamente elevata, considerando che stiamo parlando molto spesso di *startup* innovative (il valore medio è € 2.183.455, quello mediano € 1.311.092). Due terzi delle emittenti esprimevano una valutazione prima della raccolta superiore a un milione di euro; in tre casi il valore era superiore a € 10 milioni.

La Figura 2.4 riporta la frequenza delle tipologie di investimento che si volevano finanziare attraverso la raccolta di capitale nelle aziende. Nella maggioranza dei casi, le campagne erano mirate a finanziare lo sviluppo dell'area *marketing* (59%). Nel 37% dei

<sup>4</sup> Per le imprese che hanno condotto più *round* vengono considerati i parametri relativi alla prima offerta in ordine di tempo.

**Figura 2.4**  
Obiettivi di investimento citati dalle 214 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali autorizzati da CONSOB fino al 30/6/2018



*Aeffe Srl*

Aeffe Srl, fondata nel 2012 a Como, ha condotto una campagna di *reward-based crowdfunding* (luglio 2017) su Indiegogo raccogliendo € 85.621 per lo sviluppo di Keelcrab, un piccolo *robot* che permette la pulizia degli scafi delle imbarcazioni da diporto, in immersione.

“La campagna *reward* è stata la nostra sessione di *warm-up* - dice Fabio Terzaghi, amministratore unico - equivalente nei fatti ad un’operazione di *marketing* (e come tale costa), utilissima al lancio di un nuovo prodotto dal lato interno organizzativo; soprattutto ci ha consentito di testare immediatamente il mercato e in questo senso è stata una vera e propria cartina di tornasole. Nel nostro caso i risultati sono stati molto positivi e per il passo successivo, a fronte di un impegno finanziario richiesto più consistente, abbiamo optato per l’*equity crowdfunding*”. Infatti, nel settembre 2018 Aeffe ha chiuso con successo una campagna sul portale 200 Crowd raccogliendo € 252.000 da 33 investitori.

La società ha chiuso il primo semestre 2018 con un fatturato di € 141.500, in forte crescita, ed è iscritta all’albo delle PMI innovative.

*Winelivery Srl*

La *startup* innovativa Winelivery Srl è stata costituita a Sondrio nel 2015 e gestisce un portale di *e-commerce* che offre la consegna di bottiglie di vino, birra e altre bibite a domicilio a temperatura di consumo entro 30 minuti in 5 città italiane. Winelivery ha condotto due campagne di raccolta in *equity crowdfunding* sul portale Crowdfundme.it, raccogliendo in totale € 550.000 da 228 sottoscrizioni, ed ora è in procinto di lanciare il terzo *round* da € 1,5 milioni. In entrambe le campagne sono state offerte quote di tipo A votanti (per chi investiva più denaro) sia quote di tipo B non votanti.

Francesco Magro, fondatore e amministratore delegato, giudica l’esperienza del tutto positiva. “Abbiamo investito il denaro raccolto per estendere il nostro mercato, inizialmente limitato solo a Milano, per migliorare la nostra tecnologia e per implementare collaborazioni con cantine e grandi imprese come Campari, Sanpellegrino e Signorvino”.

**Box 2.2**

Casi di studio di PMI finanziate con *equity crowdfunding*



**Fabio Terzaghi**  
(Aeffe Srl)



**Francesco Magro**  
(Winelivery Srl)

casi l’obiettivo era lo sviluppo di una piattaforma IT o di un’*app*; segue a poca distanza finanziare un investimento in ricerca e sviluppo o innovazione (34%). L’espansione commerciale era la determinante importante nel 32% dei casi.

Poiché il mercato si è sviluppato soprattutto nel 2017 e nel 2018, è ancora presto per ricavare analisi significative sulla *performance* delle imprese dopo la campagna di raccolta. I primi dati raccolti dall’Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano mostrano una crescita del volume d’affari lenta, e quasi sempre sotto i *target* definiti nel *business plan* iniziale. Diverse imprese sono tornate sul mercato per una seconda campagna di raccolta e al momento si registra fra le emittenti un solo caso di chiusura delle attività e liquidazione.

***Lending-based crowdfunding (social lending)***

I primi operatori di *lending crowdfunding* in Italia furono inizialmente autorizzati ad operare da Banca d’Italia come intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario ed erogavano prestiti esclusivamente a persone fisiche. Successivamente, l’entrata in vigore del D.L. 11/2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC (Payment Service Directive), consentì a Banca d’Italia di meglio definire il contesto normativo inquadrando le piattaforme di *lending crowdfunding* sotto il ‘cappello’ degli Istituti di Pagamento (ex art. 114 septies del Testo Unico) incentivando la creazione di una nuova categoria di operatori, anche provenienti da settori non finanziari, attivi nell’esecuzione di ordini di pagamento.

Gli Istituti di Pagamento sono tenuti a rispettare alcune delle disposizioni previste dal Codice Civile, dal TUB, dalla Delibera 1058 del 19/7/2005 del Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio (CICR) e dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento emanate dalla Banca d’Italia, rispetto al capitale minimo e patrimonio di vigilanza della società, alla struttura organizzativa (con controlli di primo,

secondo e terzo livello), ai requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza di amministratori e sindaci. La Banca d'Italia vigila costantemente su tali operatori.

Nel mese di novembre 2016, sempre Banca d'Italia - dopo una consultazione durata un anno - ha pubblicato un nuovo provvedimento (Delibera 584/2016) recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, con l'obiettivo di fornire una prima cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale bancario. Il documento nella sezione IX identifica esplicitamente la filiera del 'social lending' ovvero *lending based crowdfunding*, finanziato da una pluralità di prestatori privati (piccoli risparmiatori o investitori istituzionali). L'attività del gestore del portale, viene specificato nel documento, è autorizzata, qualora sia inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento, mentre dal punto di vista del prestatore di fondi viene autorizzata la raccolta di fondi quando prestatori e finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo valere il proprio potere negoziale nell'ambito di una trattativa personalizzata. L'Autorità di vigilanza raccomanda comunque di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare l'esercizio abusivo dell'attività bancaria.

Dal punto di vista contrattuale il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato si configura ai sensi degli articoli 1813 e seguenti del Codice Civile come un 'contratto di mutuo' per mezzo del quale una parte mette a disposizione dell'altra somme di denaro con la promessa da parte di quest'ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo. Il portale offre un contratto di servizi di pagamento 'a distanza' che sottoscrive con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento.

L'importante novità del 2018 è stata la decisione del Parlamento, attraverso la Legge di Bilancio (Legge 205/2017), di assoggettare i proventi da investimento nel 'social lending' ottenuti da persone fisiche alla ritenuta a titolo definitivo con aliquota 26%, come già accade per altri proventi finanziari quali dividendi e cedole di obbligazioni. Fino al periodo d'imposta 2017, invece, tali proventi concorrevano alla determinazione del reddito imponibile da dichiarare e subivano una tassazione ai fini IRPEF secondo l'aliquota marginale del contribuente in funzione degli scaglioni di reddito. Si tratta di un passo importante, che introduce maggiore equità per gli investitori e semplifica gli adempimenti. Lo stesso provvedimento ha poi aperto la strada esplicitamente al riconoscimento del 'social lending' come *asset class* ammissibile nell'ambito degli 'investimenti qualificati' dei portafogli PIR esenti da prelievo fiscale (anche se la formulazione non è chiarissima secondo gli esperti).

Alla data del 30 giugno 2018 risultavano operative sul mercato italiano cinque piattaforme di *lending crowdfunding* aperte alle PMI: BorsadelCredito.it, Lendix<sup>5</sup>, Prestacap, Housers e The Social Lender. La nostra ricerca non censisce altri portali che, pur con sezioni in lingua italiana, non risultano avere stabili organizzazioni sul suolo nazionale. La Tabella 2.4 riporta l'elenco delle piattaforme, indicando le società che li gestiscono.

<sup>5</sup> Dal 31 ottobre 2018 Lendix ha assunto il nome October

**Tabella 2.4**  
I portali di *lending crowdfunding* italiani aperti alle PMI, alla data del 30/6/2018

| Sito web           | Società gestore   | Qualifica  |
|--------------------|---|--|
| BorsadelCredito.it | Business Innovation Lab SpA /<br>Mo.Net SpA / Art SGR SpA | Istituto di pagamento / Società di<br>Gestione del Risparmio |
| Housers.com/it     | Housers Global Properties PFP, SL /<br>Lemon Way SA       | Agente istituto di pagamento                                 |
| It.october.com     | Lendix Italia srl /<br>Lendix SA                          | Agente istituto di pagamento                                 |
| Prestacap.com      | iBondis Limited   | Istituto finanziario   |
| Thesociallender.it | The Social Lender Srl<br>/ Lemon Way SA                   | Agente istituto di pagamento                                 |

BorsadelCredito.it è la piattaforma gestita da un gruppo societario, avente come *holding* Business Innovation Lab Srl che controlla al 100% Art SGR SpA (autorizzata a gestire fondi alternativi di investimento riservati ad investitori professionali) e Mo.Net SpA,

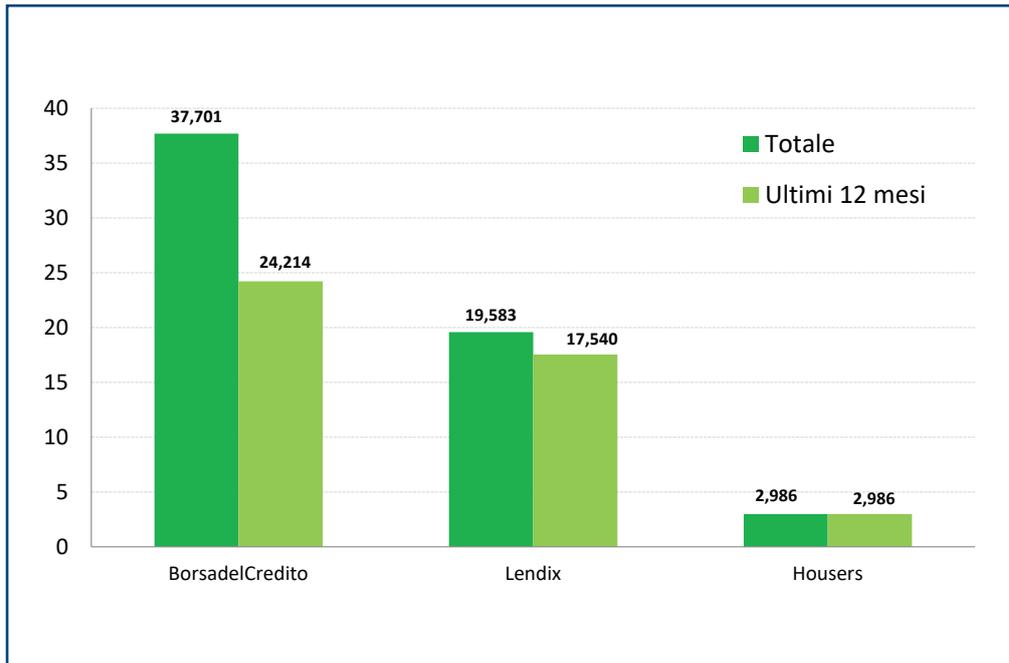


Figura 2.5

Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane alle PMI, alla data del 30/6/2018: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.

Fonte: dati forniti dalle piattaforme

iscritta all'Albo degli istituti di pagamento autorizzati da Banca d'Italia. Art SGR ha costituito il fondo chiuso di credito Colombo, caratterizzato da un obiettivo di investimento di € 100 milioni in 5 anni. Il fondo contribuisce a finanziare i prestiti erogati attraverso la piattaforma, affiancandosi alla raccolta proveniente da Internet; è previsto l'intervento del Fondo di Garanzia dello Stato a parziale copertura delle perdite sui crediti.

Il portale Housers è stato fondato nel 2016 in Spagna ed opera in Italia dal 2017 in qualità di agente di Lemon Way attraverso la controllata Housers RE Italy.

Lendix fa capo alla *holding* francese Lendix SA ed opera in Italia attraverso la società controllata Lendix Italia Srl. In Italia Lendix è agente dell'istituto di pagamento Lemon Way. Fa parte del gruppo Lendix anche Lendix Factory, società di gestione del fondo di co-investimento riservato agli investitori istituzionali, registrata presso l'autorità di mercato transalpina (Autorité des Marchés Financiers).

Lendix opera sia attraverso la raccolta da *retail* su Internet, sia attraverso un fondo chiuso di credito riservato ad investitori professionali. Il fondo ha una dimensione di € 200 milioni ed è stato sottoscritto da investitori istituzionali internazionali tra i quali il Fondo Europeo per gli Investimenti e importanti società assicurative. Anche nel caso di Lendix è attiva la copertura ottenuta dal Fondo Centrale per i prestiti erogati alle PMI italiane, per una quota fra il 40% e l'80% del credito.

La piattaforma di *business lending crowdfunding* Prestacap è attiva nel Regno Unito e da poco anche in Italia e Germania; è gestita da iBondis Limited, società britannica autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority (FCA). Al momento il portale non offre ancora l'opportunità di investimento a soggetti italiani attraverso il *web*, quindi non può essere considerato letteralmente un portale *'crowd'*. Le risorse vengono infatti raccolte attraverso investitori istituzionali ed esteri.

The Social Lender è stata costituita da pochi mesi ed è agente di pagamento di Lemon Way. Il portale si specializza nei prestiti a PMI e *startup*.

La Figura 2.5 riporta il valore totale dei prestiti erogati alle PMI italiane dalle piattaforme censite nella ricerca, dichiarati dalla partenza delle attività. I dati non sono raccolti per le piattaforme che hanno cominciato l'attività da pochi mesi, perchè ovviamente sono poco significativi. Viene anche evidenziato il flusso di capitale erogato relativo agli ultimi 12 mesi, a partire dal 1 luglio 2017. Il totale complessivo è pari a € 60,27 milioni, di cui € 44,74 (il 74%) relativo agli ultimi 12 mesi: si tratta di numeri che testimoniano una crescita rilevante del mercato.

Nel *lending crowdfunding* il ruolo della piattaforma è molto più importante rispetto a quello riscontrato nel mondo dell'*equity crowdfunding*, perchè occorre selezionare le ri-

chieste di credito fra le tantissime che arrivano ogni giorno. La selezione 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. A volte sono raccolte informazioni sul richiedente anche attraverso i *social network* e l'analisi di *big data* relativi ai pagamenti passati, alle movimentazioni delle carte di credito, ad ogni altro elemento ritenuto utile per prevedere la solvibilità.

Nel seguito andiamo a descrivere l'offerta dei diversi portali per le PMI.

#### *BorsadelCredito.it*

BorsadelCredito.it accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti in Italia, con almeno 12 mesi di attività alle spalle (e quindi la disponibilità di almeno un bilancio completo) e un fatturato non inferiore a € 50.000. Non devono esserci pregiudiziali gravi né sull'azienda né sul titolare o sui principali esponenti, che possano denotare un rischio per i prestatori, come ad esempio protesti, finanziamenti non rimborsati, ipoteche, pignoramenti. La scadenza del prestito è in genere compresa fra 1 mese e 60 mesi. Nelle scadenze fino ai 12 mesi è possibile anche optare per un rimborso *bullet* in unica soluzione alla scadenza piuttosto che per il rimborso rateale mensile e ammortamento francese. Il tasso annuo nominale (TAN) varia attualmente fra il 3,4% e il 7,4% cui si sommano una commissione di garanzia che varia fra 0,4% e 9%, e costi di istruttoria compresi fra 2% e 4%. I versamenti per il pagamento della quota capitale e della quota interessi sono mensili e scontano un costo di € 2. Nessuna garanzia reale o attraverso strumenti finanziari a deposito viene richiesta (in alcuni casi vengono richieste delle garanzie personali) e non vi sono altre commissioni; non viene richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente, ma l'addebito viene eseguito su quello già esistente dell'azienda. Il finanziamento (anche solo richiesto) viene segnalato ai sistemi di informazioni creditizie.

Il *workflow* di valutazione delle domande di credito per BorsadelCredito.it è semi-automatico. Una prima fase di valutazione avviene automaticamente attraverso: una serie di parametri oggettivi, che vengono trasmessi via *web* dall'imprenditore/persona fisica in pochi minuti; attingendo a *database* vari come *credit bureau* (Experian, CRIF), al registro delle imprese (per bilanci pubblici di società di capitale), ai *social big data*. Inoltre, fra i parametri che vengono considerati per le imprese, se ne aggiungono altri più qualitativi: la presenza dell'azienda su Internet e sui *social network*, l'organizzazione dell'azienda, la qualità del progetto imprenditoriale (questi ultimi approfonditi telefonicamente, con videochiamate o con un incontro). La valutazione così descritta viene effettuata in meno di 24 ore. I richiedenti che la superano positivamente, secondo dati

#### Box 2.3

##### Il crowdfunding nel real estate

L'apertura del mercato dell'*equity crowdfunding* a tutte le PMI ha avuto l'effetto di consentire la nascita di portali dedicati a progetti in ambito *real estate* (il primo è stato Walliance) che mirano a raccogliere capitale attraverso Internet per finanziare (più spesso co-finanziare) progetti di costruzione o di ristrutturazione. Con l'arrivo in Italia del portale spagnolo Housers, anche il segmento del *social lending* ha esteso l'attività all'immobiliare.

All'estero il *crowdfunding* nel *real estate* è sviluppato da tempo e ha consentito di raccogliere negli Stati Uniti \$ 5,8 miliardi, in Germania € 234 milioni, nel Regno Unito € 215 milioni e in Francia € 180 milioni. Il vantaggio offerto agli investitori è quello di poter accedere con importi contenuti ad una tipologia di *asset class* che di solito invece richiede tagli minimi di investimento elevati e offre scarsa diversificazione.

In Italia, dove le PMI attive nell'ambito dell'edilizia e dell'immobiliare soffrono ancora restrizioni nell'accesso al credito, questa nuova opportunità potrebbe contribuire al rilancio del settore. Diversi nuovi portali sono pronti a partire; secondo una ricerca svolta dal Politecnico di Milano il *crowdfunding* nel *real estate* ha raccolto fino al 30 giugno 2018 € 25,2 milioni suddivisi in 15 progetti. Le operazioni riguardano in genere PMI che raccolgono risorse per progetti di costruzione di immobili residenziali, o di ristrutturazione e messa a reddito di immobili commerciali.

forniti dal portale, sono fra il 10 e il 15%. La pratica viene poi finalizzata interamente *online*, attraverso firma digitale, e identificazione a distanza.

BorsadelCredito.it carica sui prestatori commissioni che decrescono percentualmente con l'aumentare dell'importo investito ma sono spesso operative delle promozioni. Inoltre, per tutti i prestatori è attivo un fondo di protezione finanziato direttamente dai richiedenti.

Le aziende finanziate sul portale operano in prevalenza nei servizi (28%), nel commercio al dettaglio (19%) e nel manifatturiero (17%). La Regione più rappresentata è la Lombardia, con 166 prestiti, seguita dalla Campania (97).

### Housers

Housers è un portale nato inizialmente con un modello ibrido offrendo sia investimenti in *equity* che *lending*, ma dal maggio 2017 ha deciso di concentrarsi esclusivamente nel settore del *lending*. La piattaforma ha iniziato proponendo investimenti immobiliari nelle principali città spagnole come Barcellona o Madrid e successivamente ha allargato la propria offerta anche ad altri paesi europei.

Sulla piattaforma sono disponibili 3 diversi tipi di investimenti:

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

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

Alla data del 30 giugno 2018, Housers ha finanziato 12 progetti sul territorio italiano che hanno raccolto complessivamente € 2.985.600 (€ 1.245.500 nel 2017 e € 1.740.100 nel primo semestre 2018). I progetti sono elencati nella Tabella 2.5.

| Progetto        | Capitale raccolto | Tasso di interesse di base | Durata (mesi) | Tipologia    |
|-----------------|-------------------|----------------------------|---------------|--------------|
| Merano          | € 252.000         | 4,01%                      | 60            | Risparmio    |
| Plinio          | € 170.100         | 7,53%                      | 12            | Investimento |
| Breda           | € 150.000         | 4,41%                      | 60            | Risparmio    |
| Donadoni        | € 179.500         | 3,80%                      | 60            | Risparmio    |
| Col di Lana     | € 413.000         | 3,83%                      | 240           | Risparmio    |
| Certosa         | € 116.000         | 5,00%                      | 120           | Risparmio    |
| Sempione        | € 248.000         | 4,02%                      | 60            | Risparmio    |
| Cozzi           | € 139.000         | 4,04%                      | 60            | Risparmio    |
| Palazzo Pitti   | € 289.000         | 5,07%                      | 120           | Risparmio    |
| San Gallo       | € 379.000         | 4,58%                      | 60            | Risparmio    |
| Macchia Romana  | € 450.000         | 9,00%                      | 12            | Tasso fisso  |
| Marina di Massa | € 200.000         | 9,00%                      | 12            | Tasso fisso  |

**Tabella 2.5**

Statistiche sui prestiti a imprese italiane finanziati attraverso il portale Housers fino al 30 giugno 2018.  
Fonte: sito Internet

### Lendix (ora October)

Le richieste di finanziamento selezionate da Lendix godono di un *commitment* iniziale da parte del fondo, il quale copre il 51% del prestito richiesto dall'impresa e si impegna a coprire la quota eventualmente non sottoscritta dalla 'folla' di Internet. Questa particolarità serve a dare un segnale di credibilità ai piccoli prestatori e nei fatti dà la certezza alle imprese di chiudere positivamente la raccolta. Non è previsto un 'fondo di protezione' in caso di insolvenza.

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

**Tabella 2.6**  
Statistiche sui prestiti  
a imprese italiane  
finanziati attraverso il  
portale Lendix, dal 1  
luglio 2017 al 30 giugno  
2018.  
Fonte: sito Internet

| Impresa              | Prestito    | Tasso di interesse | Mesi | Rating | Numero investitori | % istituzionali |
|----------------------|-------------|--------------------|------|--------|--------------------|-----------------|
| Palomar Srl          | € 90.000    | 6,25%              | 36   | B      | 708                | 51%             |
| Warcom Eng. & S. Srl | € 250.000   | 6,00%              | 36   | B      | 1.025              | 51%             |
| Feed Srl             | € 50.000    | 7,00%              | 48   | B      | 397                | 51%             |
| Dmedia Group SpA     | € 600.000   | 6,50%              | 48   | B      | 1.207              | 81%             |
| Massironi Srl        | € 250.000   | 6,25%              | 36   | B      | 726                | 71%             |
| Copernico Srl        | € 1.000.000 | 6,00%              | 24   | B      | 1.548              | 83%             |
| PG Master Srl        | € 200.000   | 7,00%              | 48   | B      | 893                | 51%             |
| Progetti Plant Srl   | € 300.000   | 6,50%              | 36   | B      | 1.364              | 51%             |
| Davia SpA            | € 600.000   | 6,50%              | 42   | B      | 1.527              | 73%             |
| Sicilsaldo SpA       | € 1.600.000 | 5,00%              | 36   | B+     | 1.315              | 92%             |
| B3 Srl               | € 100.000   | 7,75%              | 18   | C      | 775                | 51%             |
| Aldera Monte Srl     | € 200.000   | 8,50%              | 36   | C      | 241                | 79%             |
| ST Protect SpA (2)   | € 350.000   | 8,00%              | 30   | C      | 1.565              | 51%             |
| 4P Srl               | € 50.000    | 8,75%              | 36   | C      | 396                | 51%             |
| Brandesigner Srl     | € 50.000    | 8,00%              | 24   | C      | 380                | 51%             |
| Italian Food SpA     | € 1.600.000 | 4,80%              | 36   | B+     | 1.601              | 89%             |
| Palomar Srl (2)      | € 650.000   | 6,05%              | 48   | B+     | 2.376              | 56%             |
| Mengozzi SpA         | € 500.000   | 4,45%              | 48   | A      | 1.581              | 64%             |
| Agrital Srl          | € 100.000   | 6,35%              | 48   | B      | 829                | 51%             |
| Cofle SpA            | € 500.000   | 5,80%              | 48   | B+     | 1.889              | 59%             |
| Program di A. F. Srl | € 2.100.000 | 5,50%              | 42   | B      | 1.906              | 91%             |
| Superbeton SpA       | € 1.100.000 | 4,60%              | 36   | B+     | 1.589              | 85%             |
| Sirio SpA            | € 1.500.000 | 5,50%              | 36   | B      | 1.706              | 87%             |
| Lilly confezioni Srl | € 250.000   | 6,30%              | 42   | B      | 1.127              | 51%             |
| Olympus Club SSD     | € 200.000   | 6,30%              | 48   | B      | 1.071              | 51%             |
| Ariosteoa MHS Srl    | € 750.000   | 5,80%              | 48   | B      | 1.533              | 79%             |
| Mondo Verde C.G. Srl | € 300.000   | 7,50%              | 48   | C      | 1.417              | 51%             |
| NVP Srl (2)          | € 550.000   | 6,10%              | 36   | B      | 2.271              | 57%             |
| MMS Srl              | € 50.000    | 5,50%              | 36   | B      | 450                | 51%             |
| Farmahealth Snc      | € 500.000   | 6,20%              | 48   | B      | 1.761              | 64%             |
| CML Engineering Srl  | € 400.000   | 6,20%              | 48   | B      | 1.820              | 51%             |
| A&A Mark. Serv. Srl  | € 300.000   | 6,70%              | 24   | C      | 1.607              | 51%             |
| Filati B. M. SpA     | € 500.000   | 5,70%              | 36   | B      | 1.972              | 62%             |

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

Dal 1 luglio 2017 fino alla data del 30 giugno 2018 i prestiti erogati su Lendix a imprese italiane sono stati 33, per un totale di € 17.540.000 erogati (di cui € 13.201.900 da istituzionali attraverso il fondo chiuso e € 4.338.100 dalla 'folla' di Internet). La Tabella 2.6 riporta alcuni dati fondamentali delle operazioni più recenti. Si nota che alcune imprese hanno già richiesto un secondo prestito a Lendix, dopo aver ottenuto il primo.

*Prestacap*

Su Prestacap sono offerti prestiti alle imprese con almeno due anni di vita e fatturato superiore a € 50.000, per importi da € 10.000 a € 250.000, su scadenze da 6 a 60 mesi. Viene richiesta una commissione dalla piattaforma compresa fra 1% e 4% del capitale, in funzione della scadenza.

Le risorse per il momento non vengono raccolte attraverso la modalità *crowd*, nè sono disponibili dati sui prestiti erogati.

*The Social Lender*

L'offerta di The Social Lender riguarda prestiti a *startup*, PMI e reti di imprese per importi da € 30.000 a € 3.000.000, con scadenze da 12 a 60 mesi.

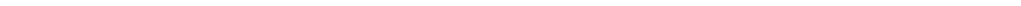
La piattaforma non applica alcuna commissione ai prestatori, ad eccezione del costo di caricamento del conto di pagamento (1% via carta di credito, 0,4% via bonifico) mentre addebita le commissioni ai richiedenti in funzione della tipologia dell'impresa. In caso di successo nella raccolta del finanziamento, viene richiesta una *success fee* con percentuali digressive (il 5% per richieste di finanziamento fino a € 500.000, il 3,5% per richieste di finanziamento comprese tra € 500.000 e € 1.000.000, l'1,5% per richieste di finanziamento superiori a € 1.000.000). Per alcuni progetti è prevista una copertura assicurativa volta a garantire il rendimento e la protezione del capitale prestato dagli investitori.

La Tabella 2.7 riporta l'elenco dei progetti che alla data del 30 giugno 2018 erano in raccolta sulla piattaforma.

| Impresa                         | Prestito richiesto | Tasso di interesse proposto | Mesi | Rating |
|---------------------------------|--------------------|-----------------------------|------|--------|
| Wholtel Investments Srl         | € 350.000          | 6,10%                       | 36   | B2     |
| Sun Gen Srl                     | € 500.000          | 5,25%                       | 60   | B3     |
| Sati Giochi ditta ind.          | € 90.000           | 5,25%                       | 36   | B3     |
| Pivi. Beverage Srl              | € 35.000           | 6,10%                       | 36   | B2     |
| Olivieri Pierluigi ditta ind.   | € 30.000           | 7,80%                       | 36   | C3     |
| Ancona Liborio Alberto az. agr. | € 330.000          | 6,95%                       | 60   | B1     |

**Tabella 2.7**

Statistiche sulle imprese italiane in raccolta sul portale The Social Lender alla data del 30/6/2018.  
Fonte: sito Internet



### 3. Invoice trading



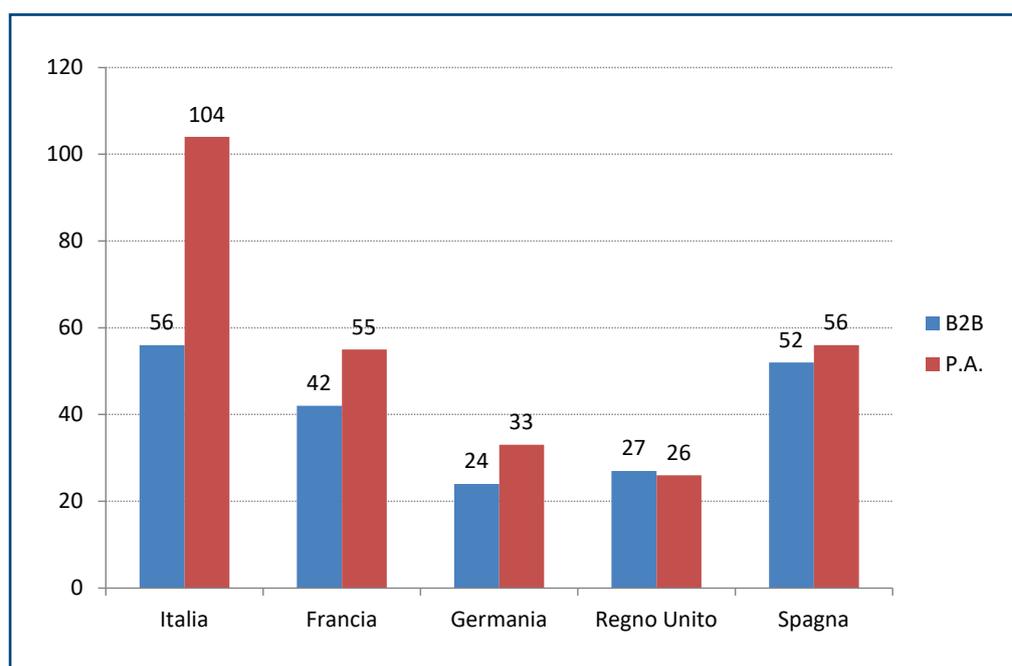
L'*invoice trading*, ovvero la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma *online*, non è propriamente un'operazione di raccolta di capitale, ma rappresentando lo smobilizzo di un'attività (appunto una fattura commerciale) è associata agli stessi 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 evidenziare l'*invoice trading* quale uno dei comparti a più alto tasso di crescita nella finanza alternativa per le PMI.

#### 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. Da questo punto di vista l'Italia è storicamente terreno fertile come evidenzia la Figura 3.1; nonostante alcuni progressi negli ultimi anni, che non risultano però percepiti da molte micro-imprese, rimaniamo sempre ampiamente sotto la media



**Figura 3.1**  
Tempi medi di pagamento effettivi delle fatture commerciali (in giorni) nei rapporti B2B (in blu) e verso la Pubblica Amministrazione (in rosso). Confronto fra Italia e altri partner UE. Fonte: European Payment Report 2018, Intrum Justitia

UE rispetto ai giorni di pagamento B2B (56 giorni), ben lontani dai valori di Germania (24 giorni) e Regno Unito (27 giorni). Il divario è ancora più significativo per le commesse verso la Pubblica Amministrazione (104 giorni). Dato ancor più preoccupante, secondo lo European Payment Report 2018 pubblicato da Intrum, è che in Italia i creditori indicano come causa del ritardo dei pagamenti probabili problemi finanziari del cliente (nel 61% dei casi) ma nel 52% dei casi viene anche indicato come motivo un fattore di intenzionalità e nel 38% dei casi l'inefficienza dei processi operativi del debitore.

La cessione delle fatture commerciali è quindi l'opportunità per il creditore di ottenere un anticipo di cassa. Le piattaforme di *invoice trading* offrono questo servizio attraverso diversi modelli (si veda la Figura 3.1).

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

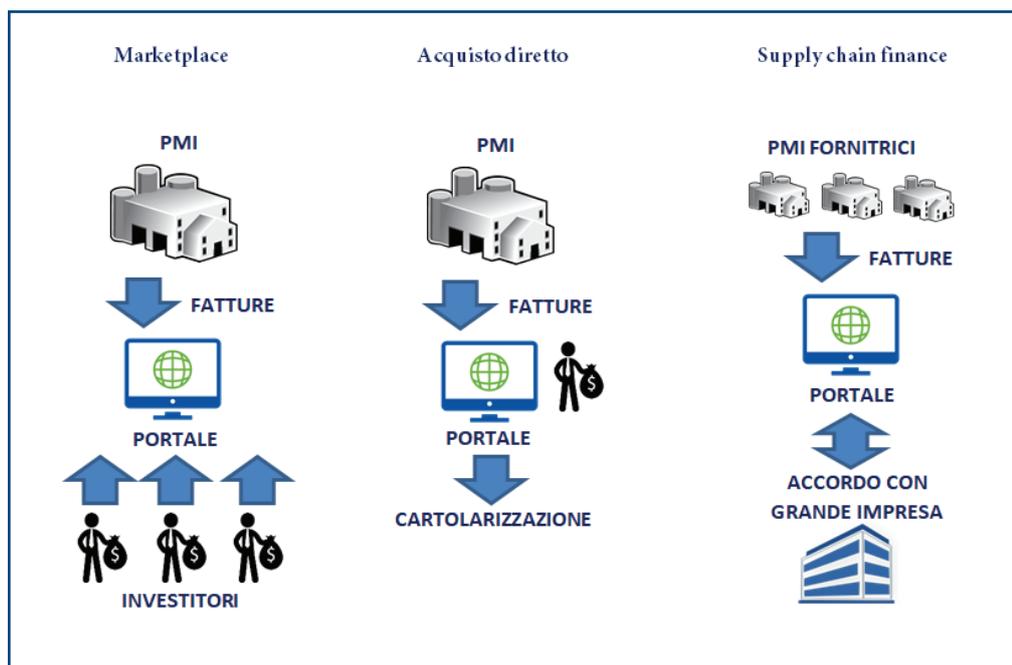
1) alcuni operatori agiscono come veri e propri *marketplace*, mettendo in contatto le imprese che vogliono essere finanziate con gli investitori e organizzando a volte un'asta competitiva, sulla base di una quotazione iniziale; l'asta può essere aperta a una categoria più o meno estesa di investitori accreditati;

2) 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 operazioni di cartolarizzazione dei crediti, sottoscritte dagli investitori;

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

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.

**Figura 3.2**  
I modelli delle  
piattaforme di *invoice*  
*trading*



Benchè da un punto di vista legale non sia obbligatorio, si cerca di ottenere sempre il parere favorevole del debitore. Del resto va segnalato che alcuni clienti richiedono esplicitamente clausole contrattuali volte a impedire la cessione della fattura.

### I portali attivi

Alla data del 30 giugno 2018, risultavano attivi in Italia 6 operatori nell'*invoice trading*: Cashinvoice, Credimi, CashMe, Crowdcity, Fifty, Workinvoice (il primo operatore arrivato sul mercato). Un'altra piattaforma, Cash Trading, risultava in fase di avvio delle attività, ma non è stato possibile recuperare ulteriori informazioni a riguardo.

La Tabella 3.1 riporta alcune informazioni fondamentali sulle piattaforme citate. Due piattaforme (Workinvoice e CashMe) prevedono un meccanismo di cessione tramite asta, mentre CrowdCity e Cashinvoice propongono un modello di offerta competitiva partendo da una quotazione 'suggerita'. Fifty si specializza nel credito di filiera e si propone come piattaforma per le operazioni di *supply chain finance*.

| Sito web         | Società gestore | Qualifiche ulteriori    | Meccanismo di cessione | Importo fatture accettate |
|------------------|-----------------|-------------------------|------------------------|---------------------------|
| Cashinvoice.it   | Hub21 Srl       | -                       | Marketplace            | € 5.000 - € 2.000.000     |
| Cashme.it        | CashMe Srl      | -                       | Asta                   | Almeno € 10.000           |
| Credimi.com      | Credimi SpA     | Finanziaria ex art. 106 | Acquisto diretto       | Almeno € 1.000            |
| Crowdcity.it     | CrowdCity SpA   | Albo mediatori credito  | Marketplace            | Almeno € 1.000            |
| Fiftyfinance.com | Fifty Srl       | Albo mediatori credito  | Supply chain finance   | Nessun limite             |
| Workinvoice.it   | Workinvoice Srl | -                       | Asta                   | Almeno € 10.000           |

Tabella 3.1

I portali di *invoice trading* italiani, alla data del 30/6/2018

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

La Figura 3.3 sintetizza il volume di attività nel comparto alla data del 30 giugno 2018, sia cumulato sia con riferimento ai soli 12 mesi precedenti. Il totale delle fatture anticipate ha raggiunto volumi ragguardevoli, con un valore complessivo pari a € 612,2 milioni, di cui ben € 493 milioni nell'ultimo anno di attività. Il tasso di crescita è stato così consistente che quasi metà dell'intero ammontare è stato erogato nel primo semestre del 2018. Fifty è al primo posto con € 268,0 milioni cumulati, in virtù della sua caratteristica di

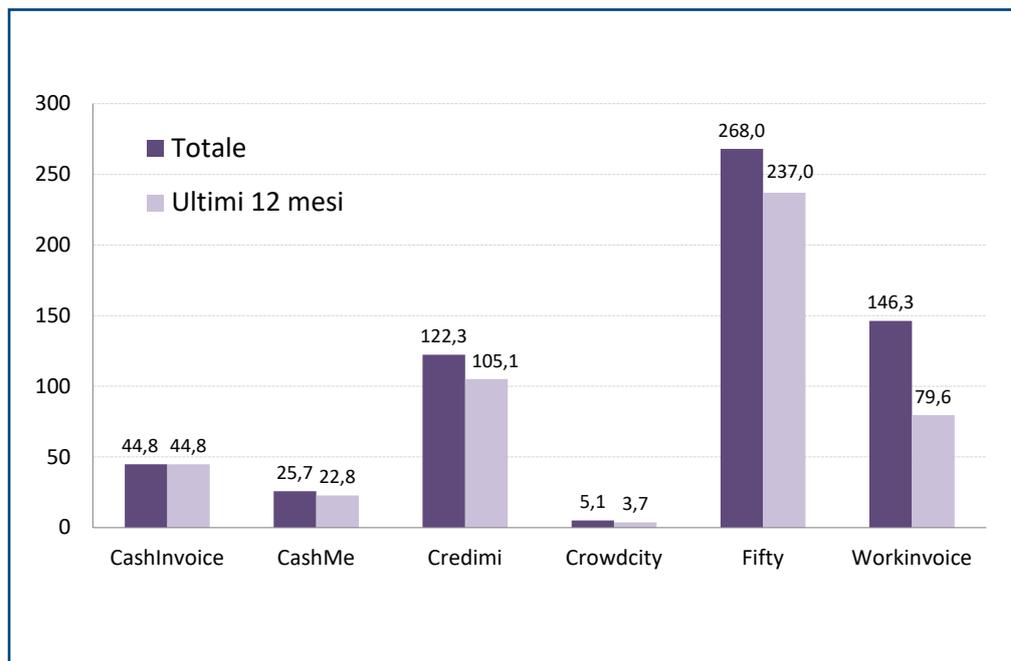


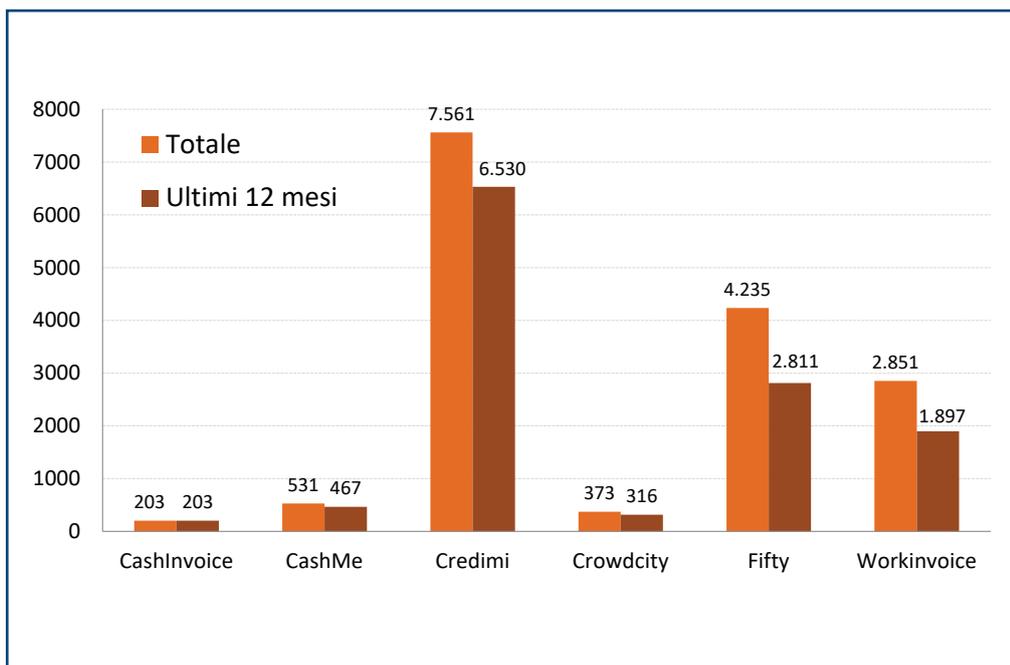
Figura 3.3

Ammontare delle fatture cedute dalle piattaforme di *invoice trading* italiane attive, alla data del 30 giugno 2018: valori totali e flusso degli ultimi 12 mesi (in € milioni). Fonte: informazioni fornite dalle piattaforme

Figura 3.4

Numero di fatture cedute dalle piattaforme di invoice trading italiane attive, alla data del 30 giugno 2018: valori totali e flusso degli ultimi 12 mesi.

Fonte: informazioni fornite dalle piattaforme



portale dedicato al credito di filiera, aperto a grandi imprese che fanno da ‘traino’ rispetto ai propri fornitori e finanziato da un fondo di credito. Workininvoice è al secondo posto, con € 146,3 milioni e Credimi al terzo (€ 122,3 milioni).

La Figura 3.4 riporta invece il valore delle fatture cedute attraverso i portali; in questa classifica Credimi è al primo posto con 7.561 fatture, seguita da Workininvoice con 2.851. Ne consegue che l’importo medio delle fatture acquistate da Credimi è più basso rispetto a quelle cedute sugli altri portali citati.

Passiamo ora a esaminare le caratteristiche dei diversi portali attivi.

#### CashInvoice

CashInvoice è un portale attivo da settembre 2017; è gestito dalla società Hub21 Srl. Si qualifica come piattaforma di comparazione, dove sono accreditati soggetti finanziari, come *factor*, banche e investitori istituzionali. Questi possono ‘navigare’ fra le diverse opportunità di acquisto delle fatture accettate dalla piattaforma fra quelle presentate, e competono fra loro in un’asta. Per le aziende è previsto un abbonamento annuale, con un pagamento di un canone (richiesto dopo la prima cessione); l’offerta prevede 8 diversi strumenti finanziari (fra cui *pro soluto*, *pro solvendo*, linea liquidità, *reverse factoring*...) e la piattaforma individua le tipologie più adatte sulla base dei dati forniti dall’azienda. L’importo medio delle fatture presentate su CashInvoice è stato finora pari a € 220.831, di cui il 53% in modalità ‘*pro soluto*’ e le altre ‘*pro solvendo*’.

#### CashMe

La piattaforma CashMe è gestita dall’omonima società e da maggio 2018 è entrata a far parte del Gruppo Finservice, operatore *leader* in Italia nel mondo della finanza agevolata. Il meccanismo di cessione delle fatture selezionate dalla piattaforma è un’asta. Possono accedere tutte le società di capitali che abbiano depositato almeno un bilancio e che presentino un fatturato pari ad almeno € 1.500.000. Sono possibili eccezioni laddove i clienti presentino un buon merito creditizio. L’unico costo fisso è rappresentato dalla *fee* d’iscrizione di € 900, pagabile dopo aver effettuato la prima cessione. Successivamente CashMe chiede una percentuale media dello 0,6% del valore del credito venduto tramite la piattaforma.

Grazie alla rete di Finservice, il portale si è dotato ora di una struttura distributiva sul territorio composta da 45 persone che si occupa dell’*origination*, mentre l’erogazione del servizio avviene completamente *online*.

### Credimi

Credimi SpA è stata fondata nel 2015 e ha ottenuto l'autorizzazione da Banca d'Italia a operare come erogatore di finanziamenti secondo l'articolo 106 del Testo Unico Bancario. La società nel 2018 ha condotto un *round* di finanziamento con *venture capital* per un importo di € 10 milioni versati da Vertis e United Ventures.

Possono accedere al portale tutte le imprese italiane che vendono ad imprese italiane od estere. La selezione viene fatta attraverso un sistema di *rating* sviluppato internamente, dal quale scaturisce la proposta del prezzo di acquisto della fattura presentata; come specificato in precedenza, è Credimi stessa ad anticipare il denaro in caso di accettazione.

La cessione del credito avviene in modalità *pro solvendo*, conferendo ai clienti un mandato all'incasso, oppure *pro soluto*, normalmente attraverso la canalizzazione dei pagamenti del ceduto. I crediti originati dalle fatture vengono acquistati da investitori istituzionali, tipicamente fondi di investimento, gestiti da *partner* come Anima SGR, Anthilia Capital Partners SGR, BG Fund Management Luxembourg S.A. (Gruppo Generali) e Tikehau Capital.

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

Negli ultimi mesi Credimi ha introdotto nuove soluzioni di *factoring* disponibili in piattaforma (in modalità sia *pro solvendo* sia *pro soluto*, attivabili *online* senza notifica al ceduto) e nuove soluzioni di *reverse factoring* come *maturity* e *confirming*. È stato inoltre concluso un accordo di *partnership* con Illimity, la banca focalizzata sulle PMI fondata da Corrado Passera che utilizzerà la piattaforma di Credimi per offrire soluzioni di *factoring* ai propri clienti.

### CrowdCity

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

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

### Fifty

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

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

**Box 3.1**

Casi di PMI finanziate attraverso l'*invoice trading*



**Gustavo Beltrami**  
(Beltrami Felice Srl)



**Ottavia Bruno**  
(Workmec SpA)

**Beltrami Felice Srl**

L'azienda Beltrami Felice Srl ha sede a Piedimulera (VB) e occupa una quarantina di dipendenti. Fattura circa € 7 milioni all'anno (di cui il 70% verso l'estero) producendo caldaie per macchine da caffè e caffettiere moka. "Preso atto che le banche spesso hanno problemi a concedere credito - dice il titolare Gustavo Beltrami - abbiamo provato la strada dell'*invoice trading* sulla piattaforma Workinvoice". Secondo l'azienda ci sono vantaggi in termini di costo rispetto allo scoperto di conto corrente in banca; sul *pro soluto* l'*invoice trading* viene giudicato decisamente competitivo rispetto al credito assicurato. Anche per questo ormai l'azienda ricorre alla piattaforma *web* per cedere le fatture verso i clienti italiani, sottolineando che per i clienti stranieri non vi è necessità, in quanto pagano in tempi molto più contenuti!

**Sarinox Srl**

Sarinox Srl è una società che fa parte del gruppo Sassoli ed opera nel campo della trasformazione e della commercializzazione di lamiera e *coils* in acciaio inossidabile, a freddo ed a caldo, da treno o da bramma, in diverse finiture superficiali. Lo stabilimento principale è a Basiano (MI). Il gruppo vanta un volume d'affari superiore a € 50 milioni e lavora con grandi clienti; per gestire le commesse occorre spesso investire consistenti risorse nell'acquisto delle materie prime. Le fatture commerciali sono regolarmente cedute attraverso il portale CrowdCity. "Siamo soddisfatti dell'esperienza, iniziata 6 mesi fa - dice il CFO del gruppo Antonio Curci - e crediamo che lo strumento dell'*invoice trading* sia di facile utilizzo, immediato e vantaggioso in termini di costo"

**Workmec SpA**

Workmec è un'azienda di Busnago (MB) che dal 1990 produce telai anti collasso per maniche filtranti: si tratta di componenti per filtri per abbattimento dei fumi e per le polveri che, pur non essendo caratterizzati da un alto contenuto di tecnologia, devono garantire affidabilità e robustezza. Come riporta la presidente, Ottavia Bruno, l'impresa, nell'ultimo triennio, ha trovato molte difficoltà ad accedere a finanziamenti di medio-lungo termine presso le banche, necessari per la gestione del ciclo commerciale delle commesse, che a volte supera gli 8 mesi. Da qui la decisione di ricorrere al portale CashMe, che ha consentito di risolvere molti dei problemi finanziari dell'azienda, che fattura ogni anno circa € 12 milioni.

*Workinvoice*

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

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

Il meccanismo di cessione è l'asta competitiva. Il portale Workinvoice.it addebita una commissione pari a 0,40% per fatture con scadenza fino a 60 giorni, 0,65% da 61 a 90 giorni, 0,90% oltre 90 giorni, e una *fee* di adesione *una tantum* iniziale di € 450.

Workinvoice opera quasi esclusivamente con investitori istituzionali italiani ed esteri, (fondi vigilati dalle rispettive autorità) necessari a supportare la forte crescita dei volumi. Versamenti e operazioni di investimento sono regolate su conti gestiti in via indipendente da un istituto di pagamento europeo autorizzato.

Al momento la piattaforma non prevede un fondo di garanzia per eventuali *default* e tutte le fatture sono state ripagate, ma ha attivato un accordo con una società di recupero crediti qualora dovesse verificarsi un qualche evento sfavorevole, per supportare i clienti. Se per caso la fattura non venisse incassata, l'impresa che ha ceduto il credito non riceverà il saldo e concorrerà alla perdita in misura ridotta tipicamente compresa tra 7% e

A causa dei già evidenziati tempi di pagamento lunghi delle fatture commerciali in Italia, il livello di capitale circolante delle imprese lungo la filiera è mediamente molto elevato, ma anche molto sbilanciato verso attori più piccoli che occupano posizioni di fornitura nella filiera e che hanno una maggiore difficoltà intrinseca di accesso al credito tradizionale.

Si rendono quindi necessarie delle modalità di accesso a liquidità alternative, che siano flessibili e adeguate a piccoli importi. A questo proposito il *supply chain finance* si sta affermando come una risposta concreta, soprattutto per piccole e medie realtà, per generare soluzioni che consentano a un'impresa di finanziare il proprio capitale circolante (crediti, debiti, scorte), facendo leva sul ruolo che essa ricopre nella *supply chain* in cui opera e sulle relazioni con gli altri attori della filiera. La logica retrostante è semplice: sfruttando i rapporti commerciali di filiera, il sistema finanziario ottiene maggiori garanzie sullo stato delle imprese da finanziare ed eroga liquidità più facilmente.

L'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano è impegnato ormai da sei anni con attività di ricerca e divulgazione scientifica sul tema. Uno dei principali aspetti investigati riguarda la comprensione delle soluzioni esistenti per le imprese, numerose e molto diverse tra loro. Ad un primo livello di analisi, lo spettro di soluzioni riconducibile al *supply chain finance* può essere suddiviso in due categorie principali: pratiche di collaborazione operativa di filiera volte all'ottimizzazione delle scorte (ad esempio *vendor managed inventory*, *consignment stock*) e strumenti finanziari focalizzati al bilanciamento tra crediti e debiti commerciali (ad esempio *factoring*, *reverse factoring*, *inventory finance*).

L'avvento del *fintech* ha consentito anche in questo campo una digitalizzazione spinta dei processi aprendo le porte a una serie di soluzioni innovative, introdotte di seguito.

Il *reverse factoring* 'evoluto' si basa sull'opportunità per i fornitori di veder pagate le proprie fatture con tempi molto ridotti (indicativamente 7-10 giorni) e a tassi convenienti, in quanto supportati da un cliente solido, di dimensioni tipicamente elevate e che rappresenta il 'leader' della propria filiera. L'innovazione rispetto alla versione tradizionale sta nel fatto che l'erogazione del credito avviene in presenza di maggiori informazioni operative (ad esempio i dati sulle *performance* operative o di sostenibilità dei fornitori), a fronte di un minor rischio e di una conseguente riduzione del costo del finanziamento. Lo strumento è una piattaforma tecnologica in cui transano le fatture relative alla relazione cliente-fornitore, dove il fornitore può selezionare quali fatture far scontare.

Un'altra soluzione è l'*inventory finance*, ovvero il finanziamento di breve delle scorte attraverso una linea di credito attuato da un *logistics service provider* - spesso in *partnership* con un istituto finanziario - il quale acquista beni da un fornitore e ne detiene la proprietà per la durata del trasporto e dell'immagazzinamento ottimizzando crediti e debiti commerciali del fornitore e del suo cliente.

Nel *dynamic discounting* si può optare per il pagamento anticipato da parte del cliente a fronte di uno sconto da parte del fornitore sull'importo della fattura proporzionale ai giorni di anticipo, concordato dinamicamente per ciascuna transazione. I pagamenti possono essere intermediati da *provider* finanziari.

Infine nel *purchase finance* l'anticipo della fattura è esteso a tutti i documenti che appartengono al ciclo di un ordine e che precedono la fatturazione: si tratta di una soluzione molto utilizzata soprattutto nei settori a gestione per commessa, dove i tempi di lavorazione sono lunghi e molto onerosi.

Le suddette soluzioni sono ancora poco diffuse nel contesto italiano, fortemente dominato da soluzioni tradizionali. Tuttavia, dal monitoraggio del fiorente ecosistema delle *startup* in ambito *supply chain finance* e dai tentativi di ingresso di piattaforme *fintech* internazionali nel mercato italiano, vi sono importanti segnali che sembrano presagire una significativa crescita futura.

Info: Osservatorio Supply Chain Finance (School of Management, Politecnico di Milano)  
[www.osservatori.net/it\\_it/osservatori/supply-chain-finance](http://www.osservatori.net/it_it/osservatori/supply-chain-finance)

### Box 3.2

Le soluzioni innovative nel *supply chain finance*: la ricerca dell'Osservatorio Supply Chain Finance del Politecnico di Milano

8%; avrà diritto a ricevere ulteriori pagamenti in proporzione di quanto recuperato dal debitore oltre il 90% di acconto. Questa è una differenza importante rispetto all'anticipo fatture praticato tipicamente da una banca, la quale non si accolla il rischio di insolvenza ma andrà a rivalersi sull'impresa.

## Le imprese finanziate e gli investitori

Il profilo tipico delle imprese finanziate (si veda il Box 3.1) è quello di PMI che trovano difficoltà ad essere affidate da una banca, vuoi perchè escono da procedure come concordati, vuoi perchè ottengono commesse di rilevante dimensione, difficilmente finanziabili attraverso i fidi esistenti. Il tasso di interesse non è quindi necessariamente competitivo rispetto a quello praticato dal circuito bancario. Il vantaggio non trascurabile sta sia nella possibilità di accedere alla liquidità per finanziare il capitale circolante senza garanzie o *collateral* (preclusa attraverso altri canali) sia nella rapidità di risposta. Un altro vantaggio per le imprese è che la cessione non richiede segnalazione alla Centrale Rischi del circuito bancario. Nelle nostre interviste abbiamo rilevato inoltre che la possibile cessione degli effetti è percepita di per sè come un fattore di ‘disciplina’ nel pagamento del credito; avere come controparte della fattura un investitore finanziario professionale è certamente più ‘scomodo’ per un cliente, rispetto al suo fornitore abitudinario verso il quale può spendere un maggiore potere contrattuale.

L'*invoice trading* si presta bene anche a supportare il credito di filiera, in un’ottica strategica di lungo termine, come strumento di *supply chain finance* (si veda il Box 3.2).

Per quanto riguarda gli investitori, si tratta di soggetti con un grado di conoscenza finanziaria elevata, come fondi di credito e fondi chiusi. Molto spesso si tratta di investitori esteri, perchè - purtroppo - in Italia questa forma di investimento alternativo è poco conosciuta fra assicurazioni, casse di previdenza, fondi pensione. La crescita del mercato potrebbe però attirare presto l’attenzione anche di quei soggetti che normalmente prendono in considerazioni *ticket* di investimento non compatibili con la dimensione del mercato italiano dell’*invoice trading* fino ad ora. Al contrario degli altri comparti della finanza alternativa, dove l’Italia appare in ritardo, i volumi dell’*invoice trading* fanno del nostro Paese il mercato più importante dell’Europa continentale.

Il mercato della cessione delle fatture commerciali si presta poi ad operazioni di cartolarizzazione, con l’emissione di *asset backed securities* (ABS) che avranno come sottostante i crediti stessi e che possono teoricamente essere sottoscritte anche per piccole taglie. In Italia uno dei *player* più rappresentativi in questo ambito è Factor@Work: si tratta di una società italiana fondata nel 2016 che rileva fatture dalle piattaforme di *invoice trading* e le utilizza per creare titoli offerti a investitori istituzionali, con il vantaggio di diversificare il rischio su più crediti. Ad oggi Factor@Work ha acquistato e cartolarizzato ben 1.535 fatture da 5 portali per un importo erogato a 152 imprese che sfiora € 80 milioni.

Infine, l’ecosistema dell’*invoice trading* si va popolando di *startup fintech* che offrono servizi ancillari alle PMI interessate a utilizzare questa nuova opportunità di finanziamento. The Avantgarde Group è un contratto di rete costituito nel 2014 fra 4 imprese, dotato di soggettività giuridica e presieduto da Alessandro Zamboni, che ha dato vita a diversi progetti *fintech*. Fra questi evidenziamo Supply@Me Srl, che da qualche mese (con diversi contratti già perfezionati con aziende italiane), sta promuovendo un modello innovativo di *inventory financing* con l’utilizzo della tecnologia *blockchain* per ‘digitalizzare’ le rimanenze di magazzino delle imprese mediante la creazione di titoli digitali rappresentativi di merci.

Findynamic Srl ha ideato una piattaforma innovativa di *dynamic discounting*, senza cessione della fattura, in grado di ottimizzare i flussi finanziari e rafforzare la *supply chain*. Lo sconto è detto dinamico, poiché varia in base al numero di giorni di anticipo del pagamento. Solitamente più è anticipato il pagamento e maggiore è lo sconto. Grazie alla tecnologia si crea una comunicazione diretta fra il cliente e il fornitore, con il primo che si impegna a pagare in anticipo le fatture in cambio di uno sconto. Non esistono costi di intermediazione o di cessione delle fatture: si paga solo se si utilizza il servizio.

---

## 4. Direct lending



Il *direct lending* può essere definito a grandi linee come l'attività di erogazione diretta di finanziamenti da parte di soggetti non bancari, tipicamente fondi di investimento alternativi specializzati che forniscono prestiti a medio-lungo termine a PMI e grandi imprese finalizzati a progetti di crescita, ad acquisizioni o al rifinanziamento del credito. A livello mondiale si tratta di un comparto in continua crescita. Il mercato più sviluppato è indubbiamente quello statunitense, dove il processo di disintermediazione bancaria è iniziato già negli anni Ottanta, a seguito di cambiamenti normativi e politiche che hanno promosso un modello di finanziamento per le imprese basato sul mercato mobiliare. Secondo le stime di Ares Management<sup>1</sup>, nel 2017 il volume delle transazioni ha raggiunto negli USA quota \$ 365 miliardi. Stante una durata media di 2,5 anni, ciò corrisponde a un valore di mercato complessivo pari a \$ 910 miliardi. Anche a livello europeo i numeri cominciano ad essere di tutto rispetto: secondo le ultime analisi di Deloitte pubblicate nell'Alternative Lender Deal Tracker, nel primo trimestre del 2018 risultano conclusi 76 *deal* (di cui 27 nel Regno Unito, 20 in Francia e 8 in Germania), in lieve calo (-7%) rispetto a quanto registrato nello stesso periodo del 2017, ma complessivamente in aumento del 22% su base annua. Tra il primo trimestre del 2017 e il primo trimestre del 2018 sono state concluse 358 operazioni, contro le 283 dei dodici mesi precedenti.

In Italia il mercato è ancora agli albori, e al momento la più ampia attività di *private debt* si concentra su *mini-bond* (si veda il Capitolo 1). Diversi fondi pronti ad erogare credito sono ai nastri di partenza, così come iniziano ad affacciarsi sul mercato *player* specializzati in determinati comparti. Questo ritardo è legato in parte ad alcuni dubbi di natura regolamentare sulla effettiva possibilità di erogazione diretta di credito, dubbi che sono stati fugati solo recentemente.

### La regolamentazione in Italia

Il *direct lending* è stato introdotto a pieno titolo in Italia con il D.L. 18/2016 che riporta "misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio". Nello specifico, all'articolo 17, vengono indicate le modalità operative per la concessione di prestiti da parte dei Fondi di Investimento Alternativi (FIA) italiani ed esteri.

Già nel 2014 il legislatore aveva ampliato la classe di soggetti abilitati a concedere finanziamenti alle imprese (specie se di piccola e media dimensione) intervenendo sulla riserva in favore delle banche e degli intermediari finanziari come stabilito dall'art. 106 del Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB). Il 'Decreto Competitività' 91/2014 (convertito dalla Legge 116/2014) aveva esteso la possibilità di erogare direttamente prestiti ad assicurazioni e veicoli di cartolarizzazione, e mostrato una prima apertura nei confronti dei fondi comuni di investimento modificando la definizione di organismi di investimento collettivo (OICR) contenuta nell'art. 1 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), includendo tra gli investimenti in crediti "quelli a valere sul patrimonio". La mancanza di disposizioni che definissero i contorni operativi dell'attività degli OICR aveva tuttavia portato a dubbi sull'effettiva possibilità di concessione diretta di finanziamenti (ferma restando la possibilità di svolgere attività di acquisto crediti), dubbi su cui ha fatto chiarezza il decreto 18/2016

<sup>1</sup> Si veda lo studio "Opportunities in Global Direct Lending. A Historical and Prospective View of the U.S. and European Markets", aprile 2018.

precisando che i crediti a valere sul patrimonio dovranno essere erogati solo a favore di soggetti diversi dai consumatori.

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

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

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

### **Gli investitori e le operazioni censite nelle PMI**

Le informazioni relative alle operazioni di *direct lending* non sono facilmente reperibili, se non attraverso la collaborazione degli investitori. Peraltro, come indicato nelle righe precedenti, il mercato in Italia è ancora ai nastri di partenza. A rendere ancora più difficile la raccolta dei dati è il fatto che nei primi mesi di attività dei fondi - data anche l'incertezza normativa - frequentemente le operazioni di *direct lending* erano organizzate in sindacato con istituti bancari, che erogavano il finanziamento alle imprese, salvo poi cederlo ai fondi stessi. Questa strategia è stata seguita da Antares AZ I (istituito da Azimut Libera Impresa SGR) con un'operazione all'attivo e da Muzinich.

Risultano avere portato a termine prestiti diretti ad imprese italiane una serie di investitori nazionali ed internazionali: Emisys, Green Arrow Capital SGR (dopo aver acquisito Quadrivio Capital SGR), Hedge Invest SGR, Idinvest, Pricoa, RiverRock, Tikehau (con ben 8 operazioni all'attivo). In totale le operazioni censite dalla ricerca sono 25, per un controvalore complessivo di € 311 milioni. In gran parte si tratta però o di operazioni finalizzate a finanziare acquisizioni (come nel caso del *buyout* di Golden Goose Deluxe Brand da parte di Carlyle, co-finanziato a leva da Green Arrow Capital) o di finanziamenti ad aziende non classificabili come PMI perchè non rispettano i parametri dettati dall'Unione Europea, vuoi per valori di fatturato e totale attivo troppo elevati, vuoi per l'appartenenza a gruppi di imprese.

Nella Tabella 4.1 abbiamo raccolto le operazioni di *direct lending* che è stato possibile censire, a favore di PMI italiane. L'impressione è che al momento il *direct lending* abbia privilegiato imprese di maggiore dimensione, con *ticket* d'investimento significativi, rispetto a quanto accade per i *mini-bond*, che invece si vanno configurando come prodotti più standardizzati. Le operazioni di *direct lending* al contrario risultano essere molto customizzate e costruite specificatamente sulle esigenze delle controparti; le clausole contrattuali sono più sofisticate e frequentemente il finanziamento è solo un elemento di operazioni più complesse che coinvolgono diversi attori e diversi strumenti di capitale.

| Impresa                   | Finanziatore                                  | Importo     | Note                                     |
|---------------------------|---|-------------|--|
| Alcea SpA                 | Hedge Invest SGR<br>(HI Crescitalia PMI Fund) | € 2 milioni | Scadenza 2023, <i>amortizing, senior</i> |
| United Brands Company SpA | Hedge Invest SGR<br>(HI Crescitalia PMI Fund) | € 3 milioni | Scadenza 2022, <i>amortizing, senior</i> |

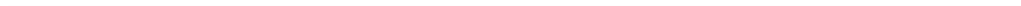
**Tabella 4.1**

Le operazioni di *direct lending* censite in Italia alla data del 30 giugno 2018 a favore di PMI

La nostra stima, proiettata sulle operazioni *undisclosed*, è che fino al 30 giugno 2018 il *direct lending* abbia contribuito alla finanza alternativa delle PMI italiane per € 20 milioni. È ancora molto presto per analizzare come si posiziona questa alternativa di credito rispetto alle altre opportunità. Le opportunità di crescita del *direct lending* in Italia sono però rilevanti. Sono diverse le iniziative di fondi attualmente in raccolta, che potrebbero diventare operativi nel 2019: Dea Private Debt, HIG Whitehorse, Main Capital Fund I, Quaestio Private Markets Funds European Private Debt, Springgrowth SGR (acquisita nel 2018 da Muzinich).

Va pure ricordato che il Fondo di Investimento Italiano dal 2014 ha costituito il 'Fondo di Fondi di Private Debt' che ad oggi ha investito in 9 iniziative, con una decima in corso di finalizzazione. Alcuni di questi fondi investono in operazioni di *direct lending*, che peraltro possono ottenere il beneficio della garanzia parziale da parte del Fondo di Garanzia, il fondo centrale costituito dal Ministero dello Sviluppo Economico per favorire l'accesso al credito delle PMI.

Probabilmente, come è accaduto per i *mini-bond* nel 2013 e nel 2014, occorre aspettare che i processi siano meglio ingegnerizzati per avvicinare le PMI al mondo del *direct lending*.



## 5. ICOs e *token offerings*

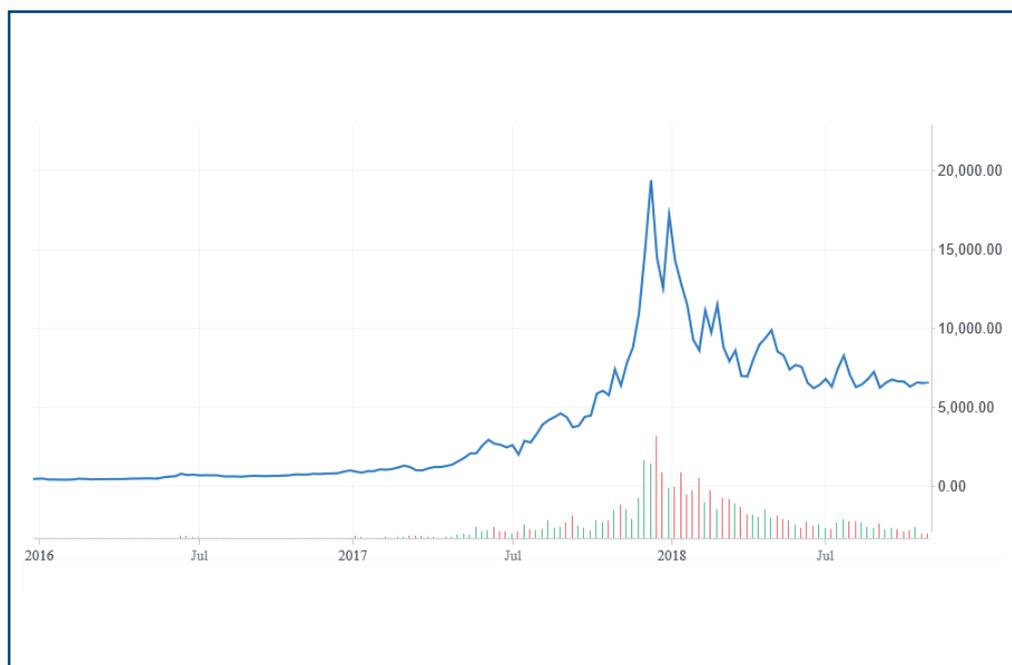


Il Fintech esemplifica a pieno titolo il potere *'disruptive'* dell'innovazione, coniugando il mondo della finanza con quello della tecnologia. Grazie a Internet e alla digitalizzazione, negli ultimi anni si sono affacciati sul mercato nuovi attori e nuovi servizi che in prospettiva possono cambiare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

Una delle innovazioni più recenti nel mondo della finanza è stato il fenomeno delle criptovalute, ovvero di *'monete digitali'* come Bitcoin, Ripple, Ether, utilizzate dapprima come strumento di pagamento (e - nei fatti - di investimento rischioso, come testimonia l'andamento del tasso di cambio fra dollaro USA e Bitcoin in Figura 5.1) 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, rivolto ad un grande pubblico effettuato sfruttando la tecnologia della *blockchain*.

### **Blockchain e ICOs**

Una *blockchain* è fondamentalmente un registro distribuito in una rete che può memorizzare le transazioni tra due parti in modo sicuro, verificabile, immutabile e permanente aggiungendo ogni volta un *'blocco'* ad una catena di informazioni crittografate. Una volta scritti, i dati in un *'blocco'* non possono essere retroattivamente alterati senza che vengano modificati tutti i blocchi successivi ad esso e ciò, per la natura del protocollo e dello schema di validazione, necessiterebbe il consenso della maggioranza della rete. In pratica, se un utente volesse modificare un unico blocco all'interno di una *blockchain* dovrebbe possedere almeno il 51% della capacità computazionale della rete, che di fatto

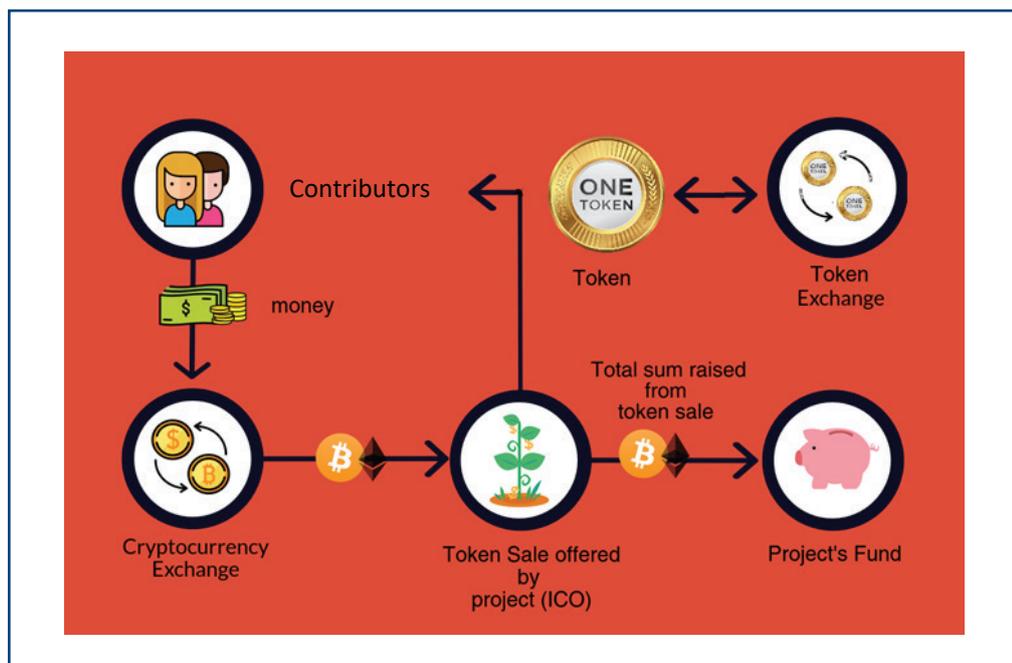


**Figura 5.1**

Il tasso di cambio fra dollaro americano e Bitcoin, dal 1 gennaio 2016 fino al 30 ottobre 2018.

Fonte: Coindesk

**Figura 5.2**  
 Schema delle fasi di una  
 Initial Coin Offering



rende irrisorie le probabilità di successo nell'operazione. Ciò non vuole dire che una *blockchain* sia sempre sicura al 100%, perchè alcuni episodi di frode sono pure avvenuti, laddove gli *hacker* hanno individuato delle 'falle' nel sistema.

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

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

- 1) non c'è bisogno di una piattaforma abilitante, che seleziona le campagne da pubblicare scartando quelle meno affidabili;
- 2) grazie alla peculiarità della tecnologia *blockchain* in termini di sicurezza, garantita dalla crittografia distribuita, non c'è bisogno di un ente terzo che processi il pagamento (una carta di credito, una banca che gestisca il bonifico...) con ciò disintermediando totalmente i sistemi di pagamento tradizionale, con vantaggi (costi ridotti) e svantaggi connessi (riferiti ad esempio alle procedure anti-riciclaggio).

La Figura 5.2 mostra le diverse fasi di una ICO. Il *team* di progetto offre sul mercato virtuale dei 'token' che possono essere acquistati in cambio di pagamenti in criptovalute (a volte anche in valute tradizionali). Tutte le informazioni riguardo l'offerta sono contenute in un documento denominato 'white paper', creato dai proponenti e non approvato da alcuna autorità di mercato o soggetto terzo. Nel documento vengono descritte, con maggiore o minore dettaglio, tutte le informazioni utili ad un potenziale contributore per valutare il progetto, gli obiettivi da realizzare con il denaro e la qualità del *team* proponente. Esattamente come in un progetto di *crowdfunding*, l'offerta può prevedere un *target* minimo (*soft cap*) e massimo (*hard cap*) per la raccolta.

I *token* possono essere utilizzati dai contributori in tanti possibili modi. Alcune volte danno diritto semplicemente a far parte della *community* legata al progetto, senza alcuni vantaggi economici particolari. Altre volte possono dare diritto all'utilizzo di un prodotto o di un servizio (come nel caso del *reward-based crowdfunding*) come potrebbe essere

un *software*, un videogioco, un servizio in *cloud*. Teoricamente potrebbero dare diritto a ricevere anche un vantaggio di natura finanziaria, 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 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, perchè non vi è nessuna garanzia particolare sugli impegni dichiarati nel '*white paper*', nè 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. Già in giro per il mondo si sono scoperti casi di offerte evidentemente truffaldine (che presentavano profili di persone inesistenti, o millantavano meriti falsi) piuttosto che casi di progetti spariti nel nulla dopo la raccolta.

## La regolamentazione

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

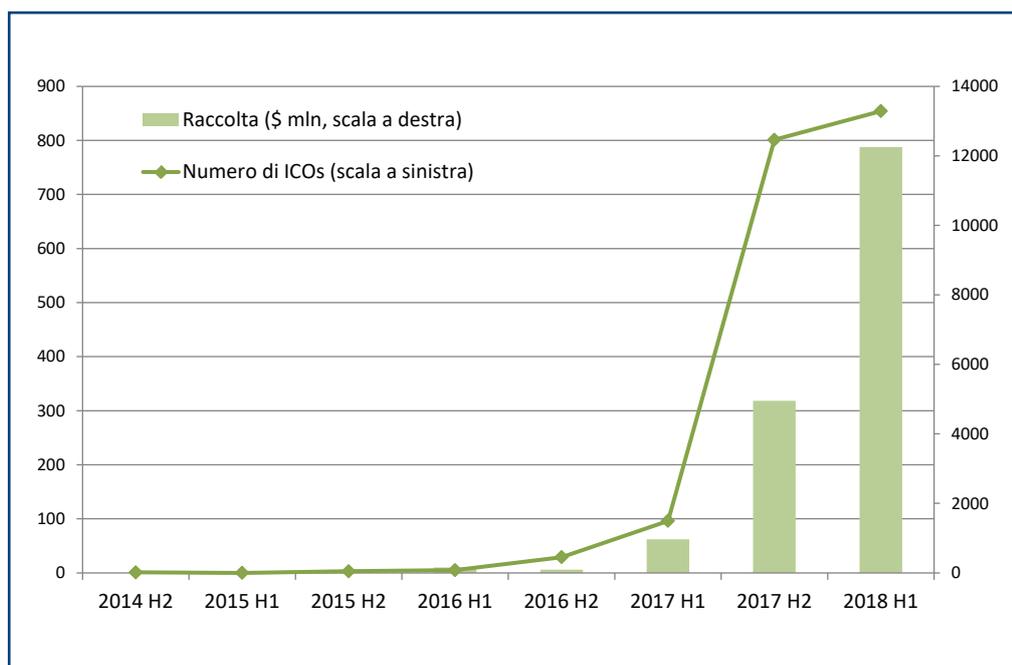
Negli Stati Uniti, la SEC (Security Exchange Commission) ha sanzionato alcune ICOs perchè chiaramente in contrasto con la normativa sul collocamento di attività finanziarie. In Cina e in Corea del Sud le ICOs sono state vietate. Altri Paesi come Svizzera e Singapore hanno mostrato un approccio più favorevole, anche per attrarre *startup fintech* sul territorio. Il Parlamento Europeo sta esaminando un possibile progetto di regolamentazione delle ICOs e quindi nel frattempo sono consentite solo offerte che non si configurano come investimento finanziario. Il 13 novembre 2017 l'ESMA (European Securities and Market Authority) ha assunto una posizione di attenzione nei confronti delle ICOs, dichiarando che rappresentano un rischio rilevante per i contribuenti. Sulla stessa linea sono intervenute le autorità canadesi e australiane.

L'Italia, in attesa delle norme UE, non ha ancora inquadrato il fenomeno della ICOs in una disciplina specifica ma il 2 febbraio 2018 le autorità governative hanno prospettato le modalità con cui 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 poi risposto ad un interpello chiarendo che ai *token* si applica lo stesso trattamento fiscale dei *voucher*, se utilizzati per ottenere un prodotto o un servizio; l'IVA è quindi dovuta non al momento della sottoscrizione, ma al momento del successivo utilizzo, così come l'introito per l'azienda è imponibile come reddito non al momento dell'ICO ma quando i diritti connessi al *token* verranno esercitati. È stato precisato che anche le operazioni di cambio fra Euro e criptovalute non sono rilevanti ai fini IVA.

Figura 5.3

Le Initial Coin Offerings su Internet: flusso del numero di operazioni e della raccolta (in USD) fino al 30/6/2018 a livello mondiale.

Fonte: elaborazione Politecnico di Milano



Peraltro, come si vedrà nei paragrafi successivi, le aziende e i *team* italiani che hanno sperimentato il canale di raccolta di una ICO finora hanno preferito appoggiarsi su giurisdizioni estere.

### Lo sviluppo del mercato mondiale

Il 2017 ha visto una crescita esponenziale nel numero di ICOs a livello mondiale e nel volume di raccolta, confermata nel 2018 e solo parzialmente rallentata dall'andamento sfavorevole dei tassi di cambio delle criptovalute rispetto al dollaro durante i primi mesi dell'anno (si veda ancora la Figura 5.1) e dalla crescente attenzione delle autorità pubbliche.

Come evidenzia la Figura 5.3 che riporta i dati raccolti presso il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano, il mercato è stato praticamente inesistente fino al 2016, anno in cui si sono registrate 34 operazioni, con poco meno di \$ 200 milioni raccolti. Nel 2017 sono state censite a livello mondiale 897 operazioni, con un controvalore di raccolta pari a circa \$ 6 miliardi. Nel solo primo semestre 2018 sono state individuate 854 ICOs che hanno raccolto \$ 12,25 miliardi.

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

Un'altra ICO di successo è sicuramente quella di SingularityNet, piattaforma di servizi riguardanti l'intelligenza artificiale, che in 60 secondi è riuscita a raccogliere ben \$ 36 milioni. Da sottolineare che un italiano, Simone Giacomelli, è il co-fondatore del progetto.

### Le ICOs promosse da imprenditori italiani

Non è facile stimare il flusso di risorse raccolte finora da imprese italiane attraverso le Initial Coin Offerings. Come detto, infatti, il più delle volte le campagne di raccolta vengono organizzate da *team* composti da persone fisiche, non sempre provenienti dallo

stesso Paese, in assenza di un veicolo societario già esistente e con riferimenti incerti ad una giurisdizione specifica (che quasi mai è quella italiana). Abbiamo quindi adottato la metodologia di selezionare le ICOs concluse con successo in cui almeno il 50% del *team* proponente è composto da italiani, o dove il beneficiario è una società che fa parte di un gruppo con sede principale in Italia. Poichè molte campagne sono state realizzate negli ultimi 20 mesi, può essere che nella fase del ciclo di vita del progetto non si sia ancora arrivati alla costituzione di una società (e magari ciò non è affatto previsto). Siamo però convinti che questa metodologia possa dare un'idea del potenziale del mercato, in questa fase.

La Tabella 5.1 elenca quindi le ICOs individuate secondo il criterio precedente. In totale si tratta di 16 progetti, che hanno raccolto secondo quanto dichiarato \$ 28,5 milioni nel 2017 e \$ 121,3 milioni nel 2018. Si tratta di cifre ragguardevoli rispetto alla dimensione del mercato italiano della finanza alternativa documentato in questo quaderno, comparabili per ordine di grandezza all'intera dimensione del mercato del *venture capital* nazionale. Va poi ricordato che alle campagne di successo individuate si sommano quelle concluse senza raggiungere il *target* (ne sono state individuate 5).

| Progetto              | Settore               | Data di avvio | Raccolta dichiarata |
|-----------------------|-----------------------|---------------|---------------------|
| CryptoForecast        | Servizi finanziari    | 15/04/2017    | \$ 193.984          |
| Eidoo                 | Blockchain            | 04/10/2017    | \$ 27.676.992       |
| Kapu                  | Blockchain            | 16/09/2017    | \$ 657.658          |
| AidCoin               | Beneficienza          | 16/01/2018    | \$ 15.854.305       |
| CoinCrowd             | Finanza               | 07/01/2018    | \$ 400.000          |
| Local World Forwardes | Logistica             | 23/01/2018    | \$ 4.700.952        |
| 3D-Token              | Industria 4.0         | 18/12/2017    | \$ 11.892.381       |
| Epocum                | Piattaforma online    | 19/02/2018    | \$ 50.000           |
| Friendz               | Marketing             | 01/03/2018    | \$ 18.120.000       |
| PHI Token             | Servizi finanziari    | 08/03/2018    | \$ 3.800.000        |
| Thrive                | Marketing             | 10/03/2018    | \$ 26.000.000       |
| Ors                   | Smart contracts       | 14/05/2018    | \$ 14.000.000       |
| Ubitarplay            | Realtà virtuale       | 09/05/2018    | \$ 12.000.000       |
| Robo Advisor Coin     | Servizi finanziari    | 20/04/2018    | \$ 1.956.675        |
| ParkinGo.io           | Servizi di parcheggio | 19/06/2018    | Undisclosed         |
| Xriba                 | Accounting            | 07/06/2018    | \$ 12.600.000       |

**Tabella 5.1**

Le ICOs proposte da *team* e organizzazioni italiane fino al 30/6/2018.  
Fonte: elaborazione Politecnico di Milano

Si può notare che la tipologia dei progetti è molto variegata e non sempre di natura imprenditoriale.

La campagna che ha raccolto di più risulta essere Eidoo (più di \$ 27 milioni) che si propone di creare una piattaforma per la gestione dell'intera filiera delle criptovalute: raccolta di fondi, acquisto di beni e servizi, pagamenti. Al secondo posto con \$ 26 milioni c'è Thrive, progetto nato per diventare un mercato di pubblicità per le imprese in modo che queste ultime potessero indirizzare al meglio i propri sforzi di *marketing*. Il progetto ha sede a Malta. La piattaforma Friendz (\$ 18,1 milioni all'attivo) permette a chi usa i *social media* di ottenere pagamenti in cambio di pubblicità. Il progetto AidCoin (\$ 15,8 milioni raccolti) propone una piattaforma che punta a rendere tracciabili le donazioni e i contributi per il *social impact finance* attraverso la tecnologia *blockchain*.

Da *alumni* e ricercatori del Politecnico di Torino arrivano ben 2 ICOs. 3D-Token è un progetto creato dalla società italiana Politronica Srl, nata nel 2008 per iniziativa di un gruppo di ricercatori universitari. Si pone come obiettivo quello di connettere 3.000 stampanti 3D attraverso un *network* basato su *blockchain* per raggiungere 22 milioni di ore annuali di lavoro disponibili ("Network Robots Workforce"). Il *token* (3D-Token, 3DT) collocato durante l'ICO serve proprio ad acquistare ore di lavoro delle stampanti. Ubitar è una tecnologia sviluppata in Silicon Valley da ingegneri del Politecnico di

Torino grazie alla quale è possibile raggiungere virtualmente qualsiasi luogo, per mezzo di un'altra persona (un Avatar) presente in loco, interagendo e comandando l'Avatar attraverso l'applicazione Ubiatarplay. La tecnologia, secondo le intenzioni, potrebbe essere utilizzata in svariati settori, partendo dal *gaming* fino alle attività produttive o ai servizi della Pubblica Amministrazione. L'ICO, gestita da un veicolo a Lugano, ha raccolto \$ 12 milioni di dollari utilizzati principalmente per migliorare la tecnologia e per pubblicizzare il progetto. La piattaforma è già funzionante e può essere utilizzata attraverso i *token*.

**Box 5.1**

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

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

L'Osservatorio Fintech & Insurtech, nato nel 2015 sotto la guida dei professori Marco Giorgino e Filippo Renga, è il punto di riferimento costante per l'innovazione digitale all'interno dell'ecosistema finanziario e assicurativo italiano. Nell'edizione 2018, che si concluderà con il convegno dell'11 dicembre 2018, la ricerca si è focalizzata sui seguenti temi: il livello di digitalizzazione delle banche e delle assicurazioni italiane; gli strumenti a supporto dell'Open Finance Journey; la competizione allargata; i modelli di *business* delle *startup* Fintech, Insurtech e Regtech; l'impatto della PSD2 sul sistema bancario e l'approccio adottato dalle banche; la definizione di Regtech e degli attori che si affacciano in questo mercato; le strategie di BigTech e attori di altri mercati che stanno entrando nel settore bancario; i nuovi modelli di *business* in digitale e i Robo Advisor nell'Asset e Wealth Management; l'utilizzo e la conoscenza dei servizi Fintech da parte degli italiani; i servizi digitali offerti alle PMI dalle banche italiane ed europee e i bisogni finanziari delle PMI italiane; la quantificazione dell'utilizzo dei canali bancari innovativi in Italia; lo stato dell'arte della *blockchain* in ambito Finance e Insurance.

L'Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger, nato nel 2018, è volto a studiare il fenomeno *blockchain*, i sistemi di Distributed Ledger (sistemi che permettono ai nodi di una rete di raggiungere il consenso sulle modifiche di un registro distribuito in assenza di un ente centrale) e, più in generale, 'l'Internet of Value' (ossia le reti digitali di nodi che trasferiscono *asset* digitali, in assenza di fiducia, attraverso un sistema di algoritmi e regole crittografiche che permette di raggiungere il consenso sulle modifiche di un registro distribuito). Il tema della *blockchain* sta raccogliendo molto interesse a livello globale e sta animando dibattiti sulle opportunità che può generare per le aziende. L'Osservatorio si pone l'obiettivo di produrre conoscenza e far ordine e chiarezza su questi temi, contribuendo al corretto sviluppo del mercato italiano e creando occasioni di incontro e confronto tra i principali attori attivi sul tema.

Nell'edizione 2018 sono stati portati avanti i seguenti filoni di ricerca (6 trasversali e 3 verticali per settore): definizioni e caratteristiche (analizzare le definizioni presenti in letteratura al fine di consolidare una tassonomia comune sui temi *blockchain* e *distributed ledger*; individuare le caratteristiche delle varie soluzioni e quindi le condizioni per cui ha valore applicare queste soluzioni); ambiti applicativi (censire gli ambiti applicativi e i progetti sviluppati dalle aziende nazionali e internazionali per definire gli *use case* più interessanti e promettenti; investimenti (quantificare il livello di interesse e gli investimenti in *blockchain* e *distributed ledger* da parte delle principali aziende nazionali); *startup* e direttrici di innovazione (analizzare le *startup* più interessanti e le ICO nazionali e internazionali per delineare le direttrici di innovazione); tecnologia, sicurezza e *privacy* (mappare le diverse configurazioni di *blockchain* e *distributed ledger* e confrontarle per aspetti tecnologici, di sicurezza e di *privacy*); regolamentazione (studiare come la normativa regola tali soluzioni e attivare un confronto costruttivo con le Autorità). Per il 2018, sono stati definiti tre filoni di ricerca verticali, ossia specifici per settore/ambito di applicazione: tracciabilità di prodotto lungo la filiera, *smart contract* e pagamenti, gestione dell'identità. Per ciascun filone verticale viene svolto un approfondimento per identificare i punti di forza e di debolezza delle varie soluzioni *blockchain* e *distributed ledger* nell'ambito, comprendere l'approccio dei vari attori nazionali e internazionali verso questi temi, individuare i benefici di queste soluzioni rispetto ai sistemi tradizionali.

Info: Osservatorio Fintech e Insurtech

[www.osservatori.net/it\\_it/osservatori/fintech-insurtech](http://www.osservatori.net/it_it/osservatori/fintech-insurtech)

Osservatorio Blockchain & Distributed Ledger

[www.osservatori.net/it\\_it/osservatori/blockchain-distributed-ledger](http://www.osservatori.net/it_it/osservatori/blockchain-distributed-ledger)

Altre idee interessanti sono l'ICO del gruppo Ors, volta al lancio di un nuovo paradigma di contratti regolati sulla *blockchain* (Hypersmart contracts), e la piattaforma Xriba che permette di registrare le transazioni avvenute in criptovaluta automaticamente in moneta tradizionale aumentando la trasparenza degli investimenti.

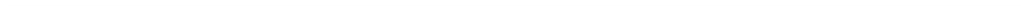
Forse il progetto più interessante per i fini della ricerca è Parkingo.io, l'ICO organizzata da ParkinGO International SA, società fondata nel 2018 con sede a Chiasso (Svizzera). L'offerta era relativa al collocamento dei GOToken, *token* digitali utili per ottenere sconti nei servizi, accesso prioritario ai parcheggi ParkinGo, *gadget*.

L'ICO è partita nel giugno 2018, dopo una prevendita riservata ad alcuni *partner* strategici. La disponibilità totale era di 100 milioni di *token* generati, di cui 35 milioni sono stati oggetto dell'ICO; la parte rimanente è stata tenuta a disposizione per esigenze di finanziamento future, per programmi di incentivazione interni, per ricompensare i consulenti dell'operazione e per riserve di liquidità, come si legge nel *white paper*. I *token* sono stati offerti al prezzo unitario di \$ 0,75, scambiabili sulla piattaforma Bitfinex. L'obiettivo minimo era una raccolta di \$ 2 milioni e massima di \$ 12 milioni, ma il totale raccolto non è stato ancora comunicato pubblicamente.

Nell'occasione è stata sviluppata una *blockchain* privata, la GOTnet, per assegnare i *token* ai clienti quando lasciano un *feedback* sul servizio e ai parcheggi affiliati e ai dipendenti se il *feedback* è positivo.

ParkinGO viene fondata da Giuliano Rovelli nel 1995 con l'apertura di un parcheggio privato all'aeroporto di Milano Malpensa e in breve tempo si espande in altre regioni e in altri Paesi, come gestore diretto o in *franchising*. Nel 2013 l'attività si apre ai parcheggi portuali e due anni dopo viene acquisito il *network* FastParking. Nel 2017 viene lanciato il progetto di *car sharing* P2P GetMyCar. Oggi ParkinGO è presente in 55 siti in Europa e in media 2,5 milioni di clienti utilizzano i suoi servizi ogni anno. I programmi futuri prevedono l'espansione in Nord America e Sud America e l'adozione massiccia della tecnologia *blockchain* nei processi aziendali per migliorare il servizio al cliente e puntare a diventare un *player* a 360 gradi nella mobilità.

La società italiana ParkinGO Group Srl, da bilancio depositato, ha chiuso il 2017 con un valore della produzione di € 4,1 milioni.



---

## 6. *Private equity e venture capital*



Il *private equity* è un'attività finanziaria attraverso la quale un investitore professionale rileva quote del capitale di rischio di un'impresa tipicamente non quotata in Borsa. Questo può avvenire mediante due modalità: acquisendo azioni esistenti dai suoi soci (*buyout*) oppure sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando capitali 'freschi' all'interno della società *target*.

In questo capitolo descriviamo lo sviluppo di questo mercato in Italia, a sostegno soprattutto delle PMI. Quale importante opportunità di *exit* per un investimento nel *private equity*, dedichiamo anche spazio al tema della quotazione in Borsa, focalizzando l'attenzione soprattutto sul listino pensato per le piccole e medie aziende, AIM Italia.

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

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

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

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

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

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

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

Come precisato, il principale obiettivo degli investitori è quello di ottenere un *capital gain*, ma esistono tipologie di *player* mossi anche da altri obiettivi. Diversi grandi gruppi industriali (alcuni esempi in Italia sono Enel, Unicredit, TIM) investono risorse finanziarie a sostegno di attività di *private equity* e *venture capital* anche per maturare opzioni

<sup>1</sup> 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

reali sulle innovazioni generate, o per creare sinergie con le proprie attività (*corporate venture capital*). Esistono poi soggetti pubblici (come ad esempio in Italia il Fondo Italiano di Investimento e le finanziarie regionali) che stanziavano risorse per gli investimenti, direttamente o tramite fondi di fondi, con l'obiettivo di creare innovazione, posti di lavoro, nuove imprese. La letteratura accademica<sup>1</sup> mostra una relazione positiva fra vivacità dell'industria del *venture capital* e del *private equity* e crescita economica.

Dal punto di vista di una PMI, l'opportunità di avere supporto da investitori professionali nel capitale di rischio è rilevante per molteplici ragioni. Innanzitutto, facendo ricorso ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, l'impresa è in grado di raccogliere capitale "paziente", che può essere utilizzato per sostenere piani di sviluppo, il rafforzamento della struttura finanziaria della società, acquisizioni aziendali, oppure per lo sviluppo di nuovi prodotti e nuove tecnologie. Il *private equity* risulta essere vantaggioso anche perché può essere utilizzato per la risoluzione di problemi connessi con la proprietà dell'impresa oppure con il fenomeno del passaggio generazionale. Per contro, gli investitori accettano di compartecipare al rischio dell'imprenditore, ma al fine di tutelare il proprio investimento chiedono la sottoscrizione di patti parasociali abbastanza complessi, che contengono numerose clausole quali diritti di veto, la sottoscrizione di classi di azioni con privilegio in caso di liquidazione dell'impresa, regole anti-diluizione, la nomina di propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione, diritti di *tag-along* e *drag-along*.

### 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 categoria, l'AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt). In questa sezione riportiamo tutte le statistiche elaborate da AIFI dal 2008 al primo semestre del 2018.

La Figura 6.1 riporta il flusso di investimenti totali, anno per anno, nonché il numero di operazioni condotte e di società investite. Si evidenzia una certa stabilità dei dati; negli ultimi cinque anni la media annuale delle operazioni registrate è pari a 330 mentre il numero medio delle imprese interessate ogni anno è pari a 260. Anche i dati parziali del primo semestre del 2018 confermano la stessa tendenza. Per quanto riguarda il controvalore annuale degli investimenti, si nota un valore anomalo nel 2016, legato ad alcune particolari operazioni di grande dimensione fatte da soggetti esteri. Al netto di questo evento eccezionale, l'ordine di grandezza degli investimenti annuali è intorno a € 4 miliardi. I comparti che hanno attratto più risorse nell'ultimo triennio sono l'ICT, i beni e servizi industriali e il medicale.

La Figura 6.2 focalizza sui segmenti del mercato più interessanti per questa ricerca, finalizzata a capire le opportunità di raccolta di capitale per le PMI.

Per quanto riguarda le risorse destinate a interventi di *early stage*, quindi tipicamente finalizzati al supporto di micro-imprese, vediamo una certa crescita a partire dal 2015, sia nel numero di operazioni (122 nel 2015, 128 nel 2016, 133 nel 2017 e ben 96 nel solo primo semestre del 2018) sia nel flusso di investimento (nel 2015 il valore è pari a € 74 milioni ed è arrivato a € 133 milioni nel 2017; fino a giugno 2018 sono stati registrati da AIFI € 96 milioni). Riteniamo che il risultato sia legato alla maggiore attenzione che i *policy maker* e gli operatori hanno riservato per questa fascia del mercato negli ultimi anni, in particolare con l'istituzione delle 'startup innovative' e dell' 'PMI innovative'.

Per quanto riguarda gli investimenti di *expansion*, finalizzati alla crescita tipicamente di imprese già avviate (fra cui sicuramente tante PMI) il *trend* appare invece meno favorevole. Nel 2017 sono state registrate 'solo' 45 operazioni, per un controvalore di € 338 milioni, mentre nei primi 6 mesi del 2018 abbiamo 24 *deal* per € 230 milioni. Si tratta quindi di un ambito che a nostro avviso dovrebbe essere al centro dell'attenzione per il futuro. È interessante anche osservare in Figura 6.2 il flusso delle operazioni di *turnaround*, dove il *target* è rappresentato da società *distressed* che necessitano di importanti ristrutturazioni manageriali, a causa di tensioni finanziarie o di difficoltà nel trovare clienti.

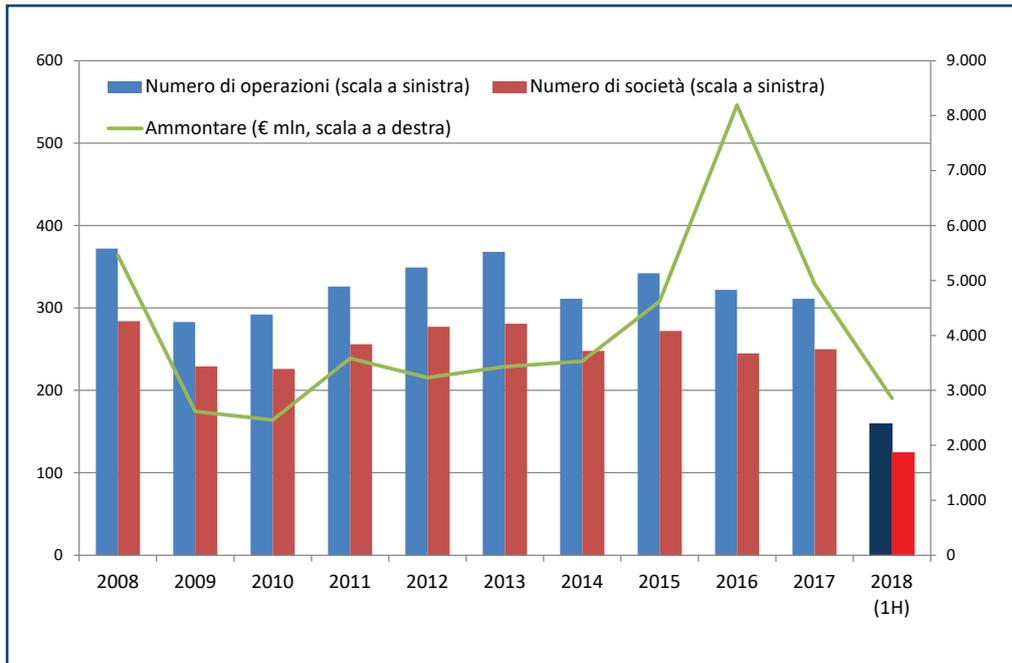


Figura 6.1

Gli investimenti annuali nel capitale di rischio: i dati italiani.

Fonte: AIFI

Pure questo è un comparto di interesse per le PMI, perchè è importante accompagnare le aziende in difficoltà, cercando di salvare posti di lavoro e di rilanciare l'attività futura. I dati mostrano poche operazioni all'anno registrate (10 nel 2017, 2 nel primo semestre 2018) con volumi di investimento contenuti, che ovviamente scontano un *badwill* rispetto alla criticità in cui versano le imprese interessate.

Rispetto alle modalità di *exit*, i dati di AIFI mostrano che il caso più frequente è la cessione ad un altro investitore; considerando gli anni dal 2008 ad oggi, in media il 40% delle operazioni si conclude con la vendita delle azioni ad un'impresa industriale e un altro 20% vede la cessione ad un investitore finanziario. Negli ultimi cinque anni è relativamente aumentata la frequenza della vendita ad altri fondi e soggetti finanziari, mentre è diminuito il coinvolgimento di soggetti *corporate*. L'8% degli investimenti, con un piccolo aumento negli ultimi 5 anni, termina con la quotazione in Borsa dell'impresa (IPO). Nel 18% dei casi si assiste ad un riscatto delle azioni da parte dell'imprenditore, o dei

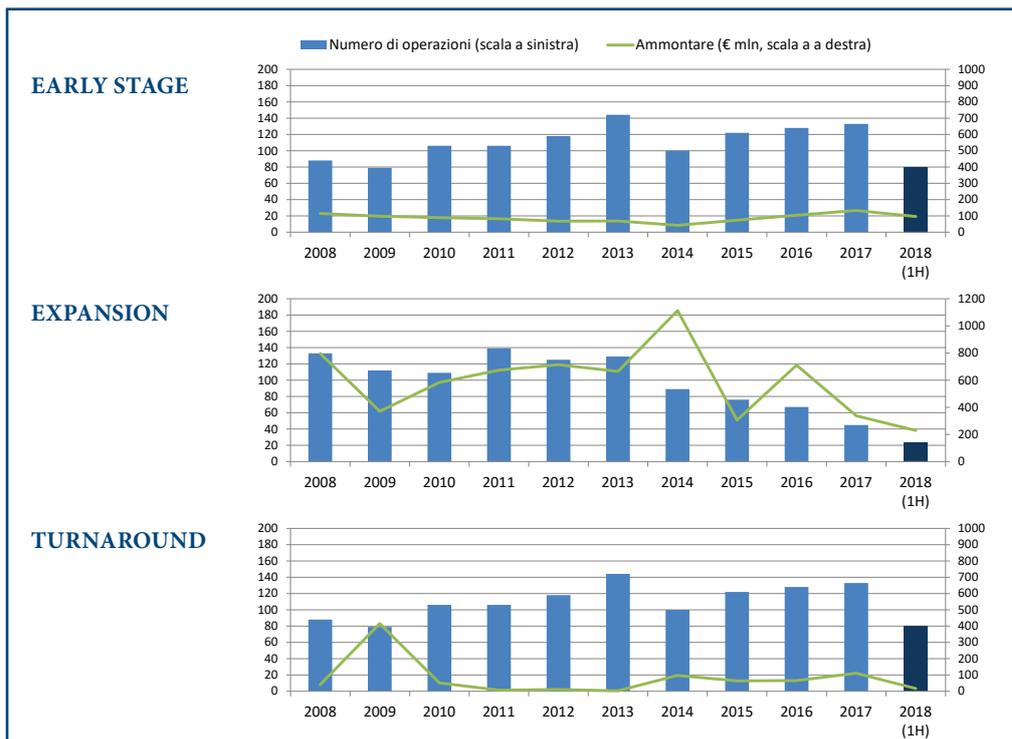


Figura 6.2

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

Fonte: AIFI

*manager* aziendali attraverso un *management buyout* (MBO). I *write-off*, contestuali al fallimento del progetto imprenditoriale e alla perdita di tutto l'investimento, avvengono nel 15% dei casi ma questa percentuale è stata abbastanza alta fino al 2011, a seguito dei nefasti effetti della crisi finanziaria sull'economia reale; se consideriamo i dati del 2017 e del primo semestre 2018 siamo intorno al 6%.

Sempre secondo i dati AIFI, i rendimenti medi annuali (*internal rate of return*, IRR) per gli investitori nel capitale di rischio ottenuti negli ultimi 5 anni (calcolati confrontando l'investimento iniziale con il valore di cessione al momento del disinvestimento) variano fra il 19,7% e il 12,5%, con un *trend* in leggera diminuzione.

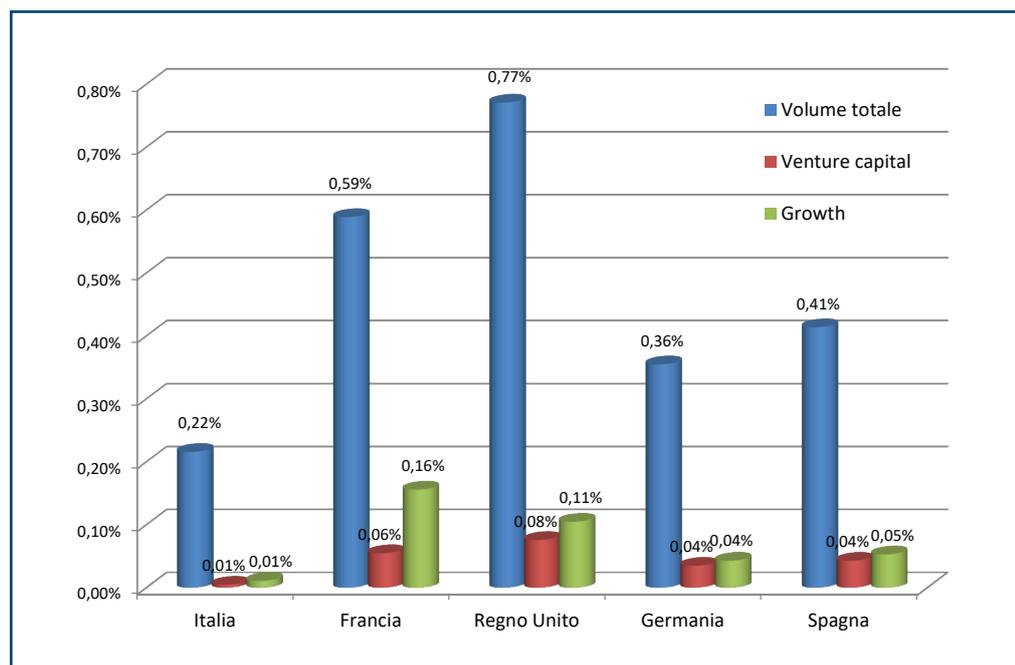
Dopo aver descritto la situazione del mercato italiano, appare opportuno confrontare la situazione con quanto accade all'estero in altri Paesi importanti dell'Unione Europea, senza scomodare gli Stati Uniti dove chiaramente gli investimenti sono molto maggiori. La Figura 6.3 evidenzia una situazione decisamente negativa per l'Italia, sulla base degli ultimi dati forniti da Invest Europe<sup>2</sup>, la federazione europea delle associazioni nazionali equivalenti ad AIFI. In Italia il volume annuale degli investimenti totali è pari allo 0,22%, praticamente la metà rispetto alla media di Germania, Francia e Spagna, e meno di un terzo rispetto al Regno Unito. Se focalizziamo solo sugli investimenti in *venture capital*, il divario si fa ancora più consistente. Se invece focalizziamo solo sugli investimenti in PMI finalizzati a supportare la crescita, il quadro non cambia e sotto alcuni aspetti è ancora più critico, visto che la Francia arriva a 0,16%.

In Italia serve davvero una 'rivoluzione copernicana' che sia in grado di moltiplicare l'ordine di grandezza degli investimenti a favore delle PMI. L'intervento pubblico può essere importante (ben vengano quindi le iniziative della Cassa Depositi e Prestiti che tramite Fondo Italiano d'Investimento SGR ha annunciato nel 2018 nuovi investimenti per € 200 milioni nel *venture capital* e nel *private equity*) ma occorre anche stimolare l'investimento dei privati, soprattutto stranieri, incrementando l'attrattiva del 'fare impresa' in Italia. L'introduzione degli Eltif (European Long Term Investment Funds) può essere un'opportunità interessante; si tratta di fondi destinati a investire in titoli emessi da PMI non quotate o quotate con capitalizzazione inferiore a € 500.000, su un orizzonte di almeno 7 anni.

### Le PMI italiane e la Borsa

La quotazione in Borsa è una delle modalità citate di *exit* dall'investimento nel capitale di rischio di una PMI. L'accesso al mercato borsistico è però un traguardo impegnativo

**Figura 6.3**  
 Gli investimenti annuali nel *private equity* e *venture capital* in rapporto al PIL: confronto fra Italia e altri Paesi UE.  
 Fonte: Invest Europe



**Box 6.1***I business angel in Italia*

Accanto agli investitori professionali del *private equity* e *venture capital* esiste una ‘galassia’ di piccoli investitori che a titolo personale supportano la crescita di *startup* e PMI (chiamati *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.

Secondo un’indagine presentata nel 2018 da IBAN, gli investimenti di *business angel* italiani in *startup* ammontano a € 26,6 milioni. Tale valore è stato calcolato attraverso una *survey* condotta con 229 investitori. Nell’82% dei casi le imprese finanziate si trovavano in fase di *start up*, nel 16% dei casi allo stadio *seed*, mentre solo nel 2% dei casi la fase è quella di *expansion*.

L’ammontare medio degli investimenti si è ridotto, da € 479.000 nel 2016 a € 227.000 nel 2017, mentre al contrario il numero delle operazioni è più che raddoppiato. Nonostante il 34% dei *business angel* abbia effettuato investimenti individualmente, la maggior parte (66%) ha preferito adottare logiche di co-investimento, *trend* sempre più diffuso per aumentare l’apporto finanziario riducendo contemporaneamente il rischio. La ricerca evidenzia che i *business angel* utilizzano anche i portali di *equity crowdfunding* per finalizzare gli investimenti. Fra l’altro alcune piattaforme, come 200 Crowd, propongono sempre più spesso campagne di raccolta ‘capitanate’ da uno o più *business angel*, che offrono alla folla di Internet l’opportunità di affiancarsi nell’investimento delegando gli *angel* a monitorare l’impresa.

Va notato che nel 2018 la Cassa Depositi e Prestiti ha annunciato una collaborazione con il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) finalizzato al lancio del fondo ‘Caravella’ che coinvestirà insieme ai *business angel* in *startup* italiane innovative e ad alto tasso di crescita.

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 2, esistono anche mercati borsistici non regolamentati, fra cui gli SME Growth Market, categoria cui appartiene il listino AIM Italia di Borsa Italiana, introdotto a Milano 10 anni fa sul modello dell’Alternative Investment Market di Londra.

AIM Italia dà la possibilità alle PMI di quotarsi con procedure più snelle rispetto a quelle richieste per il listino principale e a costi più bassi, mantenendo comunque un presidio per tutelare i piccoli risparmiatori. Questi ultimi possono infatti operare sul secondario, comprando e vendendo i titoli quotati sul listino, ma tipicamente non partecipano al collocamento in fase di quotazione, riservato a investitori professionali.

L’impresa che vuole quotarsi su AIM Italia è tenuta a nominare un NomAd (Nominated Advisor), scelto tra i soggetti iscritti nell’elenco di Borsa Italiana. Egli affianca l’emittente prestando la propria attività di consulenza e svolgendo alcune funzioni di controllo.

Con l’obiettivo di ‘allenare’ le PMI per l’ingresso a Piazza Affari, Borsa Italiana ha lanciato da qualche anno un programma di successo (ELITE) destinato a imprese con alto potenziale che vogliono accelerare la propria crescita attraverso un percorso di sviluppo organizzativo e manageriale volto ad incrementare la competitività e la visibilità verso gli investitori. Il programma ELITE offre alle aziende selezionate una piattaforma di

**Box 6.2**

 Caso aziendale  
di *private equity*

Tatuus Racing SpA è una PMI fondata nel 1980 da Gianfranco De Bellis e Artico Sandonà con sede a Monza, *leader* nella progettazione, produzione e vendita di telai per le monoposto da competizione. Nel 2017 l'impresa ha fatturato € 6,7 milioni e impiega 23 addetti.

Nel corso degli ultimi 15 anni, Tatuus Racing ha all'attivo più di 1.800 macchine da competizione, collaborando con i più importanti marchi del settore automobilistico tra cui Renault, Toyota, Honda, Abarth, Cosworth, Ford, Volkswagen e Mazda. Gran parte dei piloti di Formula 1, tra i quali Hamilton, Raikkonen, Massa e Ricciardo, hanno gareggiato su telai prodotti da Tatuus.

Nel 2017 la società ha visto l'ingresso nel capitale del fondo di *private equity* Wisequity IV gestito da Wise SGR, che oggi detiene il 70% del capitale.

L'obiettivo del *deal* è stato quello di continuare il percorso di internazionalizzazione dell'azienda, consolidando il posizionamento nelle categorie promozionali, anche attraverso ulteriori aggregazioni, come *partner* di riferimento di federazioni e *promoter*.

Il processo ha comportato la trasformazione della società da Srl a SpA e la modifica dello Statuto con l'introduzione di tre diverse categorie di azioni (quelle di tipo A sono possedute dal fondo di *private equity* e le azioni B e C sono riservate ai proprietari già esistenti) e di clausole specifiche sulla rappresentanza dei soci nel Consiglio di Amministrazione, sul diritto di prelazione, diritto di trascinarsi (*drag along*), di covendita (*tag along*).

A pochi mesi dall'accordo, la società ha acquisito tramite un aumento di capitale riservato il controllo di Autotecnica Motori Srl di Casalmaggiore (CR), società che progetta e realizza motori da competizione, con l'obiettivo di integrare le attività sfruttando sinergie e cooperazioni e costituire il gruppo Eccellenze Motorsport Italia.

strumenti e servizi per prepararsi al reperimento dei capitali e facilitando così la crescita e l'avvicinamento culturale delle imprese ai mercati finanziari. Ad oggi sono quasi 600 le aziende italiane che hanno partecipato o stanno partecipando al programma.

Alla fine di questo quaderno dedicato alla finanza alternativa per le PMI vale la pena dunque valutare la raccolta di capitale effettuata dalle società quotate su AIM Italia dal 2009 ad oggi; a tal fine la Tabella 6.1 riporta il numero di aziende quotate sul listino 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 già esistenti già detenuti dai soci).

**Tabella 6.1**

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

| Anno      | Numero di società quotate | 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 (1H) | 102                       | 9,60  | 1.134,20  | 37,20   |
| Totale    | -                         | 125,90  | 3.255,85  | 670,35  |

Come si vede, nell'arco di 10 anni AIM Italia è stato in grado di attirare più di 100 imprese a quotazione, che hanno raccolto circa € 3,38 miliardi di mezzi freschi (in gran parte da sottoscrizione di nuovi titoli al momento della quotazione, e solo in piccola parte da aumenti di capitale successivi, in cui presumibilmente gli imprenditori controllanti hanno svolto un ruolo rilevante). Il 2017 e in particolare il primo semestre 2018 hanno generato un contributo molto rilevante, superiore ai due terzi del totale. Peraltro nel computo sono considerate anche le SPAC (*special purpose acquisition companies*), ovvero

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

Gli obiettivi del Governo, come si evince dalla relazione illustrativa di accompagnamento al Disegno di Legge, erano quelli di offrire maggiori opportunità di rendimento alle famiglie, aumentare le opportunità delle imprese di ottenere risorse finanziarie per investimenti di lungo termine e favorire lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali.

Per poter beneficiare dell'esenzione di imposta concessa ai PIR, gli investitori devono essere persone fisiche residenti in Italia (maggiorescienze e non) e devono rispettare alcune condizioni:

- a. l'investimento non deve riguardare partecipazioni azionarie 'qualificate' e deve essere mantenuto per almeno 5 anni;
- b. non meno del 70% dell'investimento deve essere destinato (per almeno due terzi del periodo annuale) a strumenti finanziari emessi da imprese italiane o da imprese dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo con stabile organizzazione in Italia; di questa quota, non meno del 30% (quindi almeno il 21% del totale) deve essere investita in titoli che non appartengono all'indice FTSE MIB o ad indici comparabili di altri listini europei regolamentati;
- c. il flusso di investimento annuale per ogni singolo investitore non può essere superiore a € 30.000, con un totale cumulato nel tempo non superiore a € 150.000;
- d. gli strumenti finanziari di uno stesso emittente e la liquidità che lo compongono non sono superiori al 10% dell'investimento totale, per almeno due terzi dell'anno;
- e. è proibito l'investimento in strumenti finanziari emessi o stipulati con soggetti residenti in Paesi 'non collaborativi' rispetto allo scambio di informazioni.

In virtù del vincolo citato al punto b., era lecito immaginarsi che un significativo flusso di risorse finanziarie potesse indirizzarsi verso le PMI, quotate e non. Una ricerca condotta dal Politecnico di Milano in collaborazione con Intermonte SIM ha invece dimostrato che gran parte delle consistenti risorse mobilitate dai PIR (€ 10,9 miliardi nel solo 2017) sono affluite verso i fondi comuni di investimento, che le hanno investite quasi esclusivamente in titoli quotati, con un effetto significativo sui prezzi e volumi dei titoli quotati sui segmenti STAR, *mid cap* e *small cap* del listino principale, e su AIM Italia. Scarso è stato l'impatto sul mercato primario e sul flusso di raccolta, con l'eccezione di AIM Italia, come evidenziato nella Tabella 6.1. Praticamente nullo è stato l'impatto sulle forme di finanziamento alternativo che abbiamo trattato in questo quaderno di ricerca, che rappresentano *asset class* illiquide non appetibili per i fondi aperti PIR.

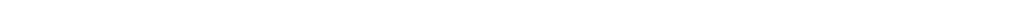
Per rilanciare il nobile obiettivo di far affluire risorse anche alle PMI non quotate occorre progettare i 'PIR 2.0' trovando il modo più equilibrato e sensato per fare leva anche sui risparmi dei cittadini, molti dei quali hanno sicuramente piacere a contribuire alla crescita dell'economia reale.

società di nuova costituzione che si quotano in Borsa raccogliendo capitale che verrà poi impiegato per l'acquisizione di società non quotate, quasi mai in aumento di capitale. Al netto di queste operazioni, la raccolta delle OPS scende da € 3.255,85 milioni a € 670,35 milioni, portando il totale complessivo (compresi gli aumenti di capitale) a € 796,25 e il parziale da gennaio 2017 a giugno 2018 a € 188,00 milioni, valori molto meno rilevanti rispetto a quanto si poteva sospettare.

Vale la pena ricordare che dal 2018 è attivo un credito d'imposta per le PMI che si quotano in Borsa, pari al 50% delle spese di consulenza sostenute, fino a un massimo di € 500.000 (la domanda va inoltrata entro il 31 marzo 2019).

### Box 6.3

I PIR: opportunità mancata per le PMI non quotate o solo rimandata?



---

# 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 alta consulenza, nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.

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

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

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

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

Nel 2017, la School of Management è la prima scuola italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei master Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System).

Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società esterne, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, il *venture capital*, le Initial Coin Offerings, gli investimenti ESG.

Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste una *concentration* specifica in Finance. Numerosi sono gli studenti laureati che occupano posizioni di prestigio in banche, società finanziarie, SIM, SGR e imprese private, in Italia e all'estero nelle maggiori piazze finanziarie.

Internet: [www.som.polimi.it](http://www.som.polimi.it)



---

# Il gruppo di lavoro e i sostenitori della ricerca

Gruppo di ricerca: Giancarlo Giudici (direttore scientifico), Fabio Alberto Bassan, Fabrizio Carnevali, Matteo Donzelli, Federico Fasolato, Lorenzo Fideli, Leonardo Isella, Lorenzo Latusi, Mattia Raggio, Luca Sorbelli, Claudio Tartaglia, Matteo Zuin.

Si ringraziano Massimo Bianchi e Francesca Bartoli di EPIC SIM per il contributo attivo alla ricerca.

*Per qualsiasi commento e richiesta di informazioni:*  
[info@osservatoriocrowdinvesting.it](mailto:info@osservatoriocrowdinvesting.it)

## **Partner**

- Epic SIM
- Mediocredito Trentino Alto Adige
- modefinance

## **Partner istituzionali**

- AIEC Associazione Italiana Equity Crowdfunding
- Consorzio Camerale per il Credito e la Finanza



Epic SIM  
[www.epic.it](http://www.epic.it)

Epic è la *private investment community* specializzata in economia reale, nata nel 2014 dall'individuazione di un *team* di *manager* con radicate esperienze nel campo della tecnologia applicata ai mercati finanziari, delle banche di investimento e della consulenza strategica.

Epic si propone come un *marketplace* che mette in contatto aziende di medie dimensioni e investitori in *equity* (azioni) o debito (obbligazioni convertibili, *mini-bond*, cambiali finanziarie) per singoli investimenti di valore medio compreso tra i 5 e i 50 milioni di euro.

Epic ha infatti realizzato la prima piattaforma *fintech* dove PMI ad alto potenziale possono presentare i loro progetti di crescita ad una platea selezionata di investitori istituzionali e privati qualificati. Gli investitori, a loro volta, hanno la possibilità di valutare le opportunità di investimento in modo trasparente, economico ed efficiente, grazie a una documentazione presentata in formato standardizzato e proveniente non solo dalle aziende, ma anche da realtà indipendenti, quali ad esempio agenzie di *rating* e società di analisi e ricerca. La piattaforma facilita il collegamento, il confronto e lo scambio di informazioni tra PMI e investitori, ma lascia autonomia di movimento: le aziende possono scegliere gli investitori con cui dialogare, gli investitori possono scegliere quale progetto analizzare ed eventualmente finanziare e con che importo. Una volta concluso l'investimento il servizio di Epic continua: nell'apposita area riservata gli investitori potranno rimanere in contatto con le imprese ed accedere agli aggiornamenti post-emissione (es. *corporate action*, valutazioni trimestrali, nuovi bilanci).

Epic è una società di intermediazione mobiliare (SIM) autorizzata e regolata da Consob e Banca d'Italia.



Mediocredito  
Trentino Alto Adige  
[www.mediocredito.it](http://www.mediocredito.it)

Mediocredito Trentino Alto Adige sostiene da oltre 60 anni lo sviluppo delle piccole e medie imprese con il credito a medio e lungo termine, la consulenza finanziaria, le operazioni di finanza straordinaria.

Si propone come Corporate e Investment Bank attraverso l'attività delle sei sedi operative di Trento, Bolzano, Treviso, Padova, Brescia e Bologna, per consigliare e assistere le aziende negli investimenti sia materiali che immateriali, come la ricerca e lo sviluppo, attingendo anche a fondi agevolati nazionali ed europei.

La banca può assumere, per i propri clienti, anche un ruolo di *partner* di capitale, e non solo di debito, con operazioni di intervento in quote di *equity* di minoranza, associate ad accordi parasociali con il socio di maggioranza, finalizzate a piani di sviluppo e ad eventuali successive quotazioni sul mercato dei capitali.

È specializzata nella finanza di progetto e di opere pubbliche, con un *desk* dedicato, per investimenti in energia rinnovabile ed infrastrutture.

Grazie alla competenza acquisita in operazioni di finanza straordinaria, Mediocredito opera nei ruoli di *advisor*, di *arranger* e di sottoscrittore di *mini-bond*, seguendo le società emittenti in tutti i necessari passaggi fino all'emissione del titolo.

Nel dettaglio offre alle aziende la consulenza finanziaria per la redazione dei *business plan*, fornisce il supporto legale per gli aspetti formali, normativi, per la predisposizione del Regolamento del prestito e garantisce la necessaria assistenza fino alla fase finale di emissione del titolo, che sottoscrive interamente o in parte insieme ad altri investitori istituzionali *partner*.

# modefinance

modefinance è un'azienda *fintech* nata nel polo di innovazione dell'Area Science Park di Trieste dall'intuizione di Mattia Ciprian e Valentino Pediroda: impiegare le discipline di Data Science per la realizzazione di modelli numerici per l'analisi, la previsione e la valutazione del rischio, sviluppando tecnologie volte a migliorare e semplificare la gestione finanziaria di imprese ed istituti finanziari.

Cuore della filosofia aziendale è l'integrazione di diverse competenze e discipline – dall'ingegneria alla fisica, dalla finanza all'Information Technology – come terreno fertile per le nuove idee e la loro realizzazione: modefinance ha fatto della ricerca la componente base del suo sviluppo.

Nel 2015 modefinance ha raggiunto il traguardo della registrazione ed autorizzazione dell'E-SMA, l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati, a operare come Agenzia di Rating *fintech* a livello Europeo. Grazie a tale certificazione, modefinance è perciò in grado di fornire i *rating* di tutte le aziende ed istituzioni finanziarie a livello globale, con i più alti livelli di *standard* valutativi.

Da sempre dedita all'integrazione tra modelli statistici, analisi e prevenzione dei rischi, ha sviluppato MORE, acronimo di Multi Objective Rating Evaluation, la metodologia per la valutazione del rischio di credito basata sull'integrazione di algoritmi multiobiettivo e specifiche capacità multi-disciplinari. MORE applica principi e teorie di diverse discipline (dall'Intelligenza Artificiale alla Big Data Analysis, dalla Fuzzy Logic alla Game Theory) all'interno di un modello di reti neurali, e analizza ogni società nelle sue diverse aree economico-finanziarie, restituendo una valutazione approfondita del suo grado di affidabilità.

modefinance

[www.modefinance.com](http://www.modefinance.com)





[www.osservatoriocrowdinvesting.it](http://www.osservatoriocrowdinvesting.it)  
[www.osservatoriomibond.it](http://www.osservatoriomibond.it)

PARTNER



modefinance

PARTNER  
ISTITUZIONALI



MEDIA  
PARTNER

