



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

**ACCESSO AL MERCATO DEI CAPITALI
PER LE PMI: IL CASO MAMACROWD**

**ACCESS TO CAPITAL MARKETS FOR
SMEs: THE MAMACROWD CASE**

Relatore: Chiar.mo
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Matteo Aguzzi

Anno Accademico 2023 – 2024

INDICE	
INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO 1 – LA TECNOLOGIA A SUPPORTO DELLA FINANZA, IL FENOMENO DEL FINTECH	6
1.1 – Introduzione	6
<i>1.1.1 – Definizione e tipologie di attività svolte</i>	6
<i>1.1.2 – Tecnologie impiegate</i>	12
<i>1.1.3 – Attività di controllo europee e normativa italiana</i>	15
1.2 – Diversificazione dell’offerta dei servizi nelle piattaforme	20
<i>1.2.1 – Gestione della tesoreria (finanziamenti a breve termine)</i>	20
<i>1.2.2 – Raccolta di debito e capitale</i>	24
<i>1.2.3 – Gestione delle informazioni</i>	28
1.3 – Il FinTech quale punto di partenza per la democratizzazione finanziaria	32
CAPITOLO 2 – CROWDFUNDING, STRUMENTO DI FINANZA ALTERNATIVA A SERVIZIO DELLE PMI	35
2.1 – La normativa sottostante il Crowdfunding	35
<i>2.1.1 – Lato gestori dei portali</i>	36
<i>2.1.2 – Lato imprese</i>	41
2.2 – Tipologie di Crowdfunding	43
<i>2.2.1 – Donation model</i>	43
<i>2.2.2 – Reward model</i>	45
<i>2.2.3 – Lending model</i>	48
<i>2.2.4 – Equity crowdfunding</i>	53
2.3 – Equity crowdfunding	54
<i>2.3.1 – Il mercato dell’equity crowdfunding in Italia</i>	54
<i>2.3.2 – Il mercato dell’equity crowdfunding in Europa</i>	60
CAPITOLO 3 – BORSA ITALIANA, OPPORTUNITA’ DI CRESCITA ATTRAVERSO SEGMENTI E PROGETTI RIVOLTI ALLE PMI	65

3.1 – Euronext Growth Milan	65
3.1.1 – <i>Incentivi fiscali e modifiche normative per le PMI</i>	65
3.1.2 – <i>Requisiti di ammissione</i>	68
3.1.3 – <i>Il mercato EGM</i>	72
3.2 – Progetto ELITE	77
3.2.1 – <i>Requisiti di ammissione e aspetti dimensionali</i>	77
3.2.2 – <i>Punti di forza del progetto</i>	79
3.3 – Mercato obbligazionario	84
3.3.1 – <i>ELITE Basket Bond</i>	84
3.3.2 – <i>ExtraMOT PRO³</i>	89
CAPITOLO 4 – MAMACROWD	93
4.1 – Literature Review su aspetti migliorativi del Crowdfunding	93
4.1.1 – <i>Lato piattaforme</i>	93
4.1.2 – <i>Lato imprese</i>	99
4.2 – Mamacrowd: struttura e operatività della piattaforma	102
4.2.1 – <i>Introduzione e struttura</i>	102
4.2.2 – <i>Aspetti operativi</i>	107
4.3 – Mamacrowd: scelte strategiche	112
CONCLUSIONE	119
BIBLIOGRAFIA	121
SITOGRAFIA	124

INTRODUZIONE

Il tessuto imprenditoriale italiano è composto principalmente da piccole e medie imprese (PMI) e, nel corso degli ultimi anni, si stanno facendo la loro strada anche le start-up, innovative e non. Queste tipologie di aziende hanno delle peculiarità che le distinguono fortemente rispetto alle aziende di grandi dimensioni, come fattori puramente dimensionali, quindi quantitativi, quali numero medio di dipendenti annui, il totale dell'attivo dello stato patrimoniale e l'ammontare del fatturato. Affianco a questi aspetti poi si hanno tutti quei particolari punti di forza e debolezza dei quali godono e soffrono le aziende di più piccole dimensioni.

In questa tesi si è voluti andare a vedere le cause principali per le quali una PMI o una start-up possano avere un rallentamento nella loro crescita o, nella peggiore delle ipotesi, portare anche al fallimento. Il problema principale riscontrato è la scarsa propensione al reperimento di capitale di rischio, con una forte preferenza nella direzione di quello di debito. Questo fenomeno può portare a diversi problemi, ovvero l'eccessivo indebitamento e la riduzione di investimenti in aree strategicamente essenziali per un'azienda innovativa, come per esempio l'area di ricerca e sviluppo, questo perché sono classificati come investimenti rischiosi che trovano difficilmente finanziatori.

Nel mercato dei capitali italiano per molti anni ci sono stati pochi interlocutori e modalità attraverso le quali le aziende potevano reperire capitale, sia di debito che di rischio. Però, nel corso degli ultimi anni, le nuove tecnologie hanno permesso la nascita di nuovi canali nei quali viene semplificato il processo di investimento e di incontro tra soggetti con interessi diversi, ovvero chi è in

surplus di capitale e, invece, chi ne è in deficit. Queste aziende che utilizzano il digitale e le nuove tecnologie per migliorare il mondo della finanza e del mercato dei capitali vengono racchiuse dentro la definizione di FinTech. Tra le varie novità e strumenti che hanno visto la luce negli anni, quello più rilevante per le piccole imprese è stato ed è tutt'ora quello del crowdfunding, ovvero un canale di finanziamento alternativo rispetto alle banche e agli altri intermediari finanziari tradizionali. La caratteristica principale ed innovativa di questo mezzo è la facilità con il quale aziende e investitori (retail, professionali e istituzionali) riescono a incontrarsi favorendo lo scambio di risorse, superando quei soggetti che storicamente detenevano il monopolio in questo tipo di mercato. Per approfondire questo strumento, grazie al contributo di Federico Rastelli e Roberto Martarelli, si è andati a guardare da vicino il funzionamento e l'operatività di Mamacrowd, principale piattaforma di equity crowdfunding in Italia.

Accanto al crowdfunding, per favorire la crescita delle PMI in Italia, anche le istituzioni più radicate e importanti riescono ad avere un occhio di riguardo verso il mondo delle imprese più piccole e giovani. Infatti, Borsa Italiana, attraverso vari segmenti e strumenti, riesce ad offrire la possibilità alle imprese più piccole di poter raccogliere capitale di rischio e crescere anche in vista di una possibile quotazione.

Nei seguenti capitoli quindi si andranno a vedere: le principali novità portate avanti dal fenomeno FinTech, i vantaggi e le possibilità date dal crowdfunding, insieme ad un focus sulla piattaforma Mamacrowd e, infine, delle opportunità fornite da Borsa Italiana.

CAPITOLO 1 – LA TECNOLOGIA A SUPPORTO DELLA FINANZA, IL FENOMENO DEL FINTECH

Questo capitolo andrà ad approfondire un aspetto rivoluzionario che sta alla base di tutte le considerazioni riguardanti l'accesso al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese, ossia il grande aiuto, sotto vari aspetti, che lo sviluppo e l'impiego della tecnologia hanno avuto nel liberare le PMI dalla dipendenza dai canali tradizionali di reperimento di capitale.

1.1 – Introduzione

1.1.1 – Definizione e tipologie di attività svolte

Il connubio tra finanza e tecnologia prende il nome di FinTech (Financial Technologies). Con questo nome vengono indicate quelle società che si impegnano, attraverso l'impiego delle nuove tecnologie, per creare soluzioni innovative per facilitare i processi e risolvere i problemi relativi all'ambito finanziario. Se lo si vuole vedere da un punto di vista evolutivo, l'impiego dei vari processi, prodotti e servizi finanziari preesistenti viene migliorato e sostenuto dalle nuove tecnologie, che vengono messe a supporto di tali processi, prodotti e servizi, così che possano essere messi a disposizione dei vari soggetti attraverso nuove modalità, risolvendo contestualmente vari problemi. Questi ultimi possono essere racchiusi sotto tre grandi macro categorie: spaziali, temporali e di costo. La limitazione data dalla distanza viene superata grazie alla facilità di poter raggiungere in qualsiasi luogo, attraverso la rete, ogni intermediario. Pensiamo per esempio al problema dato dalla presenza nelle città degli istituti di credito e dalla necessità, in alcuni casi, dell'aver per alcune PMI il proprio centro di produzione al di fuori dei centri abitati. L'impiego delle soluzioni online facilita così di molto l'incontro tra imprese e intermediari. Il

problema temporale viene risolto dalla grande velocità con cui vengono ora svolti i vari processi, come per esempio quello per l'acquisizione di un rating. Molte piattaforme di crowdfunding utilizzano processi per l'assegnazione di rating interamente gestiti da algoritmi, così da velocizzarli. Questi vantaggi hanno come conseguenza quello di abbassare inevitabilmente il costo di questi servizi, con la possibilità anche di vedere nel lungo periodo più player e start-up che entreranno in questo nuovo mercato (data la diminuzione delle barriere all'entrata).

Si può dire che le imprese FinTech non rappresentino un nuovo mercato slegato da quello già esistente dei vari soggetti che offrono prodotti e servizi finanziari, bensì una realtà che li affianca e che vede spesso anche unioni tra start-up e realtà consolidate, con una lunga storia alle spalle, come gli istituti bancari, che, rimodellando il proprio business per venire incontro alle nuove esigenze della domanda, trovano in queste collaborazioni molte soluzioni. Queste collaborazioni, in una visione più ampia, hanno la conseguenza di *“incrementare l'efficienza del settore finanziario e ad apportare benefici alle imprese, in quanto funzionali a facilitare l'accesso al credito e più in generale ad offrire soluzioni finanziarie sofisticate alle PMI”*¹.

Andando ora nello specifico, è possibile classificare le varie imprese FinTech secondo vari criteri, così da poter avere un'idea più chiara dei benefici e delle innovazioni apportati da questo fenomeno. Innanzitutto i settori toccati sono quello finanziario, bancario e assicurativo. Con la presenza nel mercato di grandi operatori che operano in tutti e tre i settori, oppure una combinazione di due, risulta ancora più necessario implementare le innovazioni così da snellire e facilitare l'erogazione dei vari servizi, spesso offerti a diversi tipi di clientela. Si

¹ Locatelli R., Schena C., 2022, “Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI”, FrancoAngeli, pag. 243

potrebbe andare a suddividere le aree di attività secondo una logica di imprese che hanno una natura FinTech, e che quindi svolgono attività di intermediazione finanziaria, da quelle Tech, che svolgono attività funzionali e strumentali all'intermediazione finanziaria². Per avere una visione più completa e meno confusionaria, viene riportata la classificazione redatta dall'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) e riportata sul sito ufficiale della Camera dei Deputati³, sulle otto macro-aree in cui operano le imprese FinTech:

- 1) Pagamenti;
- 2) Assicurazioni;
- 3) Pianificazione finanziaria;
- 4) Crowdfunding;
- 5) Investimenti e trading;
- 6) Blockchain;
- 7) Ricerca e analisi delle informazioni;
- 8) Sicurezza.

Per quanto riguarda il primo punto si intende chi si occupa della gestione elettronica dei pagamenti, come il trasferimento di moneta e la digitalizzazione delle transazioni. Questa risulta essere una grande risorsa per le PMI che non si trovano a stretto contatto con il cliente finale e che per la sopravvivenza dell'attività imprenditoriale devono affidarsi a piattaforme di e-commerce in cui la digitalizzazione delle transazioni risulta essere di primaria importanza.

Per quanto riguarda l'area delle assicurazioni, le società, denominate InsurTech, impiegano l'utilizzo di analisi predittive per offrire migliori prodotti assicurativi

² Cfr. AA.VV., "PMI in volo: destinazione mercato dei capitali", FrancoAngeli, 2018, pag. 115-116

³Cfr. https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1354909.pdf?_1713774224000

ai propri clienti, costruendo delle polizze ad hoc utilizzando i dati storici in loro possesso;

A proposito della pianificazione finanziaria, è possibile, attraverso l'utilizzo di modelli che elaborano scenari futuri attendibili, basare investimenti di lunga durata. Anche in questo caso la tecnologia impiegata è simile a quella utilizzata dalle InsurTech ma viene applicata in contesti diversi e con finalità diverse, ossia verso i mercati finanziari ricercando le migliori opportunità di investimento, ossia di profitto;

Per quanto riguarda il quarto punto, il crowdfunding, si intendono le piattaforme nate per rispondere all'esigenza di vari soggetti di reperire risorse finanziarie, a titolo di capitale di rischio e di debito. Questa tipologia di finanziamento verrà ampiamente trattata nei paragrafi e capitoli successivi perché molto importante nel nuovo contesto italiano e internazionale delle PMI; Relativamente agli investimenti e al trading, rientrano in questo ambito i servizi delle piattaforme di trading (informazioni aggregate e interfacce di negoziazione), i servizi di gestione finanziaria (gestione delle spese) e servizi di consulenza (come il Roboadvisor o la gestione automatizzata dei processi decisionali di negoziazione)⁴;

A proposito del sesto punto, ovvero della blockchain, si intende quella tecnologia che *“offre una registrazione condivisa e sicura delle transazioni, riducendo la necessità di intermediari e migliorando la trasparenza e l'efficienza”*⁵. Nata per regolare le transazioni di cripto valute, in primis Bitcoin ed Ethereum, può però anche essere adattata in vari ambiti alla cui base si ha uno scambio tra soggetti in cui bisogna registrare e archiviare un passaggio di proprietà;

⁴ Cfr. AA.VV. “PMI in volo: destinazione mercato dei capitali”, FrancoAngeli, 2018, p. 117

⁵ Treleven p., Brown R.G., Yang D., 2017, “Blockchain technology in finance”, in Computer, p. 14-17

Con ricerca e analisi delle informazioni, la penultima area, si intendono quelle tecnologie di gestione e di sintesi dei dati attraverso le quali è possibile migliorare processi produttivi e di vendita. Inoltre, la gestione delle informazioni risulta essere sempre più importante data la costante attenzione degli organi di vigilanza verso la corretta *disclosure* delle informazioni finanziarie nei mercati regolamentati. Questa può avvenire in primis se i dati e le informazioni offerte siano ingenti e visualizzate in maniera sempre più chiara e leggibile, infatti, per quanto concerne le informazioni, *“la loro organizzazione, facilità di reperimento..., crea un indubbio valore per gli investitori”*⁶. La finalità è quella di portare trasparenza nei mercati.

Infine, per l'area della sicurezza, si intendono quei sistemi che proteggono i dati personali di chi utilizza la rete e che detengono e proteggono dalle frodi.

Come si è visto il FinTech è un termine che copre un ampio spettro di attività applicabili al mondo dell'economia.

È possibile delineare una serie di ecosistemi nei quali le imprese FinTech e i servizi offerti da queste possano prendere vita e trovare applicazione. Questi sono le start-up, gli sviluppatori di tecnologie, le agenzie governative, i clienti finanziari e le istituzioni finanziarie tradizionali. Queste ultime si stanno muovendo in due direzioni parallele: la prima è quella di adattarsi alla concorrenza delle imprese FinTech riducendo i costi e migliorando l'efficienza, la seconda è quella di comprare società FinTech così da poter incorporare le nuove tecnologie e da aumentare la produttività, creando modelli di business più orientati ai clienti⁷. Questa spinta è dovuta, come già detto, dal fatto che le società FinTech riescono ad offrire prodotti e servizi più economici, veloci e convenienti. Però si è notato che la volontà dei clienti delle istituzioni finanziarie

⁶ Lambiase A., 2022, “La quotazione in Borsa delle PMI”, FrancoAngeli, p. 234

⁷ Cfr. McWaters, R.J., Galaski, R., 2017, “Beyond FinTech: A Pragmatic Assessment Of Disruptive Potential In Financial Services”, World Economic Forum

tradizionali di cambiare e diventare cliente, per esempio, di una start-up FinTech sia molto bassa, anche se si avrebbero dei vantaggi. Questa attitudine è data soprattutto dai costi che si avrebbero nel fare questo cambiamento e dall'inerzia dei clienti⁸. Quindi risulta evidente come una soluzione naturale sia quella di confluire i bisogni di questi due soggetti, le FinTech che hanno bisogno di clienti per potenziare la loro competitività e i grandi operatori che necessitano di nuovi supporti per migliorare i propri business consolidati e offrire un servizio migliore alla loro clientela. Questa unione può avvenire attraverso diverse strategie, combinate oppure adottate separatamente, come l'ingresso nel capitale delle FinTech, l'utilizzo di fondi di venture capital oppure con la sottoscrizione di accordi di esternalizzazione tra i due soggetti, così che le FinTech diventino fornitori di servizi e know-how tecnologici. Da un punto di vista imprenditoriale l'esternalizzazione consente così all'istituto finanziario tradizionale di potersi concentrare sul proprio core business. Invece, se pensiamo ai benefici nei riguardi della clientela, la flessibilità tipica delle FinTech di progettare nuovi servizi in risposta alle necessità della clientela e dello sviluppo tecnologico esterno, consente alle istituzioni mature di cercare nuovi target e nuovi mercati. Questo perché si consente all'intermediario di poter creare portali su misura, in base alle nuove richieste.

Anche le PMI possono beneficiare di queste unioni, infatti *“è opportuno ricordare la soluzione di interconnessione tra diversi provider tramite le API..., riuscendo così ad offrire alle PMI un unico punto di accesso a una gamma di servizi integrati”*⁹. L'esistenza di un unico portale digitale con cui gestire i rapporti con l'intermediario riduce tempi e costi.

⁸ Cfr. Botoc C., Khaled M.D., Milos L.R., Bilti R., 2023, “The Role of Big Data in Fintech Industry: a Bibliometric Analysis”, *Trasformation in Business & Economics*, Vol. 22, No 3A (60A), pp.853-868

⁹ Locatelli R., Schena C., 2022, “Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI”, FrancoAngeli, pag. 245

Negli ultimi anni nel panorama italiano si sono viste numerose partnership tra FinTech e incumbent (così definite quelle istituzioni che offrono servizi e risorse finanziarie per contribuire allo sviluppo di nuove attività imprenditoriali)¹⁰ con la finalità di sostenere economicamente le PMI.

Altro fenomeno, invece, è quello delle partnership tra due o più Fintech e collaborazioni tra Fintech e società peculiarmente Tech¹¹.

1.1.2 – Tecnologie impiegate

La tecnologia e il suo costante sviluppo risultano essere senza ombra di dubbio il caposaldo di tutto il fenomeno FinTech. Questo aspetto rimanda ad un fenomeno che esiste da molto tempo, quello dell'innovazione finanziaria, che riguarda lo sviluppo del mondo della finanza dati gli stimoli e i cambiamenti intervenuti nell'ambiente esterno. Questa innovazione ed evoluzione la si riscontra soprattutto nelle modalità attraverso le quali gli operatori tradizionali operano.

Dalla fine degli anni '50, con l'avvento dei primi computer nelle banche, ad oggi, con il recente avvento dell'intelligenza artificiale, il sistema finanziario mondiale è radicalmente cambiato. Mettere in primo piano l'utilizzo dei dati e il loro studio attraverso sistemi sempre più complessi ha sconvolto i business model delle varie istituzioni finanziarie. Questa modalità strategica basata sull'utilizzo dei dati per prendere decisioni ha un nome: *finance intelligence*. Sotto questo termine ora vengono indicate quelle forme di programmazione strategica che vedono l'impiego di tecnologie avanzate per raccogliere e gestire i vari dati. Le principali macro aree osservate e studiate sono i mercati finanziari

¹⁰ Cfr. Gervasoni A., Sattin F.B., 2020, "Private Equity e Venture Capital", gueriniNEXT, pag. 196

¹¹ Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, "Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI", FrancoAngeli, pag. 243-247

e l'ambiente concorrenziale dell'impresa. Questi dati, una volta studiati, sono utilizzati per sviluppare nuovi prodotti o servizi, più in linea con le richieste e abitudini dei clienti. Sicuramente le innovazioni finanziarie date dallo sviluppo tecnologico si concentrano di più dopo gli anni duemila. Uno dei fenomeni di notevole importanza è stato quello dell'High Frequency Trading, che consentendo l'esecuzione di transazioni nel tempo di millisecondi ha fatto cambiare il concetto di investimenti, introducendo come opzione quelli di brevissima durata. Questo fenomeno senza l'impiego di tecnologie adeguate non sarebbe mai stato reso possibile.

Negli ultimi anni invece spiccano nuove tecnologie. Secondo uno studio del 2019 quelle più importanti sono il robo-advice e la blockchain¹². Il robo-advice è un servizio offerto da alcune piattaforme di negoziazione nei mercati secondari, che sia trading di breve periodo o investimenti di lungo periodo. Nato come strumento per automatizzare alcune fasi degli investimenti e per non far cadere gli investitori in errori dati da bias comportamentali, ora consiste in una consulenza digitale non umana in tema di investimenti, il più delle volte personalizzata in base agli atteggiamenti dell'individuo. La blockchain, invece, è un *“registro decentralizzato e dematerializzato di transazioni, archiviate a intervalli temporali prefissati, che costituiscono i “blocchi” di una catena di negoziazioni. Il registro viene condiviso da tutti coloro che operano all'interno di una data “rete distribuita”, dove le transazioni vengono regolate in pochi minuti e i relativi dati vengono salvati per garantirne la tracciabilità”*¹³. Questa tecnologia può anche essere usata per garantire e

¹² Cfr. Chen M.A., Wu Q., Yang B., 2019, “How valuable is FinTech innovation?”, The Review of Financial Studies, Vol. 32, No 5, pp.2062-2106.

¹³ https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1354909.pdf?_1713774224000

documentare lo scambio di contratti, le cui clausole vengono regolate attraverso il sistema.

Altre tecnologie importanti sono l'internet of things (IoT), che consente di catturare una grande mole di dati a partire da apparecchiature fisiche, come cellulari e altri dispositivi dotati di sensori.

L'intelligenza artificiale (IA), con tutte le sue possibili applicazioni, ha avuto uno sviluppo esponenziale nell'ultimo anno. I suoi utilizzi sono molteplici, come l'analisi dei dati finanziari, il supporto alle decisioni in ambito aziendale e l'impiego nel trading di breve periodo (andando a predire o osservare pattern di prezzo).

Un ambito derivato dall'intelligenza artificiale è quello della RegTech, ossia la regulatory technology. Con questa ci si riferisce all'attività di ricerca di applicazioni dell'IA per semplificare il processo di compliance da parte delle istituzioni finanziarie e imprese alle complesse normative vigenti, ponendosi come strumento per gestire l'attività di conformità e contemporaneamente ridurre i costi e gli sforzi del personale aziendale deputato a porre in atto quelle modifiche per rimanere continuamente compliance. Questo è un processo continuo, che si ha dalla nascita dell'impresa fino alla cessazione della sua vita, basti pensare a tutte le normative riguardanti i requisiti e i vincoli patrimoniali delle banche, oppure alla mole di documentazione richiesta ai grandi istituti finanziari e imprese. Il maggiore tra i benefici dell'utilizzo di questa tecnologia è riduzione del rischio di non conformità e quindi la diminuzione della possibilità di dover andare incontro a multe e sanzioni. La RegTech non interessa solo ai soggetti destinatari delle normative ma anche alle varie Autorità di vigilanza. Queste utilizzano le tecnologie RegTech per le attività di supervisione. Riguardante prettamente la gestione dei dati invece è il cloud computing. Questo strumento permette un maggior immagazzinamento dei dati perché consente di

aumentare la capacità dei data warehouse. La diretta conseguenza è quella di avere più dati a disposizione e quindi di poter agire e prendere decisioni più consapevoli e corrette, comprendendo meglio l'ambiente circostante, ossia il mercato e la clientela.

Infine, dato che i sistemi per garantire la sicurezza e la trasparenza dei dati risultano essere sempre più importanti, i prodotti e servizi offerti dal settore del cyber security sono in continuo sviluppo, con una domanda sempre crescente.

1.1.3 – Attività di controllo europee e normativa italiana

Lo sviluppo di nuove tecnologie avviene in tempi brevissimi e per questo motivo l'attività di controllo delle autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali deve essere tempestiva e costante nel tempo. Per quanto riguarda le società FinTech sia l'Unione Europea che l'Italia hanno svolto attività di controllo, di studio e di regolamentazione al fine di limitare i rischi e godere dei vari benefici. Affianco a queste attività l'Unione Europea, grazie a diversi strumenti, ha contribuito anche allo sviluppo di alcune società FinTech, così da poter essere contemporaneamente partner per lo sviluppo e autorità di controllo. Per quanto riguarda lo studio e l'analisi del fenomeno, già Consob, in Italia, aveva avviato nel 2016 un progetto di ricerca con l'obiettivo di delineare le possibili evoluzioni del sistema finanziario per effetto della digitalizzazione, cercare di capire i potenziali rischi e infine elaborare proposte di azioni politiche. Sempre nel 2016 le autorità europee di vigilanza EBA, ESMA, e EIOPA hanno pubblicato vari report e studi. Il primo riguardante l'automazione della consulenza finanziaria. Poi nel 2017 hanno condotto uno studio rivolto alla DLT (Distributed Ledger Technologies). Infine, sempre nel 2017, è stata pubblicata una ricerca riguardante i business model delle società FinTech. Nello stesso anno anche il Comitato di Basilea e la Commissione Europea si sono mossi, entrambi attraverso lo strumento della consultazione pubblica.

Il Comitato ne ha avviata una con lo scopo di intercettare le migliori modalità d'azione per contrastare e limitare i possibili rischi legati al mondo FinTech. Inoltre, sempre il Comitato, ha individuato nell'IA, DTL e nel cloud computing le principali tecnologie che gli operatori bancari dovrebbero impiegare nei loro processi.

La Commissione, invece, ha avviato una consultazione per delineare i principali benefici e vantaggi che il FinTech può portare nel costruire un sistema finanziario migliore. I principali che sono stati individuati sono: la migliore accessibilità dei servizi finanziari, la riduzione dei costi, l'aumentata efficienza, l'aumento della concorrenza data la diminuzione delle barriere all'entrata e la maggiore trasparenza delle informazioni.¹⁴

A livello internazionale, oltre ai confini europei, anche il Financial Stability Board (FSB) si è espresso a riguardo del FinTech. A giugno del 2017 ha pubblicato un report intitolato "Financial Stability Implications from FinTech"¹⁵. L'obiettivo dello studio è quello di capire come il fenomeno del FinTech possa o meno nuocere alla stabilità finanziaria, individuando i fattori utili al rafforzamento di quest'ultima e, soprattutto, i fattori di rischio che se non mitigati possano nel lungo periodo causare instabilità e danni al sistema finanziario, in un'ottica globale. I principali benefici riscontrati sono la decentralizzazione e diversificazione dei servizi finanziari offerti, la maggior efficienza, la migliore trasparenza delle informazioni finanziarie e il grande aiuto dato alle PMI in un'ottica di accessibilità ed economicità delle fonti di finanziamento. Più importanti, se si pensa all'obiettivo del report, sono invece i rischi associati al FinTech. Il FSB separa i micro-financial risks dai macro-financial risks. I primi riguardano le singole società mentre i secondi fanno

¹⁴ Si veda diffusamente, AA.VV., "PMI in volo: destinazione mercato dei capitali", 2018, p. 129-131

¹⁵Cfr. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>

riferimento ai fattori che possono amplificare certi shock nell'economia, soprattutto per effetto dei legami esistenti tra gli operatori economici. Sempre il FSB, parlando alle autorità di vigilanza internazionali, pone l'accento su tre aree di rischio ritenute più importanti e da tenere sotto controllo. Queste sono: la gestione dei rischi operativi derivati dalla collaborazione con fornitori di servizi terzi, il rischio di cyber security e i vari rischi di natura macroeconomica. I primi due ricadono nella sfera dei rischi riguardanti il singolo istituto e la singola società Fintech. Con gestione dei rischi operativi si intende se le istituzioni finanziarie siano in possesso di modelli di valutazione adeguati per valutare la qualità di chi presta loro, appunto le società FinTech, alcuni servizi di primaria importanza, come la gestione dei dati. Questo problema si lega al secondo punto, ossia la cyber security, intesa sia come reparto implementato all'interno dell'istituto finanziario sia come servizio offerto da terzi. Per quanto riguarda i macro-financial risk il FSB delinea l'elevata sensibilità all'andamento dell'economia (*procyclicality*) propria delle FinTech, e il rischio di crisi sistemiche.

Tutti questi sforzi nel cercare di delineare un quadro più completo possibile hanno anche l'obiettivo di essere d'aiuto soprattutto alle autorità di vigilanza che, prendendo conoscenza dei possibili rischi, possano tenere sotto controllo l'operato delle società FinTech.

L'Unione Europea ha deciso di seguire la strada dell'aiuto diretto verso lo sviluppo di queste società, attraverso piattaforme che permettono l'incontro tra autorità di vigilanza e nuove imprese. Queste sono: gli innovation hub, gli incubators e i regulatory sandbox. Tutte e tre le piattaforme hanno in comune l'obiettivo di contribuire allo sviluppo di nuove società operanti nel ramo FinTech e di guidare le imprese europee nella digitalizzazione, però si discostano l'una dalle altre in base agli strumenti utilizzati e dalle modalità.

L'innovation hub, o European Digital Innovation Hubs (EDIH), è costituito da un network di specialisti e società (che aderiscono al programma) che guidano le PMI e anche le organizzazioni pubbliche verso la digitalizzazione. Il catalogo delle imprese associate è molto vasto e ricopre tutta l'Europa. Questo progetto quindi aiuta sia le società specializzate nell'ambito delle nuove tecnologie a trovare nuovi clienti, sia le PMI bisognose di aumentare la loro digitalizzazione. L'obiettivo del programma EDIH è di promuovere la trasformazione digitale in Europa per il 75% delle imprese e assicurare che il 90% delle imprese disponga delle conoscenze digitali basilari¹⁶.

Gli incubators invece sono uno strumento diverso, non sempre legato al mondo della digitalizzazione e delle nuove tecnologie. In questo caso si ha un'operazione di finanziamento verso una start-up, infatti è indicato soprattutto come uno strumento da utilizzare nella fase iniziale di vita della società. Come riportato nel sito della Commissione Europea, *"They generally invest financially, but their main purpose is to transfer intangible resources such as business knowledge and network opportunities towards the startup"*¹⁷. I soggetti investitori possono conferire risorse attraverso sovvenzioni (come nel caso di incubatori governativi oppure universitari), prestiti oppure con conferimenti in equity. Esistono anche incubatori nati con l'obiettivo di aggregare start-up e creare un luogo dove condividere esperienze e conoscenze. Il ruolo dell'UE è quello di creare degli spazi digitali nei quali far incontrare le start-up con i finanziatori.

I regulatory sandbox, infine, si differenziano dagli strumenti precedenti per l'alto contenuto di innovazione del servizio proposto all'attenzione dell'autorità di

¹⁶ Cfr. <https://european-digital-innovation-hubs.ec.europa.eu/home>

¹⁷ https://research-and-innovation.ec.europa.eu/research-area/industrial-research-and-innovation/eu-valorisation-policy/knowledge-valorisation-platform/thematic-focus/role-incubators-and-accelerators-knowledge-valorisation_en

vigilanza. Innanzitutto bisogna specificare di che cosa si tratta, ossia di un luogo in cui le società FinTech e gli intermediari possono testare, per un massimo di 18 mesi, i propri prodotti e servizi tecnologicamente innovativi a fianco delle autorità di vigilanza (Banca d'Italia, CONSOB e IVASS), così da appurare la conformità del prodotto o servizio alla normativa vigente. Gli obiettivi dichiarati da Banca d'Italia, attraverso l'utilizzo di questo strumento, sono di introdurre nell'ecosistema finanziario, bancario e assicurativo italiano nuovi modelli innovativi, dando, congiuntamente, la possibilità alle autorità di vigilanza di osservare i mutamenti e prendere anticipatamente i provvedimenti adeguati.¹⁸ Spostando l'attenzione dal panorama internazionale ed Europeo, il legislatore italiano ha intercettato l'esigenza di regolamentare il fenomeno dei nuovi strumenti, piattaforme e modalità dei finanziamenti alternativi nel 2013, andando a disciplinare l'equity crowdfunding. Nel panorama globale questo è stato uno dei primi interventi normativi riguardante questo nuovo strumento finanziario (approfondito poi nel Capitolo 2).

La prima normativa del 2013 prende il titolo di “*Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali online*” e regola l'acquisizione di capitale di rischio da parte delle Piccole Medie Imprese sui portali di equity crowdfunding. L'efficacia di questo strumento nel far confluire all'interno delle PMI nuovi capitali è riscontabile nei numeri, infatti alla data del 30 giugno 2023 risultavano autorizzati da CONSOB 48 portali di equity crowdfunding, e la raccolta cumulata nel tempo si assesta a 571,68 milioni di euro.¹⁹

¹⁸ Cfr. <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/?dotcache=refresh>

¹⁹ Cfr. AA.VV., 2023, “8° Report italiano sul CrowdInvesting”, Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, p. 3

1.2 – Diversificazione dell’offerta dei servizi nelle piattaforme

Le piattaforme offrono servizi diversificati tra loro che possono avere effetti nell’economia reale, direttamente oppure indirettamente. Nel primo caso attraverso lo scambio di risorse finanziarie tra chi ne è in surplus verso chi è in deficit, offrendo un luogo, ossia un marketplace, dove domanda e offerta si incontrano. Nel secondo, invece, offrono strumenti grazie ai quale i vari soggetti possono studiare e capire meglio l’ambiente circostante, attraverso la gestione delle informazioni, ossia dei dati. In questo paragrafo ci si sofferma su queste due tipologie di piattaforme, quelle che fungono da marketplace e quelle che offrono un luogo in cui una grande mole di dati sono aggregati e ben consultabili. Entrambe, come si vedrà, sono di grande aiuto per migliorare le condizioni economiche e contribuire alla crescita delle PMI.

1.2.1 – Gestione della tesoreria (finanziamenti a breve termine)

Con gestione della tesoreria, o supply chain finance, si intendono tutte quelle attività aziendali che si concentrano nell’attuare una gestione efficiente del capitale circolante netto, ossia la differenza tra attività correnti e passività correnti. Queste, essendo poste di breve periodo, sono di primaria importanza per assicurare il buon andamento dell’impresa, assicurando nei vari istanti di tempo il corretto incastro tra incassi e uscite, senza che si debba andare ad impiegare per esempio del capitale di debito per coprire quest’ultime, per colpa di possibili ritardi nelle entrate.

Le soluzioni di breve periodo consistono in strumenti già esistenti e presenti nel catalogo dei servizi offerti dai principali istituti bancari, come per esempio l’anticipo su fatture e il factoring. La differenza principale però è data dal fatto che le piattaforme FinTech riescono ad offrire un servizio migliore e con caratteristiche innovative. Per esempio, i tempi nei quali il servizio viene erogato sono notevolmente ridotti rispetto ai canali tradizionali, e per questo viene

preferito, anche se a volte le condizioni economiche alle quali il servizio viene offerto, ossia i tassi di interesse, siano svantaggiose. Le innovazioni principali, invece, sono il fatto che in queste piattaforme l'incontro tra domanda e offerta è diretto e telematico. Diretto perché, a differenza di un istituto bancario che si interpone tra i datori di fondi e i prestatori di fondi, in questo caso la piattaforma crea un luogo dove questi si incontrano e in cui è il prestatore che sceglie direttamente a chi dare le proprie risorse. Altro elemento di novità sono naturalmente le tecnologie impiegate, quali il cloud computing e la data analysis, che vengono utilizzate per verificare la affidabilità delle controparti. Come detto, questi strumenti utili ad una più corretta gestione del capitale circolante sono già esistenti, e i più utilizzati sono l'invoice trading (anticipo su fatture) e il reverse factoring.

Queste soluzioni sono ritenute ottime per quelle PMI che lavorano in una filiera, dove si ha una fitta rete di fornitori. Sinteticamente, grazie a questi strumenti, è possibile per le imprese anticipare i vari incassi, ridurre il rischio di ritardi nei pagamenti da parte dei fornitori e avere la possibilità di accedere ad una forma di finanziamento diversa da quella bancaria.

Quello che differenzia però i due strumenti sono le modalità in cui avviene lo scambio di risorse finanziarie e i soggetti coinvolti.

Le piattaforme applicano diverse politiche per quanto riguarda la scelta degli investitori, ossia chi conferisce capitale. Possono essere chiamati in questo modo perché si tratta a tutti gli effetti di un investimento, perché si va a finanziare un'impresa, attraverso per esempio l'anticipo di una fattura, e ci si aspetta un premio sotto forma di interesse. Questi soggetti possono essere investitori retail, fondi, investitori istituzionali e anche la piattaforma stessa.

Dal 2017 le piattaforme FinTech hanno anche iniziato ad offrire come servizio la monetizzazione dei crediti fiscali, ovvero quei crediti vantati verso l'Agenzia

delle Entrate. Questo risulta molto comodo perché permette di trasformare in immediata liquidità crediti che verrebbero invece riscossi nel lungo termine. Attraverso i numeri è possibile comprendere quanto il mercato della supply chain finance sia importante. Nel 2020, durante la crisi pandemica, questi strumenti sono stati molto richiesti. Infatti i numeri del mercato servito sono di 150 miliardi di euro, a fronte di una stima di 333 miliardi di euro di mercato potenziale²⁰. Questo è accaduto per vari motivi: l'ampio utilizzo del credito commerciale tra le aziende, l'allungamento delle dilazioni di pagamento e un aumento dei ritardi dei pagamenti verso i fornitori.

Ora si vedrà il funzionamento, i benefici e la gestione da parte delle piattaforme dei due principali strumenti di gestione della tesoreria, l'invoice trading e il reverse factoring.

L'invoice trading consiste in un anticipo fatture che avviene in una piattaforma digitale online. I prenditori di fondi pubblicano le loro fatture e gli eventuali investitori possono decidere se effettuare l'anticipo, dietro la promessa di una remunerazione. Gli investitori possono essere di vario tipo, istituzionali e retail, e in alcuni casi la piattaforma stessa oltre a fungere da marketplace si pone anche come investitore. Essendo anticipi su fatture l'orizzonte temporale dell'investimento non è di medio-lungo periodo bensì di breve periodo. In Italia operano diverse FinTech in questo mercato, come Credimi, Cash Invoice, CashMe e molte altre. Le modalità con le quali operano sono diverse, infatti, è possibile catalogarle secondo il loro core business e in base a come operano, se come intermediario creditizio o come semplice marketplace. Guardando il core business si possono individuare quattro differenti soggetti²¹.

²⁰ Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, "Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI", FrancoAngeli, pag. 212

²¹ Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 109-110

Le prime sono le piattaforme FinTech che svolgono come attività principale la gestione di portali online esclusivamente rivolti a questo strumento.

Le seconde, invece, sono le banche e le istituzioni finanziarie che, affianco alle loro attività ritenute core, offrono secondariamente anche il servizio di invoice trading.

Le terze sono le piattaforme di crowdfunding che offrono come tipologia di investimenti alternativi quelli di invoice trading, affianco alle altre possibilità di investimento in start-up o PMI.

Infine, gli ultimi, sono i mercati multilaterali di negoziazione, che operano similmente alle piattaforme di crowdfunding, infatti, come investimento alternativo concedono alle imprese la disponibilità di trattare strumenti finanziari basati sulle fatture.

Invece, distinguendo le piattaforme in base alle modalità con le quali operano, si possono individuare due differenti modelli: come intermediario creditizio o come marketplace.

Nel primo caso è la piattaforma stessa che effettua l'anticipo delle fatture, e non degli investitori che utilizzano la piattaforma per scegliere l'investimento migliore. Naturalmente se la piattaforma opera in questo modo allora deve possedere tutti gli strumenti per poter verificare la fattibilità dell'investimento, ovvero il saper valutare la probabilità di perdita e il saper calcolare un pricing adeguato alla fattura.

Invece, se la piattaforma opera soltanto come marketplace, essa è dovuta solamente a reperire le informazioni per valutare la domanda di cessione del credito nella propria piattaforma. In questo caso si tratta di una valutazione a garanzia degli investitori, così che non tutti possano presentare fatture senza un primo giudizio. Sarà poi interesse degli investitori valutare la profittabilità dell'investimento.

Anche per quanto riguarda la fissazione del prezzo di cessione, ci possono essere delle differenze tra le varie piattaforme. Alcune utilizzano il metodo dell'asta online, pensato come ottimale per arrivare ad un prezzo equo.

Per quanto riguarda il reverse factoring, invece, questo consiste nella gestione dei debiti commerciali da parte del factor (FinTech o banca). La dinamica è opposta rispetto al factoring tradizionale in cui è l'azienda fornitrice, ossia quella che vanta dei crediti, a rivolgersi al factor per la gestione di questi. In questo caso, invece, è l'azienda debitrice a rivolgersi al factor. Questo strumento risulta molto comodo per i gruppi industriali o aziende di medie e grandi dimensioni, che vantano una fitta rete di fornitori (il più delle volte PMI) e che quindi risulta impegnativo da parte loro gestire i pagamenti verso tutti i soggetti verso cui vantano debiti. Inoltre, data l'esternalizzazione della gestione dei debiti, l'azienda debitrice può rassicurare i suoi fornitori, e quindi fidelizzarli, perché assicura la corretta riuscita dei pagamenti dato il fatto di averli affidati ad un factor specializzato in quest'ambito. Altro vantaggio è che il fornitore, ovvero il creditore, può ottimizzare i suoi flussi di cassa perché grazie alla presenza del factor è garantita la puntualità dei pagamenti.

Altri vantaggi per l'azienda debitrice sono la riduzione dei costi amministrativi, una maggior efficienza nella gestione dei flussi di cassa operativi e l'accesso ad un canale di finanziamento (di debito) alternativo a quello bancario, quindi con la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento.

1.2.2 – Raccolta di debito e capitale

Si è visto come le soluzioni apportate dalle piattaforme FinTech nell'ambito della gestione del capitale circolante, e quindi della tesoreria, interessino principalmente quelle aziende e PMI che necessitano di monetizzare fatture e titoli di credito nel breve periodo, così da avere risorse finanziarie per assicurare la gestione operativa. Però le attività imprenditoriali hanno anche l'esigenza di

assicurare l'operatività nel lungo periodo. Per garantire questo, esistono forme di finanziamento mirate, come il reperimento di capitale di debito e di rischio. Con capitale di debito si intende quella forma di finanziamento da terzi che l'azienda poi dovrà ripagare nel corso del tempo, corrispondendo ai finanziatori una remunerazione, calcolata sul tasso di interesse, accanto alla restituzione del capitale iniziale.

Con capitale di rischio invece ci si riferisce ai conferimenti in equity, ossia nel capitale dell'azienda, acquisendo vari diritti e godendo di una remunerazione raffigurata dalla distribuzione degli utili.

I soggetti specializzati nel conferimento di queste due tipologie di investimenti sono diverse.

Per il capitale di debito, soprattutto in Italia e per le PMI, il soggetto di riferimento sono gli istituti bancari. Questo crea un grande problema, ossia la mancata diversificazione delle fonti di finanziamento, dovuta soprattutto dalla limitata volontà delle aziende sia di ricorrere al capitale di rischio che di cercare nuove modalità per finanziarsi con il capitale di debito (lending crowdfunding). Invece, per il capitale di rischio, si sono specializzati diversi soggetti e mercati. I primi sono rappresentati dai fondi di private equity o di venture capital, mentre i secondi dai mercati di Borsa, dove le aziende, attraverso la quotazione, possono rivolgere ad una grande platea di investitori nazionali e internazionali. Come gli strumenti visti nel paragrafo precedente, queste due tipologie di capitale esistono da sempre e le istituzioni finanziarie a cui le aziende si interfacciano per reperirli sono realtà consolidate.

Il fenomeno riscontrato negli ultimi anni riguarda la nascita di nuovi operatori ai quali le aziende possono far riferimento, consentendo così di avere più potere contrattuale verso gli operatori tradizionali (la maggiore competitività portata dai nuovi operatori consente alle imprese di reperire capitale anche a condizioni

più vantaggiose rispetto a quelle a cui sono abituati) e di avere la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento, riducendo i rischi ad essi collegati. Le piattaforme maggiormente utilizzate che hanno avuto uno sviluppo sempre maggiore sono quelle di crowdfunding, che a loro volta si sono specializzate nel settore debt o in quello equity.

Le piattaforme destinate alla raccolta di debito sono definite “*peer to peer lending*” (P2P) oppure portali di “*lending crowdfunding*”. In questo ambito le aziende possono reperire capitale di debito, quindi finanziamenti, da soggetti terzi alla piattaforma (investitori retail e istituzionali), oppure, seppur raramente, dalla piattaforma stessa. Nella maggioranza dei casi la piattaforma agisce come marketplace, ovvero come semplice luogo in cui i soggetti si incontrano e fanno le proprie proposte, andando ad incrociare i bisogni delle controparti. Quindi la piattaforma svolge un ruolo estremamente diverso da quello della banca, nel quale l’azienda richiedente interagisce direttamente con l’intermediario creditizio per ottenere i fondi. Questo rende il crowdfunding estremamente utile ed efficace, perché consente alle imprese di essere valutate direttamente dal mercato, inteso come mole di investitori che scelgono le aziende più meritevoli (in base al contenuto della campagna di crowdfunding) e dirigono le proprie risorse.

I soggetti che richiedono i fondi possono essere sia aziende che individui privati, che richiedono risorse anche se non legate allo sviluppo di una certa attività, ma bensì anche solo per sostenere i propri acquisti, in questo caso la piattaforma viene indicata come consumer oriented (B2C). Se, invece, la piattaforma è rivolta al finanziamento delle imprese, questa viene definita business oriented (B2B)²².

²² Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, “Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI”, FrancoAngeli, pag. 222

Per quanto riguarda la modalità di selezione dei finanziamenti da parte dei finanziatori clienti della piattaforma, anche in questo caso il portale può adottare modelli diversi fra loro, uno definito diretto e uno diffuso²³. Nel modello diretto sono gli investitori a scegliere quali progetti finanziare. La piattaforma decide solamente quali progetti o campagne approvare, senza indirizzare in alcun modo il risparmio.

Nel modello diffuso, invece, i soggetti finanziatori esprimono inizialmente il proprio grado di avversione al rischio, il tasso di remunerazione atteso e l'importo che vogliono investire, poi verranno fatti combaciare dalla piattaforma con dei prenditori di fondi che hanno pubblicato progetti ritenuti adatti. In questo caso la piattaforma deve essere dotata delle tecnologie e delle competenze per aggregare e analizzare i dati forniti dai prenditori di fondi, così che possa assegnare uno scoring del rischio il più adeguato e corretto possibile. Le piattaforme di lending crowdfunding possono differenziarsi le une dalle altre anche in base ai diversi progetti che decidono di pubblicare nel loro portale. Per esempio la piattaforma Re-Lender è principalmente dedicata a quei progetti di riconversione industriale in un'ottica di sostenibilità ambientale. Quindi aiuta le aziende che, volendo avviare una transizione ecologica ed energetica, richiedono risorse finanziarie.

Un'altra piattaforma dedicata a questa tipologia di progetti sostenibili è Ener2Crowd, in cui i finanziatori indirizzano i propri capitali verso imprese attive nel campo della transizione energetica e delle energie rinnovabili. Un'innovazione nel campo dei servizi offerti dalle piattaforme FinTech consiste nella possibilità di fungere da canale di emissione di mini-bond. Questo è stato permesso nel 2019 dalla Delibera 21110 di Consob in modifica del Regolamento sul crowdfunding. Con questa modifica si permette appunto di poter emettere

²³ Cfr. AA.VV., "PMI in volo: destinazione mercato dei capitali", 2018, p. 120

mini-bond, però con dei limiti nei riguardi dei soggetti che poi li andranno ad acquistare. Gli investitori abilitati sono quelli professionali e non professionali, però qualificati, ovvero aventi alcune caratteristiche per quanto riguarda il valore del loro portafoglio e la loro volontà di investire ingenti somme in un'unica operazione. Per quanto riguarda la reattività delle piattaforme di crowdfunding di incorporare questa novità e consentire alle PMI di emettere mini-bond, si può notare che a gennaio del 2023 solo 7 piattaforme su 51 davano questa possibilità²⁴.

Volgendo ora l'attenzione agli strumenti equity-side, si può notare come siano due i principali strumenti utilizzabili dalle PMI italiane: le piattaforme di equity crowdfunding e la quotazione in Borsa in dei segmenti specifici, resi più accessibili per le PMI. Di entrambi questi metodi verrà dato più spazio nel capitolo 2 e 3.

1.2.3 – Gestione delle informazioni

L'utilizzo sempre maggiore di dispositivi tecnologici e digitali da parte dei consumatori ha portato al propagarsi di una risorsa di fondamentale importanza per quei soggetti che devono occuparsi di prendere scelte ottimali in termini di migliori servizi e prodotti offerti alla clientela, ovvero, i Big Data. Questa mole di informazioni, se sintetizzata, offre un quadro delle abitudini e preferenze dei consumatori, basti pensare al settore dell'intermediazione bancaria, dove una grande mole di dati proviene dall'utilizzo delle carte di credito e dalle transazioni bancarie. Inoltre, se sapientemente studiati, possono anche dare un anticipo delle future necessità di acquisto, consentendo così di introdurre nel mercato nuove tipologie di prodotti e servizi, battendo così la concorrenza.

²⁴ Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 204

Anche nell'ambito del management e decision making aziendale l'analisi dei Big Data si è ritagliata uno spazio che è andato sempre più crescendo. Quindi non solo a servizio del cliente finale, ma anche rivolta all'efficientamento dei processi interni all'azienda e alla migliore gestione del rischio. La complessità della tecnologia alla base dei servizi di Data analytics ha portato alla nascita di FinTech specializzate in questo ambito. Queste imprese, che dispongono sia di sistemi di data analytics che di servizi finanziari, riescono a combinarli per conoscere meglio la propria clientela, costruendo così dei prodotti migliori.

L'importanza dei Big Data risulta globalmente riconosciuta, anche in settori e attività diverse fra loro. Secondo un'indagine pubblicata nel 2014 da Accenture, *“89% of senior executives from companies across seven industries in 19 countries stated that Big Data is significant for their digital transformation. In addition, 83% of respondents agreed that Big Data adds value to their business”*.²⁵

Il processo di analisi dei Big Data passa attraverso due fasi principali: il passaggio da dati grezzi in informazioni comprensibili e utilizzabili, e l'utilizzo della business analytics in tutta l'organizzazione.

Con business analytics si intende *“the ability to collect an extensive range of data, including structured, unstructured, and semi-structured data from current and past customers. This data is then used to gain valuable insights to improve decision-making, predict customer behaviour using predictive analytics software, and engage valuable customers through real-time offerings.”*²⁶

²⁵ Botoc C., Khaled M.D., Milos L.R., Bilti R., 2023, “The Role of Big Data in Finthech Industry: a Bibliometric Analysis”, *Trasformation in Business & Economics*, Vol. 22, No 3A (60A), pp.853-868

²⁶ Botoc C., Khaled M.D., Milos L.R., Bilti R., 2023, “The Role of Big Data in Finthech Industry: a Bibliometric Analysis”, *Trasformation in Business & Economics*, Vol. 22, No 3A (60A), pp.853-868

Nel capitolo precedente si è visto come alcuni strumenti possano aiutare la gestione della supply chain dal punto di vista finanziario, quindi gestendo i flussi di cassa. L'utilizzo dei Big Data può aiutare l'organizzazione della supply chain da punti di vista diversi, come la pianificazione, la logistica e la gestione delle scorte. Si fa riferimento quindi ad una gestione operativa e commerciale. I mercati finanziari possono beneficiare forse in maniera maggiore di questo mezzo, dato il fatto che l'informazione finanziaria è costituita quasi ed esclusivamente da numeri, e quindi dati. Basti pensare alle oscillazioni di prezzo dei prodotti finanziari, che avviene in maniera continua e in grandi quantità, se si considerano tutti i mercati mondiali. Inoltre, i prezzi dei prodotti e strumenti finanziari non sono altro che il riflesso di decisioni presi da investitori in tutto il mondo attraverso la consultazione dei suddetti prezzi e delle informazioni riguardanti l'azienda o il bene sottostante. Si capisce allora che la corretta informazione e trasparenza siano il pilastro della stabilità del sistema finanziario. Queste però possono verificarsi solo nel momento in cui, affianco alla corretta attività delle autorità di vigilanza, si ha la tecnologia adeguata all'aggregazione e all'organizzazione delle informazioni.

Nel panorama italiano, dal 2017, è attiva PMI Capital, piattaforma FinTech operante nel segmento di Borsa Italiana riservato alle PMI, ovvero Euronext Growth Milan (EGM). L'attività principale di PMI Capital è quella di gestire una piattaforma web in cui inserire report, studi, analisi e approfondimenti. Il fine è duplice: migliorare l'organizzazione delle informazioni finanziarie delle PMI e offrire contestualmente un luogo in cui l'investitore può aprire un contatto diretto con l'azienda. L'innovazione della piattaforma risiede più sul primo obiettivo, quello rivolto all'informazione finanziaria. Infatti, nel momento in cui di per sé un report o uno studio costituiscono già una rielaborazione delle informazioni, le informazioni obbligatoriamente pubblicate delle imprese

possono risultare difficili da leggere e interpretare. Questo perché sono redatte secondo una logica dettata dal regolatore, e non da un soggetto che sta valutando un investimento. Risultano quindi mostrare di più la situazione economico-finanziaria attuale dell'impresa, e non prospettica.

Naturalmente questi servizi che la piattaforma offre non sono dati per nuocere alle PMI quotate nel segmento EGM. Il fine auspicato è quello che, migliorando la trasparenza e la qualità dell'informativa finanziaria, si abbia uno sviluppo del mercato e del segmento, anche dal punto di vista della sua liquidità, portando sempre più investitori ad operarvi.

Sempre la piattaforma mette anche a disposizione strumenti elaborati dagli analisti, come i multipli attesi, quali EV/EBITDA e P/E.

Per quanto riguarda l'informativa dei dati, invece, PMI Capital pubblica l'EGM Key Report e l'EGM Governance. Il primo contiene i dati relativi alle società quotate in EGM (settore, raccolta e data IPO, capitalizzazione, flottante, dati patrimoniali, ecc..) mentre il secondo è un focus sui dati relativi alla Governance delle imprese (percentuale e numero di amministratori indipendenti, di donne, codice etico, ecc..). La piattaforma, venendo incontro alle PMI non quotate, permette anche la verifica della fattibilità alla quotazione del segmento EGM, andando a verificare la sussistenza dei requisiti formali, legati alla normativa, e sostanziali, legati di più alla capacità dell'impresa di risultare profittevole, soprattutto in una visione prospettica di lungo periodo.

Grazie a questo esempio è possibile comprendere meglio le applicazioni e gli ambiti di utilizzo delle tecnologie che aiutano l'organizzazione dei dati, e che possono portare ad una migliore gestione del rischio (nel momento in cui si hanno più informazioni è possibile mitigare meglio i rischi) e ad un aumento della liquidità dei mercati.

1.3 – Il FinTech quale punto di partenza per la democratizzazione finanziaria

La mancanza di finanziamenti e la dipendenza da una sola fonte di finanziamento sono due problemi che trovano nelle piattaforme FinTech, e più precisamente nel crowdfunding, la soluzione.

Il primo problema sussiste quando viene rifiutata l'erogazione di un finanziamento a fronte della presentazione di un progetto, che può essere sia la messa in produzione di un bene da parte di un singolo individuo, sia il proponimento di una serie di obiettivi da parte di un'impresa. Diverso è il secondo caso, ovvero quando l'azienda si ritrova ad avere, per vari motivi, pochi soggetti a cui rivolgersi, sia per l'accensione di un finanziamento che per un conferimento sotto forma di capitale.

In Italia l'eccessiva dipendenza verso il settore bancario è un problema esistente da molti anni, principalmente per le PMI. Le conseguenze principali di questa situazione sono un elevato rischio dato dalla non diversificazione e un sottostare, senza possibilità di negoziazione, alle condizioni dell'istituto bancario. Inoltre la bassa attitudine a preferire il capitale di rischio ha come conseguenza una bassa capitalizzazione e una dimensione del debito elevata, che riduce le possibilità di investimenti in R&S e in nuove tecnologie, questo perché sono progetti ad alto contenuto di rischio che le banche raramente finanziano, se non a condizioni svantaggiose.

Grazie all'avvento delle nuove forme di finanziamento, definite alternative, è in atto un fenomeno chiamato "*democratizzazione finanziaria*". Con questo termine ci si riferisce alla possibilità per un numero sempre più grande di persone di accedere alle risorse finanziarie (di vario tipo), grazie a tutte quelle nuove modalità e strumenti attraverso le quali possono essere richiesti finanziamenti senza rivolgersi ai tradizionali istituti di credito e finanziari, come banche e società di venture capital e private equity. Più che i nuovi strumenti, sono le

modalità e i soggetti ad essere notevolmente cambiati. Le piattaforme di crowdfunding rappresentano al meglio questo fenomeno, per due motivi principali. Il primo sono i soggetti ai quali ci si rivolge. Affianco agli investitori tradizionali, si hanno anche quelli retail. Questi scelgono direttamente i progetti in cui investire, senza l'intermediazione di un fondo. Il secondo motivo è la completa digitalizzazione del processo, essendo le piattaforme di crowdfunding essenzialmente dei portali digitali, privi di una locazione fisica in cui i richiedenti devono recarsi. Queste due motivazioni rappresentano soluzioni a dei problemi che da sempre sono esistiti, e che sono da limite alla democratizzazione finanziaria, ossia i vincoli dati dal genere e le difficoltà date dalla distanza geografica.

Una ricerca che va a riportare e ad analizzare vari studi sulla disparità di genere nei finanziamenti è del 2016, intitolato "Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding"²⁷. Il report è focalizzato sugli Stati Uniti, e viene mostrato come si abbia una notevole differenza tra la quantità in dollari di finanziamenti erogati dagli istituti di crediti verso imprese guidate da donne e da uomini (1 su 23). Viene poi riportato uno studio che ha coperto gli anni dal 2009 al 2012 sui progetti presentati sulla piattaforma di crowdfunding Kickstarter. I risultati sono molto positivi, infatti mostra che i tassi di successo di finanziamento dei progetti guidati da donne siano più alti rispetto al canale bancario, anche se i tassi di partecipazione delle donne ai progetti siano simili ai tassi di partecipazione all'imprenditoria (35%), sempre negli USA. Inoltre viene riportato che le donne partecipano in percentuale maggiore come soggetti investitori (45%). Dato molto interessante se lo si paragona con la percentuale di donne angel investors in America, pari al 26%. Si è anche riscontrato che le

²⁷ Cfr. Mollick E., Robb A., "Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding", University of California, Vol. 58, No. 2 2016

donne hanno una tendenza a preferire e finanziare progetti presentati da persone del loro stesso sesso, questo quindi giustifica l'elevato tasso di successo dei progetti pubblicati sulla piattaforma. Oltre a questi dati incoraggianti, favorevoli al cambio di rotta verso una distribuzione delle risorse finanziarie più equa, si riscontra anche la nascita di alcune piattaforme di crowdfunding che supportano progetti e campagne portate avanti esclusivamente da imprenditrici.

Come sopra anticipato, anche i vincoli geografici possono rappresentare uno svantaggio nel reperimento di finanziamenti. Il motivo principale è dato dal fatto che un investimento a titolo di capitale di rischio da parte di una società di Venture Capital sottostà ad una serie di interventi e colloqui fatti di persona. Uno studio del 2012, condotto in America e citato nel report sopraindicato, ha dimostrato come la concentrazione geografica delle imprese finanziate dal crowdfunding sia minore rispetto a quelle finanziate dal venture capital, che sono più concentrate geograficamente. Però se si è notato come si abbia una concentrazione maggiore per i progetti di crowdfunding di grandi dimensioni. Bisogna considerare comunque che la crisi pandemica e le tecnologie implementate per favorire il collegamento da remoto potrebbero aver mitigato il problema, riducendo la concentrazione per le operazioni di venture capital. Altra considerazione degna di nota è che risulta esserci una forte somiglianza tra i requisiti richiesti dagli investitori nei portali di crowdfunding e gli investitori delle società di venture capital. Questi sono soprattutto la presenza nel progetto di prototipi già creati, la presenza passata di progetti di successo dello stesso team e il fatto che i media possano aver parlato della campagna presa in valutazione. Questo consente di poter dire che gli investitori non istituzionali, se aggregati, possono prendere decisioni razionalmente, andando a dirigere le proprie risorse verso progetti solidi e meritevoli.

CAPITOLO 2 – CROWDFUNDING, STRUMENTO DI FINANZA ALTERNATIVA A SERVIZIO DELLE PMI

L'utilizzo di nuovi strumenti per reperire le risorse finanziarie risulta necessario per le PMI, soprattutto in un'ottica di costo e di diversificazione delle fonti di finanziamento. Il crowdfunding, grazie al fatto di essere versatile e facilmente accessibile, può contribuire alla risoluzione di questi problemi.

In questo capitolo si andrà a sintetizzare la sua regolamentazione vigente in Italia, le varie forme che esso può assumere e la situazione del mercato in Italia e in Europa.

2.1 – La normativa sottostante il Crowdfunding

In Italia il crowdfunding è definito e normato all'interno del Regolamento CONSOB n. 18592/2013, intitolato “*Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line*”²⁸. Il Regolamento dal 2016 ha subito varie modifiche e aggiunte, di cui l'ultima risale al febbraio 2020.

Quest'ultima modifica consiste nel recepimento di un Regolamento dell'Unione Europea, il numero 2020/1503. In Italia è stato recepito nel giugno 2023 con la delibera n. 22720. Il contenuto di questo Regolamento è solamente rivolto ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, quindi non prevede norme rivolte agli emittenti che pubblicano campagne nelle piattaforme.

Il Regolamento vigente dal 2013, invece, estende i suoi ambiti applicativi sia ai fornitori del servizio che alle imprese. È strutturato in tre parti.

La prima comprende le Disposizioni generali, nella quale si vanno a definire i soggetti ai quali la normativa si rivolge e si va a specificare il significato di alcuni termini poi utilizzati all'interno del testo. In questa sezione, nell'articolo 2,

²⁸ AA.VV., 2020, “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line”, CONSOB

vengono definiti i soggetti che sono abilitati alla raccolta, ovvero gli offerenti. Di questi fanno parte le PMI, le start-up innovative, le PMI innovative e infine gli OICR e le società di capitali che investono prevalentemente in PMI (per gli OICR è previsto che vadano a destinare almeno il 70% dei capitali raccolti alle PMI, mentre per le società di capitali si ritiene che almeno il 70% delle immobilizzazioni finanziarie iscritte a bilancio sia costituito da strumenti finanziari appartenenti a PMI).

Sempre nel medesimo articolo viene specificato il significato degli strumenti finanziari. Con questi si intendono i capitali aventi la forma di azioni o quote rappresentative del capitale sociale e le obbligazioni e i titoli di debito.

Nella seconda e terza parte invece sono presenti gli articoli che vanno a normare rispettivamente i gestori dei portali e le offerte presenti nei portali pubblicate dalle imprese o dagli altri soggetti specificati nell'articolo 2.

2.1.1 – Lato gestori dei portali

Le seconda parte del Regolamento norma i gestori e si occupa nella prima metà dell'istituzione e dell'iscrizione dei gestori nel registro tenuto da CONSOB, mentre nella seconda metà vengono definite le regole di condotta e i provvedimenti, insieme alle sanzioni, applicabili in caso di mancato rispetto delle regole imposte.

Con l'iscrizione al registro si ottiene l'autorizzazione per poter operare come gestore del portale di raccolta di capitali. Le informazioni presenti nel registro sono definite dall'articolo 5 e fanno riferimento alla denominazione sociale, alla sede legale e amministrativa e alla delibera di autorizzazione insieme al numero d'ordine di iscrizione.

Successivamente viene descritto il procedimento di autorizzazione da parte di CONSOB all'iscrizione al registro. Oltre alle varie tempistiche e ai casi che

possono ritardare l'iscrizione, rilevanti sono i vari requisiti che vengono richiesti al fine di assicurare l'ammissione.

All'articolo 7 sono definiti i requisiti patrimoniali, quindi quantitativi, che il gestore deve rispettare sia per essere ammessi che per rimanere all'interno del registro. Viene richiesta la stipula di un'assicurazione volta a coprire gli eventuali danni apportati al cliente durante lo svolgimento della sua attività professionale, quindi di investimento. Il gestore deve garantire per ogni richiesta di indennizzo una copertura di almeno ventimila euro e a livello aggregato, per tutte le richieste di indennizzo, deve assicurare una copertura di almeno un milione di euro all'anno nel caso sia il gestore stesso a verificare le campagne presentate dalle imprese nella propria piattaforma. La copertura scende a 500 mila euro se demanda questo compito a terzi. Il non rispetto di questo requisito comporta la decadenza dell'autorizzazione. Se questo succede il gestore ha due mesi di tempo per adeguarsi al requisito.

Diversi, invece, sono i requisiti di onorabilità e professionalità. Questi sono rivolti sia ai soggetti che detengono il controllo della società gestore che ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione. Per quanto riguarda i primi, nei requisiti si fa riferimento più al fatto di non aver subito condanne, con poi tutte le specifiche dei casi. Invece, per i secondi, i requisiti fanno riferimento più a caratteristiche professionali, come per esempio il titolo di studio e gli ambiti di competenza. Anche queste figure comunque devono rispettare alcuni requisiti di onorabilità, come il fatto di non avere subito determinate condanne, però come detto si aggiunge il fatto di dover essere in possesso di esperienze e competenze in alcuni settori, come quello creditizio o finanziario.

Per quanto riguarda le regole di condotta dei gestori, si fa riferimento ad obblighi riguardanti sia la corretta operatività che la corretta gestione delle informazioni per garantire la sicurezza agli investitori.

Riguardanti i primi, all'articolo 13 viene indicato che *“Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza, evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli offerenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni”*²⁹.

Per evitare ciò è necessario che il gestore provveda alla costruzione di adeguati metodi e processi per individuare, gestire e segnalare tempestivamente eventuali conflitti di interesse.

In seguito, nei diversi commi dello stesso articolo, il Regolamento prevede che il gestore assicuri il continuo aggiornamento delle informazioni presenti nel portale e la loro completa accessibilità, insieme al renderle disponibili in maniera chiara, corretta e senza omissioni.

Infine, si prevede che sul gestore gravino obblighi di tutela verso gli investitori (attraverso l'impiego di sistemi operativi sicuri e l'individuazione e gestione dei rischi operativi), obblighi di riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori e obblighi di conservazione della documentazione (per almeno cinque anni dei documenti relativi alla gestione del portale, come la ricezione e la trasmissione degli ordini ai fini della sottoscrizione degli strumenti finanziari oggetti di offerta).

Per quanto riguarda le informazioni che il gestore è tenuto a presentare, queste fanno riferimento a: quelle relative alla gestione del portale, quelle relative

²⁹ AA.VV., 2020, “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line”, CONSOB, p. 15

all'investimento in strumenti finanziari presenti nel portale e infine le informazioni riguardanti le singole offerte presenti.

Per quanto riguarda la prima tipologia di informazioni, queste sono principalmente generiche e riferite ai metodi e ai meccanismi con i quali il gestore provvede all'operatività della piattaforma. Per esempio si prevede che si pubblichino le informazioni relative al come vengono gestiti alcuni rischi, come quello di frode, oppure alle misure adottate per proteggerei dati personali e operativi dei soggetti che utilizzano la piattaforma. Inoltre sono pubblicate anche informazioni generali, relative ai soggetti che detengono il controllo o che hanno funzioni amministrative.

Più utili agli investitori invece sono le altre due tipologie di informazioni.

Nell'articolo 15 è specificato che il gestore deve impegnarsi nel diffondere agli investitori informazioni riguardanti i possibili rischi ai quali vanno incontro, come il rischio di perdita del capitale investito e quello di illiquidità. Inoltre deve informare gli investitori di particolarità e diritti di cui possono beneficiare, come il diritto di recesso, il divieto di distribuzione degli utili previsto per le start-up innovative e il trattamento fiscale degli investimenti (con riguardo alla temporaneità e alla decadenza dei benefici associati).

Per quanto riguarda le informazioni inerenti alle offerte, è richiesto che il gestore avvisi gli investitori nel momento in cui avviene qualche fatto rilevante relativo all'offerta che può compromettere l'investimento, per esempio se ci sono errori, imprecisioni, oppure aggiornamenti forniti dall'offerente che possono incidere sulle scelte di investimento.

Infine, grazie al recepimento nel nostro ordinamento del Regolamento UE 2020/1503, sono state apportate modifiche sul procedimento di revoca dell'autorizzazione allo svolgimento dei servizi di crowdfunding³⁰.

Nell'articolo 17 sono previste le condizioni che, se si verificano, possono portare alla revoca dell'autorizzazione³¹. Questo compito spetta all'autorità competente che ha concesso l'autorizzazione, in Italia la CONSOB. I casi che comportano la revoca si verificano qualora il gestore ponga in atto questi comportamenti: non utilizza l'autorizzazione entro 18 mesi dalla sua concessione, rinuncia di sua volontà l'autorizzazione, non fornisce il servizio di crowdfunding per nove mesi consecutivi, risulta che abbia ottenuto l'autorizzazione in modo irregolare, non riesce più a soddisfare i requisiti per ottenere l'autorizzazione e infine viene ritirata se va a violare il regolamento.

Importante da nominare è stato, infine il recente sviluppo normativo. Questo si sostanzia nel recepimento del nuovo regolamento europeo per i servizi di crowdfunding, che dal 10 novembre 2023 va a sostituire quello vigente in Italia, andando a cambiare alcuni aspetti. Il nuovo regolamento, chiamato European Crowdfunding Service Providers (ECSP), mira ad armonizzare la legislazione del crowdfunding, equity e debt, per tutti i gestori europei, così da creare un mercato unico e più fluido. Per le piattaforme, la principale novità introdotta è la possibilità di operare in tutto il territorio europeo, previo ottenimento di una licenza. Inoltre viene aumentato il livello di trasparenza e protezione verso gli investitori attraverso la pubblicazione di informazioni più chiare ed esaustive riguardanti progetti presenti nelle piattaforme (grazie, per esempio, al KIIS).

³⁰ Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo per le piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 193

³¹ Cfr. AA.VV., "Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio", Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2020, p. 24

Invece, come limite ai portali, viene negata la possibilità di aderire ai progetti presentati.

2.1.2 – Lato imprese

La terza parte del Regolamento del 2013 va a normare le offerte pubblicate nel portale, ovvero le campagne di crowdfunding. È quindi rivolto alle imprese che inserendo i loro progetti e piani per il futuro cercano di attrarre nuovi investitori. Gli articoli principali sono due, ovvero il 24 e il 25. Rispettivamente si occupano dell'offerta in sé e della provvista necessaria che l'impresa deve costituire per far fronte ad eventuali revoche da parte degli investitori.

Più specificatamente, l'articolo 24 pone in capo al gestore due compiti.

Il primo è di verificare che nell'atto costitutivo o nello statuto della società offerente siano previsti il diritto di revoca, o qualsiasi diritto analogo, sulle azioni oggetto di scambio. Questo diritto consente all'investitore di cedere le partecipazioni precedentemente sottoscritte. Inoltre, la società, deve comunicare al gestore e pubblicare nel suo sito internet l'informazione relativa alla presenza di patti parasociali.

Invece, il secondo compito, è di verificare che, in caso di offerte riguardanti azioni o quote di capitale sociale, almeno una quota del 5% sia sottoscritta da investitori professionali o da altri soggetti qualificati, come fondazioni bancarie e incubatori che investono in start-up innovative. Anche un'altra tipologia di investitori è accettata, ovvero chi investe in PMI e risulta soddisfare alcuni requisiti quantitativi. Innanzitutto deve avere un portafoglio investito in strumenti finanziari di valore pari ad almeno 500 mila euro, in cui si contano anche i depositi in denaro, ovvero la liquidità. Oltre questo deve rispettare almeno uno tra due requisiti: aver effettuato almeno tre investimenti in PMI negli ultimi due anni, oppure aver ricoperto nell'ultimo anno il ruolo di amministratore esecutivo in una PMI.

Poi, nel 2017, la norma è stata modificata, abbassando, in certi casi, la quota sottoscritta al 3%. Questo è consentito solo se l'offerta è pubblicata da una PMI che presenta il bilancio certificato degli ultimi due esercizi redatto o da un revisore contabile oppure da una società di revisione.

Inoltre, nel 2019, è stato aggiunto un comma riguardante i soggetti abilitati alla sottoscrizione di obbligazioni e di titoli di debito. Viene specificato di come la sottoscrizione di questi strumenti sia riservata agli investitori professionali e ad investitori non professionali che però riescono a rispettare determinati requisiti: avere un portafoglio investito in strumenti finanziari di almeno 250 mila euro, volersi impegnare nell'investimento di almeno 100 mila euro in un'unica offerta e infine il dover svolgere l'investimento sotto forma di un servizio, come la gestione di portafogli.

L'articolo 25, invece, regola il funzionamento della provvista. Questa viene costituita in un conto dall'impresa offerente, a garanzia del diritto di revoca che gli investitori possono esercitare. Questo diritto, come spiegato nel medesimo articolo, può essere esercitato nel momento in cui viene fatto sapere che ci sono stati o errori nelle informazioni pubblicate relative all'offerta oppure se sopravviene un fatto che possa incidere sulle valutazioni inerenti l'investimento. In questi casi l'investitore ha un limite di tempo di sette giorni per poter revocare la sottoscrizione delle quote. Se alla fine l'investitore esercita il diritto, i fondi destinati alla costituzione della provvista vengono resi disponibili verso di lui.

Infine, con l'Allegato numero tre, vengono elencate le informazioni da pubblicare riguardanti l'impresa offerente e gli strumenti finanziari offerti, come i rischi specifici della PMI, i componenti dell'organo amministrativo, la descrizione degli strumenti finanziari e i vari diritti amministrativi e patrimoniali associati, insieme alle varie modalità di esercizio.

Infine, come novità introdotta dall'European Crowdfunding Service Providers (ECSP) per le aziende, si segnala quella più importante, ovvero il tetto limite posto come massimo per la raccolta. Viene fissato a 5 milioni di euro il capitale massimo che ogni azienda può raccogliere per singola campagna di crowdfunding. Inoltre viene data la possibilità di avviare una raccolta a tutte le società di capitali, consentendo anche di poter accedere ai finanziamenti di investitori provenienti da altri paesi europei.

2.2 – Tipologie di Crowdfunding

Esistono quattro tipologie diverse di crowdfunding e i fattori che principalmente li contraddistinguono sono: la remunerazione che gli investitori si aspettano, la destinazione dei fondi raccolti, le modalità con le quali viene regolato il trasferimento dei fondi raccolti al promotore della campagna e, infine, la tipologia di capitale raccolto.

2.2.1 – Donation model³²

Questa tipologia di raccolta di capitale tra tutte è la più particolare. Il motivo è dato dal fatto che chi partecipa con le proprie risorse alla campagna non si aspetta un ritorno economico. Infatti già dal nome si può ben intendere il perché. Si effettua un versamento a titolo di donazione ed il solo obiettivo perseguito da chi propone la campagna è la realizzazione di un progetto. Invece, chi apporta le risorse, ha il solo fine di vedere realizzata l'opera. Visto il fine mutualistico e anche caritatevole, i soggetti che portano avanti campagne simili sono anche enti

³² Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 171

e associazioni no-profit, che svolgono la loro attività nello sviluppo di progetti rivolti alle comunità.

In questo caso il capitale raccolto, essendo una donazione, non è inquadrabile né nella definizione di capitale di debito né in quella di capitale di rischio.

Le campagne di questa tipologia raccolgono l'intero capitale raccolto, senza impostare un tetto massimo (sopra il quale viene fermata la raccolta in caso di sfioramento) o un valore minimo (che se non raggiunto vede la cancellazione del progetto e la restituzione del capitale intanto raccolto agli investitori). Quindi alla fine della campagna, indipendentemente dall'ammontare raccolto, il promotore si vede trasferire l'intera somma così da poterla impiegare, per quanto possibile, nella realizzazione del progetto.

Per quanto riguarda la destinazione dei fondi si possono distinguere due macro aree: il civic crowdfunding e il crowdfunding destinato alla raccolta di fondi per risolvere situazioni di emergenza. Quello che accomuna i progetti di entrambe le aree è che sono una risposta della comunità a dei problemi nei quali lo Stato non riesce ad intervenire.

Per quanto riguarda il primo, ci si riferisce a tutte quelle piattaforme di donation crowdfunding che rivolgono la loro attenzione per lo sviluppo di progetti che possano migliorare la comunità. Questo può avvenire in vari modi, per esempio migliorando le infrastrutture cittadine oppure finanziando progetti volti alla tutela ambientale (la piattaforma PlanBee propone progetti per aiutare e sostenere il mondo dell'apicoltura).

Diversa destinazione, invece, hanno i fondi raccolti per contrastare le conseguenze e i danni generati da eventi catastrofici. Con questi si intendono sia gli eventi naturali che quelli generati dall'uomo, che comunque hanno in comune la caratteristica di essere improvvisi e dannosi. Esempi di eventi naturali possono essere i terremoti, le inondazioni, le eruzioni vulcaniche e le epidemie. Per

quanto riguarda i danni causati dall'uomo, invece, si può pensare a quelle azioni non sempre volontarie ma che risultano dannose per l'ambiente circostante, come per esempio gli incendi nelle località boschive e nei centri cittadini.

In questi casi il crowdfunding risulta essere una semplice evoluzione, data dalla presenza di una nuova infrastruttura tecnologica e comunicativa, della colletta tra soggetti appartenenti ad una stessa comunità che si uniscono nel fronteggiare un problema comune, il cui ritorno in termini di appagamento è dato unicamente dalla risoluzione del problema. Anche in questo caso l'iniziativa nasce dalla mancanza della figura dello Stato, che non riesce a risolvere in maniera tempestiva ed efficiente alcune situazioni, in particolar modo quelle non preventivabili e dannose.

In questi scenari importante è il legame che si crea tra i vari soggetti, ovvero le imprese, le associazioni non governative e i cittadini³³. Le imprese in queste situazioni abbandonano la loro natura profit-oriented e rivolgono le proprie risorse senza aspettarsi un ritorno economico, ma perseguendo fini mutualistici. Naturalmente si ha anche un possibile ritorno economico indiretto, data dalla maggiore notorietà acquisita e da una pubblicità favorevole a migliorare la posizione dell'impresa agli occhi dei cittadini. Nonostante ciò, comunque, risulta interessante osservare come tra questi soggetti possa crearsi una sinergia per contrastare un problema comune.

2.2.2 – *Reward model*³⁴

A differenza del donation model, in questa tipologia di crowdfunding i finanziatori si aspettano di ricevere una ricompensa materiale a fronte

³³ Cfr. Behl A., Dutta P., 2020, "Social and financial aid for disaster relief operations using CSR and crowdfunding: Moderating effect of information quality", *An International Journal*, Vol. 27, No 2, pp. 732-759.

³⁴ Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 177

dell'investimento effettuato. Al termine della campagna il promotore si impegna, nei tempi e nelle modalità specificate già nella descrizione del progetto, ad inviare un premio ai suoi sostenitori. Solitamente si tratta di un bene o di una prestazione in linea con il progetto in sé. Quindi il finanziatore decide in quali progetti investire in base alle proprie preferenze, andando a scegliere quella campagna che rispecchia di più i suoi gusti.

I promotori possono essere di vario tipo, dai soggetti privati indipendenti che vogliono realizzare una loro idea, alle imprese che, sviluppando un progetto innovativo e rischioso, si rivolgono ad una certa categoria di finanziatori ben specifica con degli interessi comuni. Per esempio se si vuole sviluppare una tecnologia innovativa nel settore dell'energia rinnovabile si andrà ad individuare quella piattaforma e quei sostenitori che hanno a cuore queste tematiche, offrendo come premio o il bene stesso o un qualche incentivo economico sempre legato a quest'ultimo.

La destinazione dei fondi è molto eterogenea. Non si ha un ristretto ambito di applicazione e questa tipologia di campagna è applicabile a molti scenari ed esigenze. Si presta molto bene per il finanziamento di progetti artistici e culturali, come per esempio l'uscita di un disco o la pubblicazione di un libro, le quali ricompense, ovvero il Reward, possono essere rappresentate da una copia del cd o del libro. Una delle piattaforme più impiegate per realizzare questo tipo di raccolta è Patreon, in cui youtuber, fumettisti e scrittori (quindi dei creativi) possono finanziare i propri progetti pubblicando vari livelli di sottoscrizione, in cui ad ogni livello è associato un importo e una ricompensa diversa. Naturalmente ad ogni aumento dell'importo si ha anche un aumento della quantità o qualità della ricompensa, andando a ricompensare maggiormente i sostenitori che hanno contribuito di più.

Altre piattaforme sono MoolaHoop e Plum Alley. Entrambe si rivolgono alle piccole imprese guidate da donne. Le ricompense sono rappresentate da sconti e riduzioni di prezzo applicati ai prodotti e ai servizi presentati come progetti nella piattaforma³⁵.

Anche in questo caso il capitale conferito non rispecchia le caratteristiche del capitale di debito e di rischio, perché dal punto di vista remunerativo del capitale investito non si ha nessun ritorno.

Per quanto riguarda la gestione del portale di crowdfunding, in questo caso il gestore è chiamato ad effettuare un controllo maggiore sui progetti, e quindi sui loro promotori, che poi saranno presenti nel portale. Questo perché i sostenitori si aspettano un certo ritorno, anche se non prettamente economico, a differenza delle piattaforme in cui il finanziamento avviene sotto forma di donazione. In quest'ultimo caso, infatti, il controllo è meno presente.

Infine, le piattaforme di crowdfunding reward-based possono prevedere due modalità di assegnazione dei fondi raccolti: il trasferimento al promotore della somma raccolta alla chiusura della campagna, oppure il trasferimento a patto che si sia raggiunta una soglia minima prefissata dal promotore stesso. Il primo caso è il medesimo utilizzato nelle piattaforme che utilizzano il modello donation, mentre nel secondo si sceglie una soglia che deve essere superata, così da perfezionare il trasferimento dei fondi. Questa modalità di assegnazione può essere adottata dalla piattaforma perché è una forma di garanzia per i finanziatori. Questo perché il valore soglia indica un importo minimo necessario per avviare il progetto e riuscire a terminarlo, così da poter ricompensare i finanziatori con il premio promesso. Se, invece, i fondi che si sono riusciti ad ottenere sono bassi e al promotore viene trasferito l'importo raccolto, in questo

³⁵ Cfr. Mollick E., Robb A., "Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding", University of California, Vol. 58, No. 2 2016, p. 11

caso il progetto può anche non vedere la luce e i sostenitori nemmeno venire ricompensati.

2.2.3 – Lending model

Questa tipologia di crowdfunding si basa sul reperimento da parte del soggetto promotore di capitale di debito. Questo strumento viene anche denominato peer-to-peer lending, e fa parte dei modelli di crowdfunding definiti come crowdfinancing.

Si fa riferimento ad un vero e proprio investimento da parte dei soggetti finanziatori, che si aspettano sia la restituzione dell'intero capitale investito che il ricevimento di una quota di denaro in più rappresentato dagli interessi maturati. In questo caso quindi si crea un legame diverso tra i vari soggetti, ovvero tra i finanziatori e i promotori. La scelta non è più guidata dalla comunanza di interessi e gusti bensì da valutazioni di tipo economiche.

Nelle prime due tipologie di crowdfunding il fine dell'investimento poteva anche essere solo mutualistico, ora l'obiettivo è unicamente la ricerca di un investimento profittevole.

Anche in questo caso i soggetti promotori possono pubblicare campagne di qualsiasi tipologia, rivolgendosi ad una gamma di investitori eterogenea.

I promotori possono essere sia consumatori che imprese.

Per quanto riguarda i primi esistono piattaforme specializzate in questo ambito, nelle quali vengono finanziate le esigenze di acquisto di chi richiede dei finanziamenti. Lo si può paragonare ad un prestito bancario, nel quale però ci si rivolge ad una moltitudine di soggetti che prestano le loro risorse. Questa tipologia di prestito viene chiamata peer-to-peer consumer lending.

Diverso, invece, è il peer-to-peer business lending. In questo modello le risorse finanziarie finiscono nelle tasche delle imprese. Queste risorse poi potranno essere impiegati in vari modi. È compito del soggetto prenditore delineare la

destinazione dei fondi raccolti. Per esempio si può pensare che i fondi siano utilizzati per aprire una nuova linea di business oppure per sostenere dei costi per il marketing. Oltre a queste informazioni, più importanti per gli investitori sono quelle riguardanti le caratteristiche del prestito, ovvero i tempi di rimborso, l'obiettivo massimo e minimo di raccolta, il tasso di interesse applicato e l'ammontare di risorse finanziarie raccolte. Importante è che il promotore sia competitivo con la propria offerta, e che quindi tenga d'occhio la remunerazione e le tempistiche di investimenti simili.

Oltre queste informazioni, naturalmente, è necessario anche pubblicare quelle che concernono l'azienda e che sono specificate nel Regolamento.

Dato che in questa tipologia di crowdfunding gli investitori si aspettano un ritorno economico, ci si aspetta che la piattaforma attui un controllo attivo sulle imprese che vogliono raccogliere capitale di debito. Per assicurarsi principalmente che riescano a ripagare il debito. A questo riguardo, l'IOSCO ha delineato tre diverse tipologie di controllo che le piattaforme di peer-to-peer business lending possono decidere di adottare: il "*client segregated account model*", il "*notary model*" e il "*guaranteed return model*"³⁶.

Nel primo modello i datori di fondi e i soggetti che ne fanno invece richiesta (i mutuatari) vengono fatti incontrare dalla piattaforma. Quest'ultima assume solamente il ruolo di market place, ovvero di luogo in cui gli interessi di soggetti terzi si incontrano, senza attuare un controllo sui soggetti. Questo è il modello di business meno invasivo, infatti la piattaforma come servizi offre soltanto quelli di consulenza e di tipo amministrativo, dietro la trattenuta di commissioni. Queste sono applicate sia ai finanziatori che alle imprese richiedenti i fondi. Ai primi viene sottoposta una tassa amministrativa, che comprende la copertura dei

³⁶ Cfr. Kirby E., Worner S., "Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast", IOSCO Research Department, 2014

servizi di base, e una addizionale nel momento in cui utilizzano ulteriori servizi dati dalla piattaforma, come la vendita del loro portafoglio in un mercato secondario o alla piattaforma stessa. I mutuatari, invece, sono sottoposti ad una tasso iniziale di importo variabile in base alla loro categoria di rischio e altre successive legate ai servizi amministrativi. Tra questi ultimi il più importante è quello riguardante la gestione della restituzione del capitale verso i finanziatori, trasferito direttamente dalla piattaforma.

Il secondo metodo, il notary model, si distingue dal primo sia per il meccanismo di funzionamento che per il controllo attuato.

Per quanto riguarda il meccanismo di funzionamento, non è la piattaforma a trasferire le risorse, bensì è un istituto bancario a creare il mutuo una volta che si è raggiunta la somma richiesta. La banca però non è il soggetto che si assume il rischio di insolvenza del mutuatario, ma lo sono i finanziatori, ai quali viene dato dalla piattaforma una certificazione che possono utilizzare per riscuotere le proprie quote. In questo caso quindi le commissioni da pagare sono maggiori, perché entra anche un nuovo soggetto, ovvero la banca.

Inoltre la piattaforma attua una serie di controlli maggiori volti alla valutazione del merito creditizio del mutuatario. Una volta fatte le doverose verifiche, e ottenendo un risultato positivo, la richiesta di fondi viene pubblicata nella piattaforma.

Nell'ultimo modello, il guaranteed return model, si ha il maggiore intervento della piattaforma nel gestire le offerte. In questo caso, oltre al controllo sul merito creditizio, è la piattaforma stessa a decidere il tasso di interesse che poi i mutuatari dovranno applicare alla loro offerta. Questo tasso è deciso tenendo conto dei vari rischi legati all'emittente e solitamente oscilla tra dei valori prefissati. Da un lato questa invasività può essere anche vista come una tutela per l'investitore, dato il grande controllo operato dalla piattaforma per decidere

il tasso. Però porta anche a delle problematiche. Innanzitutto potrebbe essere troppo elevato, mettendo in difficoltà l'impresa nel remunerare il capitale preso a prestito. Secondariamente con questo metodo viene limitata la libertà degli operatori di potersi accordare per scegliere le migliori condizioni contrattuali, cosa che invece caratterizza il mercato delle fonti di finanziamento alternative. Ultima problematica è che si potrebbe assistere, da un lato, ad un'uscita dal mercato dei capitali di quelle imprese ritenute più rischiose, e dall'altro lato non si potrebbero soddisfare le esigenze di investimento di quegli investitori più propensi al rischio, proprio perché la piattaforma, dovendo mettere un tasso elevato ad imprese rischiose, finirebbe per non accettare la richiesta di finanziamento di queste ultime. Quello che si dovrebbe fare è offrire al finanziatore un giudizio della piattaforma sull'impresa, così che in ultima istanza sia il finanziatore a decidere se investire o meno³⁷.

Infine, per quanto riguarda le dimensioni del mercato del lending crowdfunding, il report di luglio 2023 sul crowdfunding redatto dal Politecnico di Milano³⁸ riesce a delineare un quadro generale dei player coinvolti e dei volumi generati. Innanzitutto bisogna distinguere le piattaforme in base alla tipologia dei progetti e dei soggetti che si trovano al loro interno: consumer, business non immobiliari e business immobiliari.

I dati del report sono riferibili a fine giugno 2023.

Per quanto riguarda il mercato consumer, ovvero rivolto al finanziamento di persone fisiche, si riscontrano poche piattaforme attive, solo quattro, in calo rispetto al 2022. Inoltre si evidenzia il fenomeno dell'acquisizione da parte delle

³⁷ Cfr. Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 181

³⁸ AA.VV., "8° Report italiano sul Crowdfunding", Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, Politecnico di Milano, 2023

società di credito al consumo e di istituti bancari delle piattaforme che operano in questo ambito, essendone questi ultimi diretti concorrenti.

Due delle quattro piattaforme operano secondo il modello diffuso, ovvero non consentendo ai finanziatori di scegliere direttamente i prenditori di fondi. Le rimanenti, invece, utilizzano il metodo diretto.

Per quanto riguarda il volume degli scambi tra la seconda metà del 2022 e luglio 2023 il valore dei finanziamenti erogati ammonta a 24,76 milioni di euro, con un volume cumulato nel tempo di 98,84 milioni di euro. Però è importante sottolineare che la sola piattaforma Prestiamoci detiene il 98% dei prestiti di questo mercato.

Diversa per quantità di player e per i volumi è, invece, la situazione di mercato delle piattaforme business non immobiliari (ovvero che non finanziano progetti aventi come sottostante un immobile). Si contano 10 player. Tra questi alcuni ospitano qualsiasi tipologia di progetti, mentre altri si sono specializzati in determinati ambiti, come la riqualificazione energetica, gli investimenti sostenibili e la realizzazione di opere d'arte. A differenza delle piattaforme consumer, in questo ambito viene utilizzato il modello diretto, e non quello diffuso. Per quanto riguarda i volumi, tra giugno '22 e luglio'23 sono stati raccolti ben 39,96 milioni di euro (in aumento del 30% rispetto al 2022), offrendo un tasso di interesse medio dell'8,56%. Mentre in totale si raggiungono i 93 milioni di euro.

Per quanto riguarda le piattaforme per business immobiliare, in Italia a luglio 2023 si contavano 17 piattaforme, tutte utilizzanti il modello diretto. Fino alla prima metà del 2023 le piattaforme avevano raccolto 267,60 milioni di euro, con una raccolta nei 12 mesi precedenti di 115,79 milioni di euro.

Le piattaforme operanti in entrambi i settori (immobiliare e non) hanno fette di mercato più equamente spartite tra di loro, senza che ci siano situazioni simili al monopolio.

2.2.4 – Equity crowdfunding

L'equity crowdfunding è la tipologia di raccolta più invasiva per l'impresa. Questo per il fatto della tipologia di capitale che si va a richiedere, ovvero quello di rischio. I finanziatori diventano dei veri e propri soci dell'impresa, andando a sottoscrivere quote di capitale. Le caratteristiche di questo conferimento sono ben diverse da quelle del lending crowdfunding. Innanzitutto la remunerazione attesa dagli investitori è rappresentata dallo stacco dei dividendi e non dalla restituzione del capitale più gli interessi maturati. Questa tipologia di remunerazione comporta l'assunzione di alcuni rischi e svantaggi. Per esempio nelle start-up e PMI innovative non è reso possibile lo stacco dei dividendi, questo perché si ritiene migliore che le realtà più piccole reinvestano gli utili generati e non li distribuiscano invece alla compagine societaria. Inoltre è una decisione della società quella di distribuire o meno i dividendi, quindi se lo stacco non avviene la remunerazione in capo al socio risiede nella vendita della propria quota, nel caso in cui abbia guadagnato valore. Questo però può risultare complicato nel momento in cui non si abbia un mercato secondario nel quale poter liquidare le proprie quote.

Questo modello di raccolta di capitale è ben visto soprattutto da quelle imprese ad alto carattere innovativo (che più difficilmente trovano finanziamenti dato l'alto rischio di insuccesso) oppure che sono in una fase di crescita della propria attività (così da consolidare la proprietà e ricorrere in misura limitata al capitale di debito).

Come nel caso del lending crowdfunding, alle imprese viene trasferito l'ammontare dei fondi raccolti solo nel momento in cui raggiungono o superano una soglia determinata prima di iniziare la campagna di raccolta.

Peculiarità della raccolta tramite capitale di rischio è l'elevato numero di obblighi e controlli a cui l'impresa deve adempiere e superare prima di iniziare la campagna, come la redazione del business plan relativo alla raccolta (quindi la spiegazione accurata di come verranno impiegati i fondi raccolti), la descrizione delle tempistiche (ovvero per quanto tempo la campagna rimarrà aperta per l'acquisizione dei fondi) e l'esposizione delle informazioni principali sulla remunerazione dei soci. Tutte queste informazioni poi vengono analizzate dalla piattaforma che decide sull'accettazione o meno dell'impresa alla raccolta sul proprio portale.

2.3 – Equity crowdfunding

2.3.1 – Il mercato dell'equity crowdfunding in Italia

Per delineare la situazione del mercato dell'equity crowdfunding è necessario fare una distinzione tra le piattaforme, le imprese che pubblicano le campagne di raccolta e gli investitori. Tutti e questi tre soggetti, attraverso le interazioni fra di loro, contribuiscono a creare il mercato.

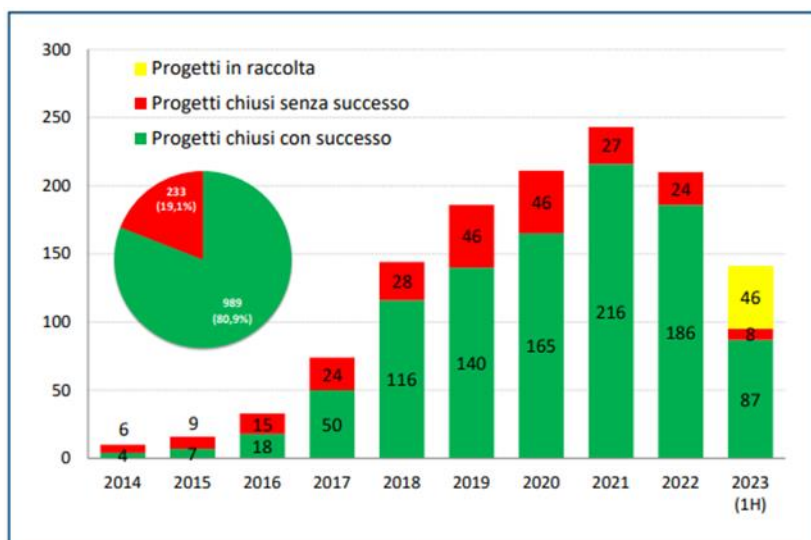
Le piattaforme di equity crowdfunding, secondo i dati e le analisi contenute nel report di luglio 2023 sul crowdfunding redatto dall'osservatorio del Politecnico di Milano³⁹, alla data del 30 giugno 2023 ammontavano a 48. Queste piattaforme operano con modalità differenti, alcune consentono a tutti gli investitori di poter diventare soci delle imprese che pubblicano le varie campagne mentre altre consentono solo ad alcuni investitori, previamente selezionati, di poter

³⁹ AA.VV., 2023, "8° Report italiano sul CrowdInvesting", Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, PoliMi School of Management

partecipare alle campagne di raccolta, operando come un club deal. Altro elemento distintivo è che alcune piattaforme utilizzano uno special purpose vehicle per far confluire tutte le risorse finanziarie così che poi saranno interamente investite nell'impresa target che ha avviato la campagna, così che quest'ultima abbia come unico interlocutore il veicolo e non una moltitudine di investitori.

Per quanto riguarda il numero di campagne presentate, dal 2014 fino alla prima metà dell'anno passato, se ne sono contate 1.268, di cui 989 chiuse con successo.

Figura 2.1 Flusso temporale delle 1.268 campagne di equity crowdfunding in Italia, per data di conclusione



Fonte: AA.VV., 2023, "8° Report italiano sul CrowdInvesting", Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, PoliMi School of Management, p. 19

Dalla figura 2.1 si può notare dal 2022 una diminuzione delle campagne presentate e di quelle che si concludono con successo. Questo può essere dato dall'aumento dei tassi di interesse, che ha spostato gli investimenti da quelli più rischiosi a quelli tradizionali, e da ragioni macroeconomiche, come l'inflazione. Comunque, anche se il numero sta calando, i tassi di successo rimangono alti e

incoraggianti, segnale del fatto che gli investitori sono ottimisti e che le piattaforme riescono a filtrare le imprese e i progetti meritevoli. Invece, se guardiamo le piattaforme leader, ci si accorge che sono ben poche. Infatti si ha una concentrazione delle campagne in sole 4 piattaforme, per un ammontare che supera il 70%. I portali in questione sono, in ordine decrescente di campagne registrate: CrowdFundMe, MamaCrowd, Backtowork24 e OPStart. Però per quanto riguarda il volume di capitale raccolto attraverso queste piattaforme, CrowdFundMe, che ne ha presentate di più, non è quella che ha registrato i valori maggiori. MamaCrowd con 130,65 milioni di euro è la piattaforma che ha raccolto più capitale dal 2014, seguita da Walliance (che paradossalmente ha registrato un numero ristretto di campagne) e da CrowdFundMe.

Per quanto riguarda la locazione geografica e gli aspetti patrimoniali delle piattaforme, un'analisi condotta da Modaffari Giuseppe⁴⁰ riesce a offrire spunti interessanti. Innanzitutto le piattaforme risultano essere concentrate geograficamente nella provincia di Milano (55%). La restante metà invece è distribuita abbastanza equamente in tutto il territorio italiano.

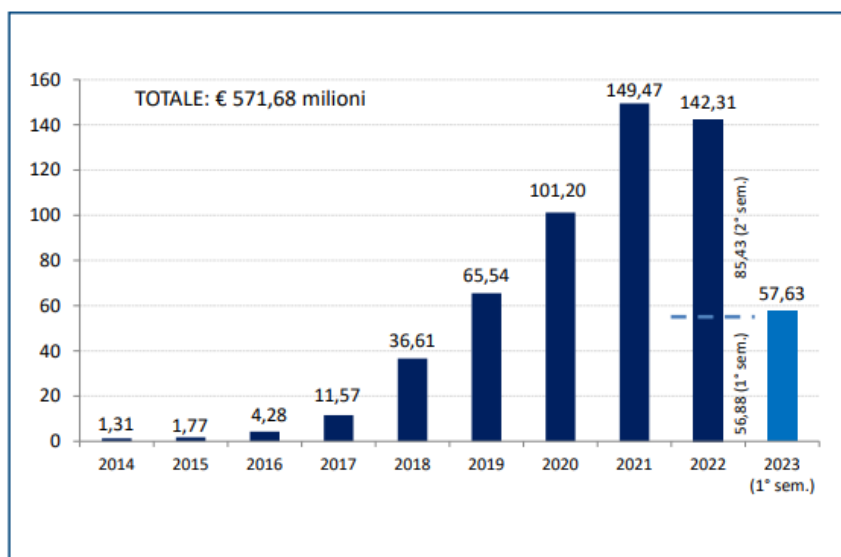
Invece, grazie ai dati desumibili dai bilanci, è possibile capire ancora di più il perché questo mercato sia concentrato nelle mani di pochi player. Nel 2021 solo 8 piattaforme avevano un valore del fatturato maggiore della media (calcolata su 51 portali), e il valore aggregato del fatturato di queste rappresentava il 93% del fatturato di tutte le piattaforme. Inoltre lo stato di salute delle piattaforme operanti non è ottimo. Se si guarda l'intero mercato, dal 2018 al 2021, si registra un valore aggregato negativo sia dell'EBITDA che del risultato netto. Sempre a riguardo dell'EBITDA, solo poche piattaforme (18 su 51) riescono a raggiungere un risultato positivo su questo margine. Dato rincuorante però è l'aumento nel

⁴⁰ Modaffari G., 2024, "Il finanziamento innovativo delle piccole medie imprese", G. Giappichelli, p. 201-211

tempo delle piattaforme che riescono ad ottenere questo margine positivo, passate da 6 a 18 nel giro di quattro anni.

Infine, uscendo dal campo sei servizi per l'equity, è interessante osservare il numero di piattaforme che si sta adeguando per consentire alle imprese di poter negoziare mini-bond. Soltanto 3 portali consentono questa possibilità, e dal 2020 al luglio 2023 si sono registrate 107 emissioni per un valore di 89,93 milioni di euro. La piattaforma leader di questo mercato è Fundera, che negli anni ha visto raccogliere nel proprio portale il 73% del capitale di debito dell'intero mercato. Invece, per quanto riguarda le imprese, negli ultimi dieci anni, contestualmente all'aumento delle campagne pubblicate, si è registrato un aumento dei volumi dei capitali raccolti, con una leggera flessione dopo il 2021.

Figura 2.2 Flusso di raccolta delle campagne chiuse con successo, con valori in milioni



Fonte: AA.VV., 2023, "8° Report italiano sul CrowdInvesting", Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, PoliMi School of Management, p. 23

Come si evince dal grafico il flusso di capitale verso le campagne aventi successo nel tempo è stato pari 571,68 milioni di euro, con una progressiva crescita fermatasi nel 2022. Comunque nella prima metà del 2023 non si è subito un ulteriore rallentamento e i volumi risultano ancora essere stabili.

Per quanto riguarda l'anagrafe delle imprese presenti nelle piattaforme, il 62% fa parte della categoria delle start-up innovative, il 12% delle PMI innovative, il 18% rientra nella definizione di PMI e infine la parte rimanente è rappresentata da veicoli di investimento che si occupano di start-up e PMI innovative.

Anche le imprese hanno una distribuzione geografica che ricalca quella delle piattaforme. Il 41,2% degli emittenti si trova in Lombardia, seguono poi l'Emilia Romagna e il Lazio.

I settori più rappresentati invece sono quello dei servizi per l'informazione e la comunicazione, seguito poi da quello delle attività professionali, scientifiche e tecniche e infine il settore manifatturiero. Non ci si sorprende di vedere come il settore più rappresentato sia quello delle comunicazioni, nel quale l'innovazione tecnologia risulta essere un traino dell'intero settore e in cui lo status più adatto è quello della start-up o PMI innovativa.

Per quanto riguarda il target di raccolta (ovvero quanto le imprese emittenti si prefiggono di raccogliere durante il periodo della campagna) e la quota di capitale offerta (ovvero la percentuale del capitale che cedono agli investitori) si osservano nel tempo valori molto variabili, per questo motivo il dato più affidabile risulta essere la mediana. Il valore mediano del target di raccolta è di 100 mila euro (con range di importi minimi che oscillano per lo più tra i 100-499 e tra i 500-1.000), mentre il valore mediano della quota di capitale offerta agli investitori è del 5,06% (quindi la priorità risulta essere il mantenimento della proprietà).

A proposito dei diritti spettanti agli investitori che sottoscrivendo quote di capitale di rischio diventano soci, in base alla volontà dell'impresa emittente questi possono acquisire diritti di voto e patrimoniali in misura diversa fra loro. La maggior parte delle imprese (67%) ha deciso di emettere quote di capitale che garantiscono il diritto di voto soltanto se viene sottoscritta una certa quantità che supera una soglia prefissata. La minoranza, invece, ha emesso quote senza diritto di voto oppure quote ordinarie votanti (che quindi conferiscono gli stessi diritti patrimoniali e di voto dei soci fondatori).

La scelta da parte dell'impresa di limitare il diritto al voto risiede nel fatto di non voler vedere alterato l'organo decisionale per via dell'ingresso di nuovi soci che, mediamente per campagna di crowdfunding, ammontano a 96.

Questi investitori, o soci, hanno caratteristiche diverse tra loro per quanto riguarda i dati anagrafici, il loro status giuridico e i volumi di capitali di cui dispongono.

Per quanto concerne le informazioni riguardanti sesso ed età, non è incoraggiante la percentuale di donne e uomini. Infatti, solo il 14% del totale è rappresentato da donne investitrici. Invece, per quanto riguarda l'età, il 43% degli investitori, senza fare distinzioni sul loro sesso, è rappresentato dalla fascia 36-50 anni. Incoraggiante anche che gli investitori under 30 (il 16%) siano attivi in questo mercato, così che le imprese più improntate su tematiche innovative possano trovare il giusto bacino di investitori.

Il 93% degli utenti che hanno investito nelle campagne di equity crowdfunding è costituito da persone fisiche mentre la rimanenza da persone giuridiche (ovvero società e imprese). Queste due tipologie di investitori si differenziano per due motivi principali: le quantità di risorse finanziarie di cui dispongono e che possono investire e il numero di sottoscrizioni che attuano in un certo periodo di tempo. Rispetto al valore medio di capitale investito annualmente, sia le persone

fisiche che le persone giuridiche hanno aumentato la quantità di capitale investito, toccando i picchi nel 2022. Dal 2014 al 2022 per le prime si raggiunge un valore medio di 4.223 euro (ma nel 2022 si arriva ad un valore medio di 6.077 euro), e nel 79% dei casi gli investimenti sono sotto i 5.000 euro. Invece, per le persone giuridiche, il valore medio del capitale investito si attesta sui 49.377 euro (arrivando a toccare gli 80.769 nel 2022) e in larga parte (il 29,4% dei casi) si tratta di singole operazioni di investimento che superano i 50 mila euro. Infine, rispetto al numero di operazioni concluse annue, il 75% delle persone fisiche ha sottoscritto quote soltanto in una campagna, mentre la percentuale sale all'80% per le persone giuridiche.

2.3.2 – Il mercato dell'equity crowdfunding in Europa

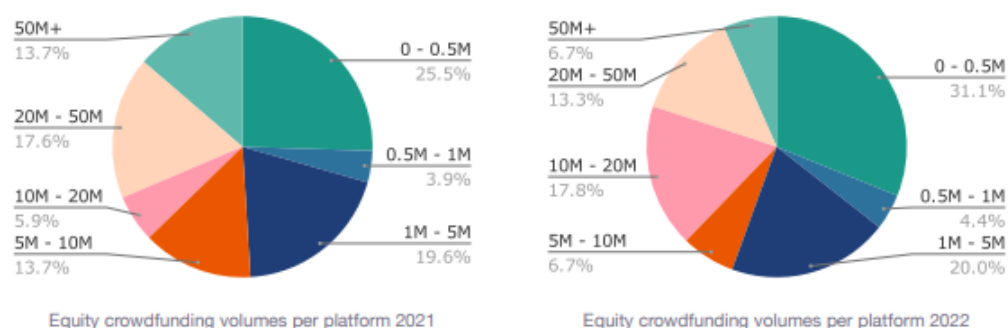
Mettere in luce la situazione europea riguardante l'equity crowdfunding in termini di piattaforme, emittenti ed investitori permette di avere uno sguardo critico nei riguardi dell'Italia. Per effettuare questo confronto si utilizzeranno le informazioni contenute nel report del 2023 sul crowdfunding europeo pubblicato dall'Università di Agder⁴¹. I confronti verranno effettuati tenendo in riferimento l'anno 2022.

Per quanto riguarda i numeri legati alle piattaforme, a livello europeo nel 2022 si assiste ad una contrazione dei volumi gestiti da queste ultime. Soltanto il 20% delle piattaforme registra quantità di capitale investiti nei loro portali superiori ai 20 milioni di euro, ed inoltre la maggior parte di esse gestisce volumi che arrivano ai 500 mila euro, quindi somme rivolte alle start-up e PMI. Nella figura

⁴¹ AA.VV., 2024, "The European Crowdfunding Market Report 2023", University of Agder

2.3 è possibile osservare i range dei volumi gestiti e la percentuale delle piattaforme associate.

Figura 2.3 Range di volumi di equity gestiti nel 2021 e 2022



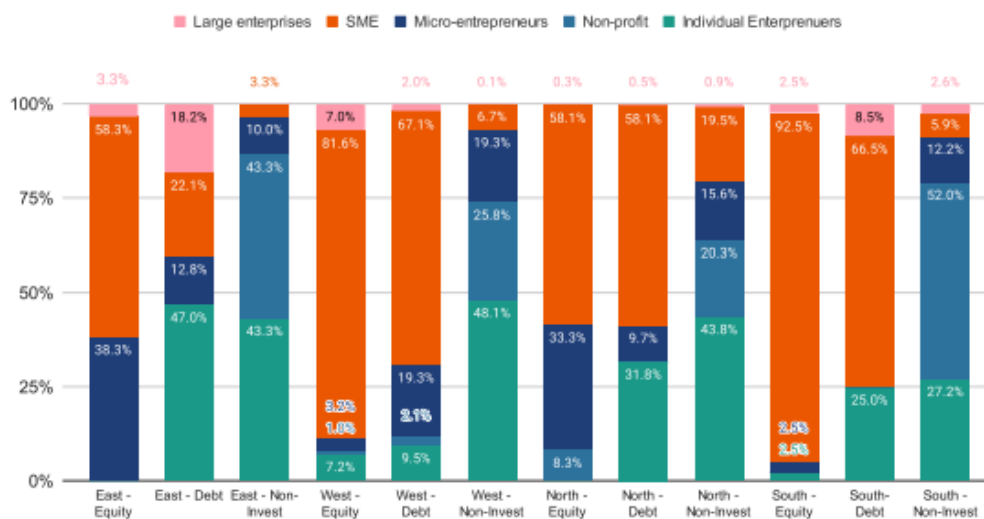
Fonte: AA.VV., 2024, "The European Crowdfunding Market Report 2023", University of Agder, p. 32

Se si confrontano questi dati con quelli delle piattaforme italiane ci si rende conto che queste ultime siano abbastanza differenti con quelle del panorama europeo. Infatti, solo il 4% delle piattaforme italiane registra volumi superiori ai 20 milioni di euro, mentre il 91% ha raccolto nel 2022 capitali al di sotto dei 10 milioni. In Italia le piattaforme sembrano essere più piccole in termini di capitali raccolti, le motivazioni possono essere due: l'elevata presenza nel territorio italiano di PMI che raccolgono quantità di equity inferiori rispetto alle grandi imprese e la bassa presenza pro capite di piattaforme (possibile indice di un mercato non ancora sviluppato). A conferma di questo ultimo punto si riscontra nel panorama italiano la giovane età delle piattaforme di equity crowdfunding rispetto a quelle europee (queste ultime, per il 35%, hanno alle spalle 8 o 9 anni di vita, mentre la percentuale si assesta al 23% per quelle italiane).

Per quanto riguarda le imprese emittenti, si possono effettuare dei confronti osservando tre aspetti principali: la tipologia societaria, il numero di imprese per piattaforma e il tasso di successo delle campagne.

Relativamente al primo punto, nella figura 2.4 è possibile vedere la distribuzione territoriale e per modelli di crowdfunding delle varie tipologie societarie.

Figura 2.4 Distribuzione delle diverse tipologie societarie per regione e modello nel 2022



Fonte: AA.VV., 2024, "The European Crowdfunding Market Report 2023", University of Agder, p. 90

Come si può notare le SME (Small Medium Enterprises) nel modello equity sono la tipologia predominante, raggiungendo il 72% del campione a livello europeo. Nel caso italiano questa percentuale scende al 24% tra PMI e PMI innovative. Ma questo non perché si ha la presenza di imprese di grandi dimensioni ma bensì per la grande partecipazione delle Start-up innovative che rappresentano il 50% del campione.

La più grande differenza tra l'Italia e l'Europa la si ha guardando la distribuzione del numero di imprese, e quindi di campagne pubblicate, per le varie piattaforme. In Europa l'80% delle piattaforme conta fino a 50 imprese emittenti nei loro portali e per un 6,4% di piattaforme si arriva a gestire più di 500 imprese. In Italia dalla seconda metà del 2022 alla prima metà del 2023 nessuna piattaforma ha visto nei propri portali più di 50 imprese emittenti e, ancora più importante, anche le piattaforme più longeve, dall'anno della loro nascita, arrivano a contare meno di 250 imprese.

Per ultimo, ovvero il tasso di successo delle campagne, risulta essere molto in linea e a livelli incoraggianti. Per il vecchio continente questo si attesta al 92,6% delle campagne presentate, mentre per la sola Italia arriva a toccare l'88,57%. Percentuali simili che denotano il buon stato di salute di questo mercato.

Infine, a riguardo dell'ultima tipologia di soggetti, ovvero gli investitori, si faranno comparazioni riguardanti: sesso, età, status giuridico e quantità di sottoscrizioni annue.

Per quanto concerne il sesso anche a livello europeo la media di investitrici è abbastanza basso, arrivando ad essere il 23,15% del totale (in Italia si assesta al 14%).

Le fascia d'età più rappresentata, invece, è quella dai 36 ai 55 anni (64% del campione), in linea con quella italiana (53,6% del campione). Interessante è il dato registrato nell'Europa del Nord in cui ben il 73% degli investitori ha tra i 26 e i 35 anni. Questo potrebbe avvantaggiare quelle campagne di crowdfunding pubblicate da imprese che operano in settori ad alto contenuto innovativo.

Il terzo punto, ovvero lo status giuridico, risulta anch'esso quasi parimenti. Si registra in tutta Europa una predominanza degli investitori rappresentati da persone fisiche, che rappresentano il 72,4% del campione. In Italia la percentuale è ancora più alta (93%) e forse questo indica un problema che risiede nella poca presenza di investitori rappresentati dalle persone giuridiche, ovvero gli investitori istituzionali, capaci di investire ingenti somme e di far crescere il mercato.

Infine, la percentuale di investitori che mediamente attuano una sola operazione annuale nelle piattaforme europee è del 39,4%, mentre quella italiana è del 76%. Interessante, ma non incoraggiante, è il CMRI. Questo è un indice ideato e creato dagli autori del report riguardate il crowdfunding europeo citato in questo sotto paragrafo. Per la creazione di questo indice sono stati studiati 13 stati europei e

a ciascuno è stato assegnato un punteggio calcolato sul posizionamento di ogni paese rispetto agli altri in relazione a determinati aspetti. Questi ultimi sono: il numero di piattaforme nel paese pro capite, i volumi pro capite, il numero medio di investitori nella piattaforma pro capite, il numero medio di imprese emittenti nella piattaforma pro capite, la quantità di piattaforme operanti aventi licenza nei singoli paesi e infine il livello di conoscenza dello strumento del crowdfunding da parte dei cittadini.

L'Italia si posiziona penultima, ovvero dodicesima su tredici paesi analizzati. Questo è dovuto principalmente al basso scoring ottenuto sui primi quattro indicatori, e in particolare sul secondo e il quarto, ovvero sui volumi e sulla quantità di imprese emittenti.

CAPITOLO 3 – BORSA ITALIANA, OPPORTUNITA' DI CRESCITA ATTRAVERSO SEGMENTI E PROGETTI RIVOLTI ALLE PMI

Uno degli obiettivi di Borsa Italiana è quello di contribuire alla crescita del mercato. Questo avviene sia attraverso la quotazione nei suoi vari segmenti che attraverso il reperimento di capitale di debito.

Borsa Italiana, venendo incontro alle richieste delle PMI, ha allora deciso di creare diversi strumenti utili, ovvero: il segmento EGM, il progetto ELITE e il mercato dei titoli di debito.

3.1 – Euronext Growth Milan

3.1.1 – Incentivi fiscali e modifiche normative per le PMI

Uno dei principali ostacoli alla quotazione in Borsa da parte delle PMI è l'elevato ammontare dei costi di quotazione, sostenuti fino e durante la fase di IPO (Initial Public Offering). Questi si dividono in costi fissi e variabili.

I costi fissi fanno riferimento ai costi sostenuti per remunerare i soggetti che svolgono attività di consulenza. I secondi, quelli variabili, attingono all'attività di collocamento dei titoli sul mercato.

La tabella sottostante, elaborata dall'Osservatorio PMI Euronext di IR Top Consulting, mostra i vari attori coinvolti e le attività specifiche che ognuno svolge:

Figura 3.1 Attori del processo di IPO e tipologie di costo

ATTORI	ATTIVITÀ	TIPOLOGIA COSTO
ADVISOR FINANZIARIO Soggetto indipendente specializzato sui Capital Market	Studio di fattibilità di IPO Affiancamento all'imprenditore nell'intero processo di quotazione	Fisso
EURONEXT GROWTH ADVISOR Istituzione finanziaria garante dell'operazione di IPO	Due diligence (finanziaria e di business) e Documento di Ammissione	Fisso
GLOBAL COORDINATOR	Collocamento	Variabile
SOCIETÀ DI REVISIONE Soggetto iscritto all'Albo Speciale Consob	Giudizio sul Bilancio aziendale e Comfort Letter	Fisso
SOCIETÀ DI COMUNICAZIONE E IR Soggetto specializzato nella gestione dei rapporti con gli Investitori Istituzionali	Comunicazione finanziaria regolamentata Investor Relations Advisory	Fisso
STUDIO LEGALE E FISCALE	Due diligence legale e fiscale	Fisso
BORSA ITALIANA & MONTE TITOLI	Listing Fee	Fisso

Fonte: Lambiase A., 2022, "La quotazione in Borsa delle PMI", FrancoAngeli, p. 185

Come si può notare, queste figure affiancano l'impresa per due motivi principali: consigliare e stabilire se la quotazione in Borsa sia una saggia scelta dal punto di vista economico-finanziario, ponderando i costi e i benefici, e controllare che la documentazione fornita dall'impresa sia a norma, per esempio verificando che i bilanci mostrati siano conformi ai principi contabili richiesti. Questi soggetti sono di fondamentale importanza e non possono essere sostituiti da personale interno all'impresa, quindi non sono costi superflui. Il necessario impiego di queste figure e l'elevato costo ad esse associate ha portato Borsa Italiana a suggerire al Governo un intervento che ha avuto ottimi effetti sul numero delle quotazioni nel segmento EGM.

Con la Legge di Bilancio 2018 (legge 27 dicembre 2017, n.205) è stato concesso un credito di imposta alle PMI. Si tratta di un incentivo fiscale, utilizzabile dalle PMI per ridurre i costi di consulenza richiesti nella fase di IPO. Questo incentivo fiscale può essere richiesto per coprire fino al 50% dei costi di consulenza, fino ad un massimale di 500.000 euro per singola azienda. I soggetti richiedenti sono esclusivamente le piccole medie imprese, identificabili nei parametri quantitativi

delineati dell'UE, ovvero il numero di unità lavorative annuali (tra 10 e 250), il fatturato annuo (tra 2 e 50 milioni di euro) e il totale di attivo dello stato patrimoniale compreso tra i 2 e 43 milioni di euro. Per l'anno 2019 il Governo ha stanziato 20 milioni, per gli anni 2020 e 2021 invece 30 milioni. Nel 2022 il budget è stato abbassato per un totale di 5 milioni, erogabili fino ad un massimo di 200.000 euro ad azienda, sempre per una copertura fino al 50% dei costi di consulenza. L'ultima proroga rimane per tutto il 2024, con 6 milioni di euro stanziati.

Per capire l'impatto positivo di questo incentivo, è necessario anche citare uno strumento che è stato di grande aiuto per invogliare gli investitori ad apportare la loro liquidità nei segmenti riservati alle PMI, ovvero i PIR. I PIR (Piani Individuali di Risparmio), introdotti nel 2017, sono identificabili come fondi di investimento. La loro particolarità è che devono sottostare a determinati vincoli per quanto riguarda l'allocazione delle proprie risorse finanziarie. Una percentuale degli strumenti in cui investono deve essere dedicata a strumenti finanziari emessi da società non appartenenti all'indice FTSE MIB o FTSE Mid Cap (30% del 70%), quindi per esempio nel segmento EGM o STAR.

Successivamente, nel 2020, sono stati introdotti i PIR Alternativi, che devono sottostare a vincoli ancora più stringenti, andando ad investire una percentuale ancora maggiore in strumenti non quotati nei segmenti più importanti (70% del totale) e anche in strumenti emessi da società non quotate. La sottoscrizione dei PIR è stata anche agevolata dai benefici fiscali ad essi associati, ovvero l'esenzione dalle imposte sui redditi per i proventi di natura finanziaria, come dividendi e capital gain, provenienti dagli strumenti investiti dal fondo.

Questo ha avuto l'esito di portare molta liquidità all'interno del mercato e nelle aziende, favorendo la capitalizzazione e spingendo nuove PMI alla quotazione. L'effetto prodotto dal credito di imposta e dai PIR è stato ottimo, dal 2018 al

2021 si sono registrate 122 IPO su E.G.M., e per l'80% si tratta di PMI⁴². Per quanto riguarda i benefici nel lungo periodo, si auspica che questi interventi volti ad aumentare il numero delle quotazioni e l'ammontare di liquidità nel mercato contribuiranno a diffondere la cultura della quotazione tra le PMI italiane, a sviluppare il mercato primario e secondario e ad incrementare il numero di investitori, sia retail che istituzionali (nazionali e esteri).

Per quanto riguarda le modifiche normative, invece, nel 2014 sono stati apportati cambiamenti alla disciplina che regolava il diritto di voto nelle società per azioni, quotate e non quotate. Sono state apportate due modifiche importanti. La prima va a consentire alle società non quotate di emettere azioni con diritto di voto plurimo. Per le società quotate, invece, viene data la possibilità di emettere azioni con diritto di voto plurimo solo in determinate occasioni, come gli aumenti di capitale, e solo se non viene esclusa la possibilità nello statuto aziendale. La seconda modifica riguarda l'introduzione delle azioni aventi diritto di voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per quegli azionisti che detengono le azioni per un periodo non inferiore ai 24 mesi. Questi due interventi sono stati fatti per attenuare una paura che chi si avvicina alla quotazione ha, ossia la perdita di controllo della proprietà. Le modifiche introdotte permettono agli azionisti di lunga durata di vedere la proprietà più salda, garantendosi di poter intervenire nelle scelte dell'impresa.

3.1.2 – Requisiti di ammissione

Negli anni sono state portate avanti iniziative volte a favorire la quotazione di PMI, come il credito d'imposta, i PIR e i cambi normativi sulle azioni con diritto di voto. Questi interventi mirano a ridurre i costi, far affluire liquidità e assicurare la proprietà dell'azienda.

⁴² Cfr. Lambiase A., 2022, "La quotazione in Borsa delle PMI", FrancoAngeli, p. 182

Però i fattori che limitano la propensione alla quotazione non sono finiti. Le aziende che intendono quotarsi devono rispettare una serie di requisiti molto stringenti, per esempio, per quanto riguarda il flottante, il livello di market cap minimo richiesto e la presenza obbligatoria di professionisti esterni all'interno degli organi decisionali o di controllo. Borsa italiana, comprendendo le esigenze delle PMI, nel segmento EGM ha voluto introdurre dei requisiti meno gravosi rispetto ad altri mercati, come Euronext Milan (EXM) e STAR.

Ci si soffermerà prima sui requisiti formali e sostanziali richiesti durante la fase di IPO, poi sui requisiti, sempre formali e sostanziali, richiesti post quotazione. Successivamente si andranno a notare le differenze con gli altri segmenti di Borsa italiana.

Per quanto riguarda i requisiti formali necessari per la fase di IPO, sono richieste sia soglie quantitative che devono essere rispettate che adeguamenti per quanto riguarda i professionisti all'interno dell'organico aziendale. È prevista una soglia minima di flottante sul mercato pari al 10%, che deve essere sottoscritta da almeno 5 investitori istituzionali, così da avere una base solida di investitori che sottoscrivono grandi porzioni di capitale. Per i soggetti terzi, invece, è prevista la nomina e il mantenimento di un amministratore indipendente, insieme all'affiancamento dell'Euronext Growth Advisor (EGA), che aiuta l'impresa durante tutta la fase di pre IPO e durante la permanenza dell'impresa nel listino, con lo scopo di supervisionare e controllare che i requisiti vengano soddisfatti nel continuo. L'esistenza di queste due figure è positiva anche per gli investitori, perché l'amministratore indipendente ha lo scopo di difendere e rappresentare gli azionisti di minoranza, mentre l'EGA assicura la corretta gestione e operatività dell'impresa verso il mercato. Per quanto riguarda la documentazione, invece, è previsto che si abbia la certificazione di un bilancio e che sia redatto secondo i principi contabili internazionali o italiani. Inoltre deve

essere anche stilato il documento di ammissione, riportante informazioni generali riguardanti l'impresa, come il core business, i dati economico-finanziari, il management e gli azionisti.

Altra cosa sono i requisiti sostanziali, che soddisfano esigenze diverse, ovvero le domande degli investitori sul successo futuro dell'azienda, appagate attraverso la pubblicazione di informazioni qualitative e quantitative. Infatti, non è sufficiente rispondere ai requisiti formali, perché l'apprezzamento degli investitori nei riguardi dell'impresa passa anche attraverso l'analisi dei requisiti sostanziali. Questi fanno riferimento alla comunicazione di informazioni riguardanti le prospettive future di crescita, gli obiettivi, il come verranno impiegate le risorse raccolte nella fase di IPO, il posizionamento competitivo dell'impresa e i suoi punti di forza e debolezza. Inoltre anche la trasparenza e l'alta frequenza dell'informazione finanziaria sono giudicate molto positivamente. Anche le informazioni riguardanti la struttura finanziaria, e la sua stabilità, insieme alla credibilità del management forniscono la possibilità agli investitori di poter valutare al meglio l'azienda nella sua totalità. Infatti le sole informazioni date dai requisiti formali danno una visione statica, rivolta al presente, e non critica rivolta al futuro. Attraverso queste si riesce ad ottenere sia una rielaborazione dei dati patrimoniali che l'acquisizione di informazioni che non sono desumibili dai soli numeri presenti nei bilanci.

Diversi sono, invece, i requisiti formali e sostanziali richiesti post quotazione.

I requisiti formali si differenziano rispetto a quelli richiesti in fase IPO per due motivi principali, ovvero la loro natura e i soggetti coinvolti. Si tratta principalmente di ricerche e comunicazioni da parte dell'impresa, aventi all'interno informazioni che non sono desumibili dai bilanci. Naturalmente devono essere anche pubblicati questi ultimi, sempre in conformità con i principi contabili internazionali o italiani ed entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio.

Le ricerche e le comunicazioni sono però diverse. Le prime, definite come Equity Research, devono essere pubblicate almeno due volte l'anno e contengono analisi riguardanti le prospettive di crescita dell'azienda e del titolo, correlate ai possibili rischi e difficoltà. Questo documento può essere redatto anche da professionisti indipendenti, terzi all'impresa. Uno dei suoi punti di forza è la sua frequente redazione, che consente di poter cogliere appieno i cambiamenti dell'impresa. Le conseguenze date da questo strumento sono varie, come aumentare la liquidità del titolo e del mercato e incrementare la visibilità delle aziende, anche ad investitori esteri.

Per quanto riguarda le comunicazioni, si fa riferimento a quelle definite come price-sensitive, ovvero che possono influenzare l'andamento del titolo, quindi la sua domanda e offerta. Con queste ci si riferisce principalmente alle informazioni riguardanti le operazioni significative, le operazioni con le parti correlate e i cambiamenti sostanziali sul business.

Per quanto riguarda i soggetti coinvolti, invece, è obbligatoria la presenza dello Specialist, ovvero un intermediario che svolge la funzione di liquidity provider immettendo nel mercato continue proposte di acquisto e di vendita del titolo (attività di market maker). Inoltre è lo Specialist che decide se produrre internamente o delegare a soggetti indipendenti la redazione dell'equity research.

Per quanto riguarda i requisiti sostanziali, invece, si tratta principalmente di attività di comunicazione e di visibilità verso gli investitori⁴³.

Come si è detto, il segmento EGM risulta essere il migliore per quanto riguarda la quotazione per le PMI. Questo lo si può comprendere al meglio paragonando i suoi requisiti per l'ammissione con quelli del segmento di Borsa italiana

⁴³ Si veda diffusamente, Lambiase A., 2022, "La quotazione in Borsa delle PMI", FrancoAngeli, p. 76-96

dedicato alle società più grandi e capitalizzate, ovvero EXM. I migliori parametri per farlo sono: il flottante, il market cap, i soggetti ai quali è rivolta l'offerta e la presenza di comitati e incentivi⁴⁴.

Per quanto riguarda il flottante, per EXM è richiesto un valore minimo del 25%, rispetto al 10% in EGM. Questa differenza esiste perché si è voluto assicurare alle PMI di non dover esporre al mercato una fetta grande della proprietà dell'impresa, cosa che viene meno in EXM dove una più larga porzione della proprietà viene offerta al mercato.

Il market cap minimo in EXM è fissato a 40 milioni di euro, mentre in EGM non si ha nessun requisito a riguardo. Questo per consentire ad una più larga platea di imprese di potersi quotare.

In EXM, poi, i soggetti investitori ai quali le società si rivolgono sono sia istituzionali che retail, senza vincoli di offerta per quest'ultimi. In EGM, invece, gli investitori retail possono partecipare con un capitale massimo di 8 mila euro. Questo per assicurare che si espongano maggiormente investitori istituzionali con grandi disponibilità di capitali, per assicurare una continuità dell'investimento nell'azienda.

Per quanto riguarda gli organi aziendali, nell'EXM viene raccomandata la presenza dei comitati controllo, rischi e di remunerazione, oltre l'impiego degli incentivi al top management. Nell'EGM non ci sono requisiti a riguardo. Questo per due motivi: ridurre i costi e lasciare che l'impresa continui a mantenere il suo assetto organizzativo.

3.1.3 – Il mercato EGM

Essendo il tessuto imprenditoriale italiano principalmente costituito da PMI, risulta necessario analizzare e monitorare il segmento EGM, per due motivi

⁴⁴ Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/requisiti/come-accedere.htm>

principali. Il primo è che questo segmento risulta essere l'approdo naturale per le PMI italiane, il secondo è che da questo segmento è possibile avanzare ed essere quotati in EXM, attraverso un processo agevolato in cui si ha una riduzione degli oneri, come i documenti da presentare, rispetto alla procedura sottoposta a chi si quota direttamente in EXM. Inoltre, è imprescindibile fare un confronto con l'estero per comprendere in che misura il mercato italiano riesca stare al passo a quello europeo, in termini di capitalizzazione e società quotate. Osservando l'intero mercato primario italiano, secondo il bollettino statistico pubblicato da Consob⁴⁵ in data 5 febbraio di questo anno, la capitalizzazione complessiva a fine 2023 si attesta a 586 miliardi di euro, con un rapporto in confronto al PIL pari al 28.6%, in aumento rispetto al 24% di fine 2022. Bisogna evidenziare come il peso di EGM nella capitalizzazione totale sia molto basso (1,3%), anche se il numero di società quotate è simile a quello di EXM. Positivo il saldo, su EXM, tra nuove imprese quotate e imprese che lasciano il listino (+3, tra cui 5 translisting da EGM), interrompendo così il trend negativo in cui si registravano più revoche che ingressi. Da questo punto di vista EGM risulta più solido, infatti il saldo a fine 2023 è di 13 nuove aggiunte, confermando un trend positivo che dura da anni. Secondo il comunicato stampa pubblicato da IR Top Consulting⁴⁶ ad inizio 2024, il numero delle società quotate in EGM è arrivato a 203, il numero più alto negli ultimi 5 anni, con una capitalizzazione pari a 8,2 miliardi di euro.

Per quanto riguarda i settori, le PMI quotate su EGM operano per il 20% nel campo dell'Industria e della Tecnologia, poi seguono i Servizi e la Finanza.

Guardano le aree geografiche coperte, invece, nel 2023 si nota una netta discrepanza tra la Lombardia e il resto d'Italia. Le aziende aventi sede in questa

⁴⁵ Cfr. AA.VV., "Bollettino Statistico Mercati", Consob, gennaio 2024

⁴⁶ Cfr. AA.VV., "Comunicato Stampa", IR Top Consulting, Report Mercato EGM, 3 gennaio 2024

regione rappresentano il 39% del totale delle IPO in EGM riferite all'anno passato.

Interessante vedere come viene valutato l'effetto combinato del credito d'imposta e dei PIR sul numero delle quotazioni. Dalla fine del 2016 alla fine del 2023 si è registrato un +164% per il numero di società quotate e un +181% per quanto riguarda la capitalizzazione, e nel periodo 2018-2022 il bonus IPO, o credito di imposta, ha favorito 120 IPO.

Il confronto con l'estero, però, non è benevolo, né se si guarda la capitalizzazione totale del mercato rispetto al PIL, né se si considerano solo le dimensioni del segmento EGM. Nel 2021 il rapporto tra capitalizzazione e PIL del nostro paese era pari al 45%, mentre la Francia registrava un 150% e il Regno Unito un 170%⁴⁷. Per quanto riguarda i numeri associati al numero di società quotate e la capitalizzazione dei segmenti di borsa esteri dedicati alle PMI, anche qui si riscontra una notevole differenza. Il mercato AIM UK al 31 maggio 2023 contava 800 società quotate con una capitalizzazione pari a 100 miliardi di euro, mentre Euronext Growth Paris, con 272 società quotate, registrava una capitalizzazione pari a 22 miliardi di euro.

Interessante è osservare il trend che negli ultimi anni è in atto in molte Borse europee, compresa quella londinese, ossia la riduzione dei livelli di capitalizzazione nei segmenti riguardanti le PMI. Questo fenomeno però è dovuto a motivi diversi e connaturali a quello che ci si aspetterebbe dopo alcune azioni, invece l'Italia condivide assieme alla Francia una strana anomalia. Nell'ultimo anno sia EGM che Euronext Growth Paris hanno avuto un calo nella capitalizzazione, rispettivamente di -23,9% e del -6,2%. Contestualmente però in entrambi i segmenti si è avuto un aumento delle società quotate presenti nel

⁴⁷ Cfr. AA.VV., "Mercato dei Capitali, Linee Guida Strategiche Settoriali", Cassa Depositi e Prestiti, 2022

listino, quindi il calo della capitalizzazione non è dovuto come si potrebbe pensare ad un calo delle società, come per esempio è accaduto a Londra, Stoccolma e Oslo. In queste tre Borse negli ultimi due anni si è registrata una restrizione dei livelli di capitalizzazione, la più grande è quella di Londra che ha registrato un -48%, passando da 150 a 78 miliardi di sterline. Però la restrizione in questi casi è dovuta ad un calo delle società quotate. La situazione italiana e francese non è di per sé peggiore, però mette in mostra un problema differente. A questo fenomeno possono essere date due motivazioni: l'aumento dei tassi di interesse, che contribuiscono a sviare l'attenzione degli investitori verso opportunità di rendimento meno rischiose rispetto al mercato azionario; e la ridotta dimensione delle aziende che entrano nel listino rispetto a quelle che escono, infatti si tratta spesso di un saldo tra chi entra e chi esce. La conseguenza, in entrambi i casi, è quella di ridurre i livelli di capitalizzazione del mercato.⁴⁸ Affianco a questo fenomeno negli ultimi due anni si delinea un ulteriore problema, ovvero la diminuzione nel 2023 degli scambi in termini di volume e di controvalore scambiato (rispettivamente -32,6% e -35,5%)⁴⁹. Purché EGM riesca a risolvere questa difficoltà è necessario che entrino imprese operanti nei settori più richiesti, nei quali la domanda di prodotti o servizi oggi è più alta che mai. Uno dei settori più floridi degli ultimi anni è sicuramente quello dell'alta tecnologia. Fa tirare un sospiro di sollievo vedere come nel segmento riservato alle PMI uno dei settori più grandi per capitalizzazione sia l'IT, che rappresenta il 19,83%. In questo settore si registrano ottimi risultati per quanto riguarda gli indici di bilancio, infatti se si guardano Cagr, Ebit ed Ebitda

⁴⁸ Cfr. Meneghello M., "Capitalizzazione, Egm maglia nera europea", Il Sole 24 Ore, 2024, p. 28

⁴⁹ Cfr. Meneghello M., "Pmi quotate a Milano in crisi di liquidità verso un possibile riscatto con l'hi tech", Il Sole 24 Ore, 2024, p. 2

di tutte le società presenti nel listino, si osserva che le migliori fanno parte del settore della tecnologia.

Inoltre il settore risulta essere molto attivo in termini di operazioni di M&A e di operazioni di translisting. Infatti nel 2023 le società Tech sono state coinvolte nel 27% delle M&A e per quanto riguarda il translisting hanno rappresentato il 30% delle società che hanno deciso di cambiare listino di quotazione.

Andando più nello specifico è possibile individuare nell'AI la tecnologia più richiesta, infatti i risultati delle imprese che operano in questo ambito sono ottimi. Secondo quanto pubblicato nel Comunicato stampa di IR TOP Consulting⁵⁰, a novembre 2023 nel segmento EGM sono 38 le imprese che si occupano di intelligenza artificiale. Per alcune di queste l'AI rappresenta il core business oppure fa parte della loro value proposition. La capitalizzazione di questo settore a novembre dell'anno passato rappresenta il 19% del segmento Growth. Come riportato nel Comunicato, *“Le società quotate con “core business AI” su EGM presentano un flottante in IPO pari al 41% superiore alla media del mercato (33%) e hanno segnato nel 2023 una performance YTD positiva in controtendenza rispetto alla performance negativa dell'indice FTSE Italia Growth (-17%).”*

Per capire l'importanza e le potenzialità di questo settore si può prendere in considerazione il CAGR associato e il valore degli investimenti globali confrontato con il valore di mercato del settore in Italia. Il CAGR in Italia viene posto al 24,4% fino al 2030, mentre a livello globale a fine 2022 gli investimenti ammontavano a 190 miliardi di dollari, con il mercato italiano che sempre a fine dello stesso anno aveva un valore che ammontava a 500 milioni di euro. Da questi numeri si comprende quanto sia importante che il segmento riservato alle

⁵⁰ Cfr. AA.VV., “Comunicato Stampa”, IR Top Consulting, Report Mercato EGM, 28 novembre 2023”.

PMI Growth sia popolato da queste realtà, così che possano contribuire a sviluppare il segmento apportando liquidità dagli investitori.

3.2 – Progetto ELITE

3.2.1 – Requisiti di ammissione e aspetti dimensionali

Come si è visto, la quotazione, anche nei segmenti creati per accogliere appositamente PMI, prevede dei requisiti che possono disincentivare alcune imprese a quotarsi nel mercato primario. Borsa italiana, allora, ha deciso di andare in contro a tutte queste realtà, creando un progetto al quale possono aderire le imprese più meritevoli, che esula dalla quotazione tramite IPO nel mercato primario, e che permette alle imprese aderenti di acquisire skill e conoscenze per accelerare la crescita, da diversi punti di vista.

ELITE, nato nel 2012, può essere sinteticamente descritto come un programma che nel tempo ha offerto strumenti alle imprese per cercare nuove fonti di finanziamento, nuove opportunità di business e modalità per ampliare le competenze degli imprenditori nei vari ambiti manageriali.

ELITE, concretamente, si sostanzia in una piattaforma digitale nella quale le imprese e gli altri soggetti possono gestire i contatti e le operazioni che a loro interessano. L'obiettivo della piattaforma è quello di rintracciare le aziende migliori dal punto di vista economico-finanziario e manageriale, con ottime possibilità di crescita future, aiutandole per esprimere al meglio le proprie potenzialità, mettendole a fianco di professionisti e a programmi di formazione, così che possano acquisire sia conoscenze che competenze da utilizzare in futuro, per di più ottenendo una vasta rete di contatti di investitori istituzionali. È necessario che per essere ammessi all'interno del programma siano rispettati dei requisiti quantitativi e qualitativi.

Per quanto riguarda i primi, si tratta di requisiti economici che fanno riferimento a dimensioni quantitative del fatturato, del risultato operativo e dell'avvenuta realizzazione di un utile positivo nell'ultimo bilancio.

Per il fatturato viene richiesto che questo sia maggiore di 10 milioni di euro, però possono essere accettate anche quelle imprese che presentano un fatturato maggiore dei 5 milioni di euro, a patto che nell'ultimo periodo si sia registrata una crescita di questo del 15%.

Per quando riguarda il risultato operativo, viene richiesto che sia maggiore al 5% del fatturato, quindi che il rapporto tra reddito operativo e fatturato sia maggiore del 5%.

Infine, viene richiesto solamente che l'utile dell'ultimo esercizio sia positivo, senza nessun requisito minimo da soddisfare.

ELITE, inoltre, delinea ulteriori tre scenari nei quali i requisiti quantitativi vengono meno: quando negli ultimi 18 mesi dalla data di richiesta di accettazione al programma l'azienda risulta essere partecipata da un fondo di private equity, quando presenta un rating almeno pari al livello di investment grade, oppure quando abbia una PD (probability of Default) massima del 3%.⁵¹

I criteri qualitativi, invece, come delineato da Borsa italiana, fanno riferimento a caratteristiche difficili da esporre, quindi, derivano da attente valutazioni, e sono: l'aver alte potenzialità di crescita, il voler utilizzare attivamente i servizi offerti dalla membership e l'aver un'ottima reputazione al di fuori dell'azienda⁵².

Successivi ai requisiti per l'ammissione, sono presenti quelli richiesti per la permanenza, che si sostanziano nell'essere attivi e partecipi alla formazione offerta dal programma e conformi agli adempimenti richiesti.

⁵¹ Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, "Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI", FrancoAngeli, pag. 326

⁵² Cfr. <https://www.elite-network.com/it/private-companies/membership>

Essendo ELITE un programma rivolto a quelle PMI che non sono ancora abbastanza mature per la quotazione in Borsa, i suoi requisiti non sono così tanto stringenti. Infatti dalla nascita in Italia del programma, nel 2012, poi esteso in molti altri paesi, il numero delle aziende partecipanti è molto alto, ad indicarne la buona accessibilità.

A novembre 2023 la piattaforma globalmente contava 2.200 aziende, e in Italia le PMI registrate ammontavano a 1.310, e avevano un fatturato aggregato quasi pari a 150 miliardi di euro, con oltre 470 mila dipendenti totali. Le dimensioni delle imprese sono abbastanza eterogenee, infatti il 63% registrava ricavi tra i 10 e i 100 milioni di euro, però una su tre aveva un fatturato tra i 10 e i 30 milioni di euro, quindi PMI⁵³.

Il programma conferma essere in ottimo stato di salute. Infatti, a livello globale, nel 2024, la piattaforma rimane stabile, contando più di 2.250 società partecipanti, per la prima volta dalla sua nascita. Di queste, 1.400 sono italiane, in leggero aumento rispetto all'anno passato. Queste provengono da 13 regioni e operano in 19 settori, tra cui i più importanti sono la tecnologia, l'industria e l'alimentare⁵⁴.

3.2.2 – Punti di forza del progetto

Le aziende che aderiscono al programma ELITE entrano a far parte di un network di specialisti e investitori dai quali ne possono trarre enorme guadagno, sia in termini di formazione e apprendimento che in termini di copertura del fabbisogno finanziario. Questi soggetti più nello specifico sono rappresentati da banche, investitori istituzionali (domestici ed internazionali), revisori, ed una

⁵³ Cfr. Bussi C., “Elite raggiunge 2.200 Pmi, spinge ricavi e aggregazioni”, Il Sole 24 Ore, 2023, P. 22

⁵⁴ Cfr. <https://www.elite-network.com/it/news/elite-da-il-benvenuto-a-34-nuove-societa-e-lancia-l-osservatorio-sulla-corporate-governance>, 2024

grande platea di consulenti di diversi ambiti (aziendali, legali e finanziari). Il ruolo di queste figure è quello di guidare l'impresa in un cambiamento che parte dall'interno, quindi rivolto soprattutto alle figure manageriali.

Importante è la formazione riguardo l'ambito finanziario, infatti, molto spazio viene dato nel cercare di capire quali siano le fonti di finanziamento migliori per l'impresa, andando a selezionare anche quelle definite come alternative. Contestuale a questo studio è il mettere in contatto le imprese con i finanziatori, permettendo così agli imprenditori di poter esporre i propri progetti e la propria realtà in una vetrina ampia e prestigiosa.

L'attività di formazione si sostanzia in tre fasi, ognuna delle quali apporta benefici all'impresa, procurando nuove conoscenze e competenze⁵⁵.

Nella prima fase, attraverso degli strumenti implementati da ELITE, si fa uno screening dell'azienda, andando ad individuare i principali punti di forza e di debolezza. Questo avviene grazie all'analisi di diverse variabili, come le strategie di crescita adottate dall'azienda (future e passate), il suo fabbisogno finanziario, la composizione del management e la sua qualità, la capacità dell'impresa di gestire il rischio, il capitale umano e il suo posizionamento verso i competitor e il mercato. Dopo aver effettuato un confronto con aziende simili, si riescono ad individuare quelle aree da potenziare e quelle aree che necessitano di importanti cambiamenti. Il grande beneficio che si trae da questa valutazione è quello di porsi nuovi obiettivi e di creare le basi per raggiungerli, andando ad apportare anche numerosi ed ingenti cambiamenti.

Il vero e proprio percorso di formazione si ha durante la seconda fase del programma, la cui durata è di all'incirca un anno. In questo secondo step si ha accesso al programma di formazione che ha come obiettivo principale quello di implementare quelle strategie individuate nella prima fase. Quindi si ha anche

⁵⁵ Cfr. A.A.V.V, 2018, "PMI in volo: destinazione mercato dei capitali", FrancoAngeli, pag. 53

una produzione e pubblicazione da parte delle imprese di vari documenti, come la redazione di un Business Plan, la predisposizione di relazioni semestrali in cui si vanno a commentare i risultati raggiunti, insieme alle difficoltà riscontrate, e la presentazione ad una società di revisione del bilancio di esercizio. Questa attività consente all'impresa di monitorare l'evoluzione del proprio business e delle proprie necessità, allenandosi nella redazione di quei documenti nei quali vengono esposte informazioni care e utili agli investitori istituzionali.

Nella terza e ultima fase l'azienda ha il vero e proprio accesso alle varie forme di finanziamento. Viene data la possibilità di accedere alla piattaforma ELITE Club Deal, ovvero un portale digitale attraverso il quale l'impresa può usufruire dei principali strumenti di funding messi a disposizione dalla piattaforma. Inoltre, l'azienda può entrare in contatto con imprenditori iscritti alla piattaforma con i quali far nascere potenziali business e relazioni commerciali.

Le forme di finanziamento possono essere a titolo di capitale di debito e capitale di rischio.

Per quanto riguarda il capitale di debito gli strumenti più utilizzati sono i mini-bond e i Basket bond (trattati nel paragrafo 3.3).

Se, invece, un'impresa vuole attingere al capitale di rischio, uno strumento molto utile messo a disposizione dalla piattaforma è lo SPAC in Cloud, il cui primo utilizzo è avvenuto nel 2018.

Lo Special Purpose Acquisition Company (SPAC) è uno strumento già esistente, impiegato per favorire la quotazione nel mercato primario di un'azienda. L'innovazione sta nel fatto che viene utilizzata la piattaforma ELITE per accelerare e migliorare alcune fasi di questo processo.

Questo strumento, concretamente, si configura come un veicolo di investimento che ha il solo fine di quotarsi in Borsa e acquisire capitali mediante l'emissione nel mercato di azioni.

Il veicolo viene creato da un gruppo di esperti e investitori istituzionali, definiti come promoters, che apportano inizialmente le risorse finanziarie, così da creare una sorta di scatola vuota, al cui interno si ha unicamente liquidità. Con la quotazione del veicolo in Borsa, i promoters cercano di acquisire ulteriori capitali. Dopo l'acquisizione di questi, la SPAC attua un'operazione di fusione o di acquisizione con una società target non quotata, così che quest'ultima, grazie all'operazione, si ritrova quotata in Borsa, più precisamente nello stesso segmento nel quale era quotato il veicolo. Nel momento in cui è il veicolo ad essere quotato, gli investitori ne possono diventare soci acquistando quote di capitale. Successivamente, quando la SPAC attuerà la business combination, gli stessi soci del veicolo diventeranno automaticamente soci della società target, ora quotata in Borsa.

Come detto, dato che l'unico obiettivo del veicolo è l'acquisizione di risorse e il loro successivo impiego per effettuare la fusione con la società, nel momento in cui li compie la SPAC cessa di esistere, e ha come orizzonte di tempo massimo 24 mesi per concludere queste operazioni.

I vantaggi dati dalla quotazione tramite SPAC sono vari. Innanzitutto l'azienda riesce ad evitare il lungo processo di quotazione, con annessi i vari costi. Inoltre, risulta più facile acquisire capitali dagli investitori nel mercato primario, perché questi si fideranno più facilmente delle abilità e competenze dei promoters nel rintracciare imprese buone e profittevoli. Questa fiducia risulta più importante degli indicatori e delle potenzialità future legate all'azienda⁵⁶. Altro vantaggio è che, con questo metodo, il management dell'azienda target non deve essere totalmente impegnato nel processo di quotazione, sviando così l'attenzione dalla

⁵⁶ Cfr. Imperatore C., "Vantaggi e criticità dei finanziamenti attraverso le Spac", Il Sole 24 Ore, 2023, P.12

⁵⁶ Cfr. Perona E., "Le SPAC, nuovo passepartout della finanza. Un boom già al tramonto?", Il Sole 24 Ore, 2021

gestione dell'impresa, proprio perché è compito delle figure operanti nello SPAC occuparsi della gestione dell'operazione. Poi sempre compito dei promotori dello SPAC è quello di valutare l'azienda, cosa che fa molto comodo dall'impresa, dato che senno' sarebbe compito del mercato dargli una valutazione finale, con tutta l'incertezza del caso⁵⁷.

Tutti questi vantaggi sono mantenuti anche nello strumento SPAC in Cloud reso disponibile nella piattaforma ELITE. I passaggi del processo di quotazione e gli attori coinvolti sono simili allo strumento preesistente dello SPAC. La differenza, e il punto di forza principale, risiede nella maggiore semplicità e rapidità con le quali tale procedimento viene svolto. Infatti, sia il promoter che la società target sono soggetti presenti nella piattaforma, quindi la loro interazione è facilitata. Il promotore, poi, seleziona un Cornerstone Investor che si impegnerà a sottoscrivere una determinata quota nell'IPO. Prima della quotazione, però, l'offerta viene pubblicata in un'area della piattaforma ELITE, così che tutti gli investitori interessati possano sottoscrivere i titoli, aumentando di molto la visibilità dell'operazione. Alla fine di queste operazioni viene presentata l'IPO e la negoziazione nei listini azionari⁵⁸.

Oltre alla raccolta di capitale e alla formazione, ELITE mette a disposizione ulteriori servizi. Uno di questi è la ELITE Lounge, ovvero, degli ambienti nei quali società o istituzioni, definiti lounge partner, supportano piccole realtà aziendali meritevoli. Questo avviene attraverso l'offerta di una serie di servizi e prodotti volti a migliorare l'operatività dell'impresa. Tra le ultime partnership siglate tra ELITE e i vari partner, degne di nota sono quelle portate avanti da Intesa Sanpaolo e CDP. L'attività principale è quella di guidare le PMI in un percorso di formazione e sviluppo, con un focus principale sul facilitare

⁵⁸Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, "Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI", FrancoAngeli, pag. 336

l'accesso al mercato dei capitali⁵⁹. Quest'ultimo obiettivo si realizza sia con la relazione diretta instaurata con il promoter, in questo caso una banca, sia grazie all'ingresso in ELITE. Infatti, nel primo trimestre 2021, su 49 società italiane ammesse, 26 facevano già parte della Lounge di Intesa Sanpaolo⁶⁰. Anche CDP, con la sua ELITE-CDP Lounge, si prefigge di migliorare l'ambiente in cui le imprese operano, ampliando le loro relazioni con nuovi partner finanziari e commerciali⁶¹.

Per concludere, attraverso i numeri è possibile avere uno sguardo più completo sulle scelte strategiche delle società che entrano a fare parte del programma. A livello globale, dalla sua nascita a fine 2023, le società hanno raccolto circa 920 milioni di euro, eseguendo più di 1.900 operazioni. Si registrano molte operazioni di M&A (495 società hanno eseguito 1.490 operazioni tra fusioni e acquisizioni) rispetto alle operazioni di private equity e venture capital (che hanno coinvolto 203 società in 408 transazioni). Le quotazioni in Borsa, invece, ammontano a 66, con una raccolta di 3,8 miliardi di euro⁶².

Questi numeri e l'eterogeneità degli strumenti indicano quanto l'appartenenza alla community di ELITE possa portare benefici, sia in termini di quantità di capitali raccolti che di diversificazione delle forme e fonti di finanziamento.

3.3 – Mercato obbligazionario

3.3.1 – ELITE Basket Bond

Essere ammessi all'interno del programma ELITE consente di ottenere molti vantaggi, uno di questi è il poter partecipare all'emissione dei Basket Bond.

⁵⁹ Cfr. AA.VV., “Al via la nuova Elite Lounge per 26 Pmi”, Il Sole 24 Ore, 2024, p. 23

⁶⁰ Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, “Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI”, FrancoAngeli, pag. 326

⁶¹ Cfr. AA.VV., “Elite e Cdp lanciano «Lounge» per Pmi”, Il Sole 24 Ore, 2023, p. 39

⁶² Cfr. Bussi C., “Elite raggiunge 2.200 Pmi, spinge ricavi e aggregazioni”, Il Sole 24 Ore, 2023, P. 22

Attraverso questo strumento le imprese emittenti possono reperire capitale di debito di medio lungo termine, alternativo a quello derivante dal canale bancario. La differenza principale tra i Basket Bond e un'emissione obbligazionaria sta nel fatto che nel primo caso gli emittenti sono più di uno, si tratta di un gruppo di società, a differenza dell'emissione da parte di una singola impresa, che si impegnerà da sola a sanare il debito.

Il processo di emissione si articola in quattro fasi.

Nella prima fase vengono emesse le obbligazioni da parte di un gruppo di società facenti parte della community di ELITE. Ognuna potrà contribuire in quantità differenti, però il tasso di interesse e la durata dell'operazione saranno gli stessi. Successivamente, nel secondo step, avviene la sottoscrizione da parte di un SPV (Special Purpose Vehicle) delle obbligazioni emesse dalle società.

Nella terza fase l'SPV emette, attraverso una cartolarizzazione dei bond, un'unica tipologia di titoli definiti ABS (Asset Backed Securities). Questa emissione ha valore uguale all'emissione dei bond delle società avvenuta nella prima fase, prima che il veicolo li sottoscrivesse.

Nell'ultima fase l'SPV presenta, all'interno della piattaforma ELITE Club Deal, l'offerta obbligazionaria agli investitori istituzionali e professionali.

Essendo un'emissione collettiva, il rischio di insolvenza di un singolo emittente ha ripercussioni anche sulle altre società, anche se in misura limitata. Infatti, viene previsto che ogni azienda depositi una percentuale della propria quota. Questo deposito verrà poi eventualmente impiegato per coprire l'eventuale insolvenza di un'azienda emittente. Se, invece, l'ammontare da coprire risulta superare l'intero deposito, allora il danno economico ricade sugli investitori che hanno comprato le quote di debito. Questo strumento viene chiamato credit enhancement. Si potrebbe pensare che sia un elemento dannoso per la società che non è insolvente, però offre dei vantaggi, soprattutto agli investitori. Chi

sottoscrive le obbligazioni, infatti, sarà ben contento di sapere che esiste un deposito di garanzia. L'esistenza di questo riduce il profilo di rischio dell'emittente e quindi l'investitore sarà più predisposto a indirizzare la sua liquidità.

Sempre a beneficio degli investitori è la granularità delle imprese facenti parte dell'emissione. Questo permette di ridurre l'intero rischio associato all'emittente, migliorandone il rating, perché le imprese aderenti sono tante e soprattutto possono anche appartenere a settori diversi. Quindi il rischio che ci sia un danno condiviso da tutte le imprese risulta essere molto basso. Questa diminuzione poi ha riflessi anche sul tasso. Il miglioramento del rating sui titoli permette alle imprese di poter applicare una riduzione sul tasso richiesto dagli investitori, quindi il costo del capitale di debito diminuisce.

Per quanto riguarda i benefici che ne possono trarre gli emittenti, è Borsa Italiana a delinearli⁶³. Per quanto riguarda il confronto con altre forme di finanziamento, come l'emissione di bond, lo strumento dei Basket bond non comporta nessuna segnalazione in Centrale Rischi, non necessita di garanzie reali (oltre al deposito del credit enhancement) e comporta minori oneri informativi rispetto ad un bond quotato (come la redazione di un prospetto informativo e l'autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza). Un altro importante vantaggio è l'aumento di visibilità che l'impresa gode dall'emissione congiunta, che comporta una migliore comunicazione all'esterno dei propri progetti e aspettative di crescita. Inoltre, se si pensa alla singola impresa, risulta difficile pensare di poter ottenere condizioni migliori nel caso si volesse effettuare un'emissione senza il supporto di altre società, e quindi non usufruendo del Basket bond. Questo perché la maggior parte delle imprese aderenti sono PMI, e questo comporterebbe l'avere

⁶³ Cfr. <https://www.elite-network.com/it/basket-bond>

sicuramente un rating più negativo, con la conseguenza di dover applicare un tasso di interesse maggiore.

A riguardo della storia di questo strumento, il primo utilizzo risale a fine 2017 ed è stato promosso da ELITE e denominato “ELITE Basket Bond I”. Il gruppo era formato da società che erano già presenti nel programma ELITE. Queste ammontavano a dieci e operavano tutte in settori diversi fra loro, questo ha comportato un notevole abbassamento del livello di rischio.

I principali investitori sono stati la Banca Europea degli Investimenti e Cassa Depositi e Prestiti (CDP), sottoscrivendo rispettivamente il 50% e il 30% dell'emissione. Invece, il ruolo di arranger, cioè di coordinatore del processo, è stato affidato a Banca Finint.

In totale, l'emissione obbligazionaria è riuscita a raccogliere 122 milioni di euro⁶⁴.

Dato il successo della prima operazione negli anni successivi sono stati portati avanti numerosi progetti con il medesimo strumento, però promossi da istituzioni ed enti differenti.

Il fattore distintivo tra le varie emissioni, oltre agli importi e ai soggetti coinvolti, sono le tematiche della raccolta, ovvero il fatto che ogni emissione si rivolge a società che operano in ambiti differenti.

Per esempio nel 2019, sempre ELITE, CDP e Banca Finint hanno promosso un progetto esclusivamente volto all'internazionalizzazione, denominato Export ELITE Basket Bond. I fondi ottenuti dall'emissione obbligazionaria dovevano essere utilizzati dalle imprese per finanziare tutti quei progetti volti a migliorare l'export verso l'estero. Anche in questo caso, come nella prima edizione dei

⁶⁴ Cfr. AA.VV., “ELITE Basket Bond: al via la prima emissione obbligazionaria di sistema promossa da ELITE in partnership con Banca Finint”, Comunicato Stampa, ELITE, 2017

Basket bond, i principali investitori sono stati due istituti che hanno sottoscritto la maggioranza delle quote.

Destinato ad imprese diverse, invece, sono stati i Basket bond promossi da enti regionali che si occupano di migliorare le condizioni economiche e di sviluppo delle PMI operanti nei propri territori, oltre che guidare le imprese verso fonti di finanziamento alternative. Sempre nel 2019, la regione Campania e la regione Lombardia hanno raccolto rispettivamente 119,1 e 37 milioni di euro⁶⁵.

Più recentemente, a fine 2022, CDP ha rilasciato un Comunicato Stampa in cui vengono riferiti i risultati del programma Basket Bond Italia portato avanti principalmente da CDP, Mediocredito Centrale (MCC) e Banca Finint⁶⁶.

Nel comunicato si legge che nel corso del 2022 il programma di emissione è riuscito a raccogliere 100 milioni di euro (a fronte di un importo massimo raccogliabile pari a 150 milioni), destinato a 22 imprese, costituite da PMI e Mid-Cap. Le aziende provengono da tutta Italia e non appartengono ad un settore specifico. Quello che le accomuna è principalmente la dimensione aziendale. La sottoscrizione ed emissione è avvenuta mediante una SPV, i cui titoli sono stati precedentemente sottoscritti in parti uguali tra CDP e MCC. ELITE, insieme a Banca Finint, ha svolto il ruolo di arranger, coordinando l'intero programma di emissione. In questo caso il punto di forza dell'emissione è stato il tasso di interesse vantaggioso per le imprese, che risulta essere stato più basso rispetto ai tassi ottenibili dai canali tradizionali. Questo soprattutto è stato possibile anche attraverso il sostegno del Fondo Europeo di Garanzia, che si è fatto garante dell'operazione.

⁶⁵Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, "Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI", FrancoAngeli, pag. 332

⁶⁶ Cfr. AA.VV., "Basket Bond Italia: raccolti 100 milioni a favore di 22 PMI e Mid-Cap nel 2022 all'interno del programma di CDP, MCC e Banca Finint", Comunicato Stampa, 2023

Ad oggi, invece, come riportato nel portale di Borsa Italiana dedicato ai Basket Bond promossi da ELITE, si delinea l'andamento verso emissioni rivolte ad imprese attive nel settore delle energie rinnovabili, nella transizione energetica e nelle nuove tecnologie.

Per quanto riguarda il mondo del rinnovabile, attraverso "Basket Bond-Energia Sostenibile" si intende indirizzare i fondi verso le PMI e Mid-Cap che operano nella filiera dell'energia e che vogliono migliorare il loro profilo di sostenibilità. Con questa transizione verso un profilo di sostenibilità migliore ci si aspetta anche di migliorare il posizionamento competitivo delle imprese partecipanti, con conseguenze future sul costo dei finanziamenti, che ci si attende diminuirà. Sul fronte dei programmi regionali, sempre ELITE, insieme alla regione Campania e CDP, ha lanciato "Fondo Basket Eque", mirato alle PMI campane. In questo caso gli strumenti oggetto di investimento non sono solo obbligazionari ma anche azioni e altri strumenti in equity. L'obiettivo comunque rimane lo stesso degli altri programmi, ovvero finanziare l'espansione, il rafforzamento e nuovi progetti aziendali delle PMI.

3.3.2 – ExtraMOT PRO³

Uno strumento di grande utilità per le PMI è sicuramente il minibond. Questo strumento finanziario è stato introdotto nel nostro ordinamento nel 2012, attraverso il decreto legge n. 83/2012, poi modificato negli anni a venire per andare in contro alle esigenze degli imprenditori. Alla sua nascita i minibond fungevano, e fungono tuttora, da strumento utile alle PMI per reperire capitale di debito in un modo alternativo a quello del tradizionale canale bancario. L'innovazione è stata proprio quella di costruire un mezzo utilizzabile da piccole e medie imprese non quotate per reperire capitali, dato che all'epoca questa era una peculiarità riservata alle imprese quotate o di grandi dimensioni.

Quasi contestuale all'entrata in vigore della disciplina, nel febbraio 2013 Borsa italiana istituisce il mercato riservato ai minibond, ovvero ExtraMOT. Questo segmento in cui vengono quotati i titoli obbligazionari nel tempo poi ha subito mutazioni. Infatti, successivamente è stato istituito il segmento professionale ExtraMOT PRO, poi ampliato nel 2019 con la creazione di ExtraMOT PRO³. Quest'ultimo segmento è anch'esso rivolto ai solo investitori istituzionali, però è dedicato alla quotazione di titoli obbligazionari emessi esclusivamente da società non quotate nei mercati regolamentari e/o aventi un valore d'emissione inferiore ai 50 milioni di euro, a differenza del segmento ExtraMOT PRO che consentiva anche l'accesso a società quotate, inoltre senza imporre un valore massimo d'emissione.

Altra particolarità sono i soggetti ammessi alle quotazioni. In questo nuovo segmento sono ammessi strumenti obbligazionari o di debito emessi da società di capitali (S.p.A. e S.R.L.), società cooperative, mutue assicuratrici e enti.

Altra differenza importante sono i requisiti per l'ammissione alla quotazione⁶⁷. Nel segmento ExtraMOT PRO sono richiesti dei requisiti minimi formali: avere l'ultimo bilancio revisionato, non essere una microimpresa o una start-up ed è obbligatorio avere una forma giuridica ben precisa (S.r.l, S.c.r.L, S.p.A., S.c.p.A.).

Nel segmento introdotto nel 2019, invece, sono delineati dei requisiti qualitativi. I principali sono: avere un buon posizionamento competitivo ed essere riconoscibile all'interno del proprio mercato di riferimento, saper generare un adeguato flusso di cassa, redigere un solido piano industriale e l'averne un buon equilibrio finanziario.

⁶⁷ Cfr. AA.VV., "Osservatorio PMI", Unione industriali Torino e ADB Corporate advisory, 2021

Per quanto riguarda, invece, il costo del minibond, questo è comprensivo sia del tasso di interesse applicato che dei costi relativi al collocamento. Per quanto riguarda il tasso di interesse questo è funzione di molti fattori, come il rischio associato all'emittente, dalla presenza o meno di garanzie e dal livello degli spread sulle obbligazioni corporate e sui prestiti bancari di pari durata. I costi relativi al collocamento invece sono riferiti ai vari soggetti da remunerare per ottenere dei servizi, come la revisione dei bilanci e il pagamento degli atti notarili. Inoltre, il solo atto di collocamento si ottiene a fronte di un pagamento all'ente che gestisce i titoli, nel nostro caso Monte Titoli. Però, per favorire la quotazione di obbligazioni sul segmento ExtraMOT PRO³, è stata prevista una riduzione pari alla metà dei costi⁶⁸.

Per quanto riguarda la raccolta, come pubblicato in un comunicato stampa da Borsa italiana, *“Nei primi sei anni il mercato ExtraMOT di Borsa Italiana ha accompagnato oltre 230 società con una raccolta complessiva di 22 miliardi di Euro”*⁶⁹.

Nei giorni del suo lancio, sempre come pubblicato nel comunicato stampa sopracitato, il segmento ExtraMOT PRO³ contava 157 strumenti quotati, emessi da 114 imprese. Queste provenivano da quasi tutta Italia e la raccolta complessiva è stata di oltre 5 miliardi di euro.

Nel precedente anno la situazione è cambiata, il mercato dei minibond ha subito un rallentamento. Come pubblicato nel report di Azimut Direct⁷⁰, nel corso del 2023 il mercato italiano dei minibond ha registrato 190 emissioni per valore di 1.072,8 milioni di euro. Un calo del circa 38% col l'anno precedente, il 2022, nel quale si sono registrate 302 emissioni per un controvalore complessivo di

⁶⁸ Cfr. Locatelli R., Schena C., 2022, “Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI”, FrancoAngeli, pag. 298

⁶⁹ AA.VV., “Al via ExtraMOT PRO³”, Borsa Italiana, Archivio comunicati stampa, 2019

⁷⁰ Cfr. AA.VV., “Il Barometro Minibond: dati al 31.03.2024”, Azimut Direct, Barometro, 2024

1.726,9 milioni di euro. Indicativo anche il fatto che dalla seconda metà del 2023 non ci siano quotazioni di titoli nel segmento ExtraMOT PRO³.

Il report di Azimut offre anche una overview del mercato dal 2018 al primo trimestre del 2024. In questo lasso di tempo sono stati emessi 1.370 minibond, di cui 152 nel segmento ExtraMOT PRO³, dal valore di 8 miliardi di euro, aventi un valore medio di 6,1 milioni di euro, una cedola annua pari al 4,57% e con scadenza media pari a 5,7 anni. Rispetto ai valori dell'ultimo trimestre, si nota un innalzamento della cedola annua, ora in media pari al 6,86%. Infine, si registra un'alta concentrazione geografica localizzata in cinque regioni (distribuite in tutta Italia), con il settore più rappresentato che risulta essere l'industria.

CAPITOLO 4 – MAMACROWD

Quest'ultimo capitolo si concentrerà su due aspetti. Il primo, più teorico, fa riferimento all'esposizione di risultati di ricerca passati che si sono basati sullo studio di vari fattori che possono far aumentare le performance delle piattaforme (quindi maggior numero di campagne presentate) e delle imprese (aumento delle probabilità di successo della propria raccolta). Il secondo, invece, sarà più calato nella pratica, infatti si andrà a vedere da vicino come lavora Mamacrowd e come si posiziona rispetto a quei fattori che ne possono migliorare l'operatività e la competitività.

4.1 – Literature Review su aspetti migliorativi del Crowdfunding

4.1.1 – Lato piattaforme

Nel corso degli anni sono state condotte varie ricerche e studi sul crowdfunding. Queste attenzioni sono state rivolte a tutte e quattro le tipologie di crowdfunding, ovvero equity, debt, reward e donation. Le caratteristiche peculiari che contraddistinguono queste diverse tipologie rendono alcune considerazioni difficilmente generalizzabili, però in alcuni casi si riescono a vedere dei tratti comuni che in tutte le tipologie possono essere migliorabili utilizzando soluzioni simili. Alcune di queste possono essere impiegate direttamente dalle piattaforme, mentre per altre è necessario che sia un soggetto terzo indipendente a decidere di metterle in atto.

Per quanto riguarda la prima tipologia, ovvero tutte quelle azioni che le piattaforme possono attuare per andare a migliorare la propria operatività e redditività, quella che spicca di più è relativa al controllo e alla valutazione dei criteri ESG da parte della piattaforma sulle aziende che fanno richiesta di poter avviare una campagna di crowdfunding sul loro portale.

Nel paper pubblicato nel gennaio 2024, intitolato “*ESG and crowdfunding platforms*”⁷¹, si va a mettere luce su una tematica che negli ultimi anni ha preso sempre più considerazione ma che nell’ambiente del crowdfunding si può dire essere ancora nel suo early stage. Infatti, su 508 piattaforme controllate operative nel periodo 2017-2020, soltanto il 7% di queste controllava la sussistenza di più di sei fattori ESG nelle imprese richiedenti. Però il focus non è solo quello di andare a vedere se ci sia o meno il controllo, bensì valutare se ci sia una correlazione positiva tra le probabilità di sopravvivenza della piattaforma e l’attenzione rivolta ai fattori ESG. Viene dimostrato che già a partire dal secondo anno dal lancio della piattaforma quelle che incorporano i criteri ESG tra i fattori di valutazioni hanno una chance di sopravvivenza più alta delle piattaforme che invece non li considerano. Andando avanti negli anni poi la probabilità di sopravvivenza per le seconde scende molto di più rispetto alle prime. Quindi la correlazione positiva esiste ed inoltre si è visto che la valutazione di questi criteri può portare nuovi investitori nella piattaforma, aumentando così la liquidità all’interno e attraendo le imprese nella piattaforma, migliorando così la redditività di quest’ultima. Si è poi visto che questa correlazione positiva è più forte nei paesi nei quali il power distance è minore. Con questo si va a intendere sia la distribuzione di potere tra le varie classi di potere di una nazione che il livello di accettazione di questa distribuzione. Le possibili ineguaglianze possono essere riscontrate in vari contesti, come la famiglia o l’ambiente lavorativo. Nei paesi dove questa distribuzione è minore si ha una visione del bene comune migliore e condivisa da più persone, anche da quelle che si trovano ai vertici. E in queste realtà un’impresa attenta per esempio alle tematiche

⁷¹ Cumming D., Meoli M., Rossi A., Vismara S., 2024, “ESG and crowdfunding platforms”, *Journal of Business Venturing*, N. 39

ambientali godrà di una considerazione maggiore rispetto ad altre imprese che trascurano questi aspetti.

Un'ultima considerazione viene poi svolta sugli specifici fattori ESG maggiormente ritenuti importanti dagli investitori. Per quanto riguarda gli investitori che poi andranno a sottoscrivere le quote di capitale sociale, il fattore più importante è quello relativo alla governance. Questo perché fa riferimento a quelle azioni intraprese dall'azienda rivolte a questa tipologia di portatori di interessi (shareholders). Però si è visto che il fattore environmental da solo è quello più positivamente correlato alla sopravvivenza della piattaforma ed è quello che più negli anni ha ricevuto notorietà e importanza, un trend che ci si aspetta non si fermi.

Un diverso modo per migliorare la performance della piattaforma risiede, invece, nel portare al suo interno una categoria specifica di investitori, ovvero quelli istituzionali. Questa tesi è stata portata avanti in uno studio condotto dal politecnico di Milano, intitolato "*The growth and performance of companies after an equity crowdfunding campaign: the role of pivotal institutional investors*"⁷². Il campione preso in studio è composto da 286 campagne di equity crowdfunding avvenute in Italia dal 2014 al 2019. È stato osservato come esista una correlazione negativa tra la probabilità di successo di una campagna (quindi di raggiungere il goal minimo) e il numero di investitori. Questo può essere spiegato dal fatto che le campagne con pochi investitori che hanno superato la soglia minima molto probabilmente hanno tra i nuovi sottoscrittori degli investitori istituzionali, i quali dispongono di ingenti risorse (in media molto più grandi della controparte retail). Quindi la loro presenza è di garanzia alle imprese, che tra due piattaforme simili andranno a scegliere per la loro campagna

⁷² Ascoli L., Busatti R., 2022, "The growth and performance of companies after an equity crowdfunding campaign: the role of pivotal institutional investors", Politecnico di Milano

quella al cui interno operano più investitori istituzionali, questo perché si avrà una maggiore possibilità di vedersi sottoscrivere molte quote da questi ultimi e infine di poter arrivare più facilmente al raggiungimento della soglia minima prestabilita. Inoltre la presenza di questa tipologia di investitori viene anche apprezzata da quelli retail. Questi ultimi solitamente non dispongono degli stessi mezzi informativi che invece gli investitori istituzionali hanno e che utilizzano nella valutazione delle loro scelte di investimento. Spesso sono specializzati in varie industrie e la loro presenza tra i sottoscrittori di una campagna può essere un segnale per gli investitori retail, che li vedono come una sorta di guida e sono così incoraggiati e rassicurati della qualità dell'azienda su cui investire. Inoltre si è visto attraverso interviste e dati che la parte istituzionale si impegna molto di più di quella retail per quanto riguarda l'attivismo nelle scelte societarie. Questo perché si hanno vari professionisti e quindi risulta conveniente inserirli quando si devono andare a fare scelte economicamente importanti.

In sintesi, per la piattaforma, la presenza di questa tipologia di investitori quindi è utile per favorire, con una probabilità maggiore, l'esito positivo delle campagne. Inoltre, questi, incrementano con le loro operazioni il livello di liquidità circolante all'interno del portale, attraendo così più imprese e piccoli investitori.

Infine, sulla piattaforma, ricade la responsabilità di accrescere la fiducia degli investitori verso il proprio portale, così che una fetta sempre maggiore di questi scelga di investire nelle campagne presentate.

Ferreira A., Papaoikonomou E. e Terceño A. nel loro paper pubblicato nel gennaio 2022⁷³ vanno ad individuare i modi attraverso i quali le piattaforme

⁷³ Ferreira A., Papaoikonomou E. e Terceño A., 2022, "Unpeel the layers of trust! A comparative analysis of crowdfunding platforms and what they do to generate trust", Business Horizons, N. 65

possono far aumentare la fiducia dei propri investitori nei riguardi della piattaforma stessa e delle campagne presentate.

Per quanto riguarda la creazione della fiducia verso la piattaforma, gli autori individuano sei pratiche diverse.

La prima è il cercare di umanizzare la piattaforma e più nello specifico il portale con il quale gli utenti si interfacciano, quindi il sito internet. Questo è possibile attraverso l'aggiunta di foto, profili social, informazioni personali e la possibilità di comunicare direttamente con gli organizzatori delle singole campagne di crowdfunding.

Il secondo metodo che la piattaforma può usare è quello, invece, di andare a mostrare il loro capitale reputazionale, ovvero tutte quelle recensioni sul portale che lo stesso può collezionare. Questo può avvenire attraverso un sistema di rating interno (quindi gli investitori valutano direttamente l'esperienza) oppure esterno (stampa specializzata o altre fonti autorevoli).

Un altro metodo è quello di mostrare se la piattaforma risulta essere, o essere stata, in rapporti con istituzioni riconosciute, che siano pubbliche o private oppure nazionali o internazionali.

Il quarto modo, simile ai precedenti, consiste nel presentare agli utenti varie statistiche e dati che possono migliorare l'immagine della piattaforma. Questi, per esempio, possono essere il success rate delle campagne presentate, il numero di campagne chiuse con successo, il capitale accumulato raccolto dalla piattaforma nel tempo e anche storie di successo passate raccontate direttamente dagli imprenditori.

Inoltre la piattaforma deve assicurare trasparenza e sicurezza agli utenti, nella protezione de loro dati e nel miglioramento della cyber sicurezza.

Infine, il portale è importante che sia disegnato in modo tale che sia facile da utilizzare nel tempo, quindi personalizzato e intuitivo.

Si è visto come la piattaforma possa in prima persona migliorare la propria selezione e il proprio portale per attrarre nuovi investitori e per aumentare il tasso di successo delle proprie campagne. Esempi da altri paesi però possono essere d'esempio per i regolatori europei per migliorare e far aumentare la fiducia degli utenti verso lo strumento del crowdfunding. In Cina, fino al 2021, lo strumento del crowdfunding era regolamentato e ogni piattaforma doveva essere valutata da un'istituzione che era composta da varie agenzie di rating private. I fattori che questo istituto prendeva in considerazione per sviluppare il suo rating erano: il background della piattaforma, l'operatività, il suo livello di disclosure su varie tipologie di informazioni, la qualità del risk control e infine un indicatore che descriveva il livello reputazionale della piattaforma. In uno studio pubblicato nel dicembre 2023⁷⁴, si sono andate a valutare 624 campagne di equity crowdfunding presentate in cinque portali cinesi dal 2016 al 2021. Si è visto che il rating che la piattaforma aveva ottenuto influenzava positivamente sia il tasso di successo delle campagne presentate che l'ammontare di capitale che il portale riusciva nel tempo a raccogliere. Questo si può spiegare grazie a vari motivi. Il primo è che gli investitori, attratti e rincuorati dal rating più alto di una piattaforma rispetto ad un'altra, fossero invogliati a far confluire il proprio capitale nella piattaforma ritenuta migliore, contribuendo al successo delle campagne presenti. Un secondo motivo, invece, risiede nelle imprese che, per ragioni diverse, avranno scelto la piattaforma con rating più alto contribuendo a mantenerla viva e attiva.

Questo caso pratico può essere preso a modello d'esempio per creare un sistema di rating che può essere d'aiuto agli utenti, riducendo l'incertezza di questo strumento e incentivando sempre più persone ad usarlo.

⁷⁴ Pommet S., Sannajust A., Xu Q., 2023, "Rating of equity crowdfunding platforms", Finance Research Letters, N. 58

4.1.2 – Lato imprese

Nel corso degli anni varie ricerche nazionali e internazionali sono riuscite a validare l'efficacia dello strumento dell'equity crowdfunding. Il contesto nel quale viene condotta la ricerca sicuramente va ad essere un fattore molto importante se si vuole poi estendere i risultati ad una realtà generale. Nel 2019, uno studio condotto dal Politecnico di Milano, intitolato "*The operating performances of italian firms after an equity crowdfunding campaign*"⁷⁵, ha ottenuto risultati molto interessanti. Campionando 125 campagne tra il 2014 e il 2017, è stato dimostrato che: le società che riescono a concludere con successo una campagna di equity crowdfunding performano meglio delle altre società che invece non sono riuscite a raggiungere il goal minimo, che gli investitori (particolarmente la fetta retail) anche in assenza di conoscenze finanziarie riescono a fare scelte sagge scegliendo le società che performano meglio e che possono migliorare in futuro, che la forma di finanziamento in equity è meglio del debito (anche ottenuta in modalità diverse dal crowdfunding, come un fondo di private equity) e, per ultimo, che il successo di una campagna poi deve essere rapportato con l'ammontare di capitale infine raccolto, perché a più alti livelli di capitale ottenuti si ha anche un miglioramento delle performance future.

Uno degli aspetti più interessanti riguarda la comparazione tra il crowdfunding e altre forme di raccolta di equity. Si è visto che nessuno dei due si dimostra migliore dell'altro, ma che invece entrambi si dimostrano molto migliori del capitale di debito, soprattutto se si fa ricorso a quest'ultimo dopo aver fallito una campagna di raccolta di equity.

Risulta interessante, invece, il legame tra il primo e il secondo punto. È stato provato che se si chiude con successo una campagna di crowdfunding allora le performance economico-finanziarie miglioreranno. Questo risulta vero anche

⁷⁵ Mazzer L., Stradi L., 2019, "The operating performance of italian firms after an equity crowdfunding campaign", Politecnico di Milano

perché gli investitori riescono a rintracciare le aziende migliori, ovvero quelle che già in partenza ci si aspetta che performeranno meglio dei propri competitors. Quindi si può affermare che il solo aver raggiunto il livello necessario di raccolta sia un buon segnale per tutti i portatori di interesse: l'azienda che potrà fare leva su questo successo andando a raccogliere capitale o in altri round o tra altri soggetti, e gli investitori che, avendo visto confermata la teoria del “wisdom of the crowd”, potranno stare tranquilli nel fatto di aver contribuito in una società in cui già tanti altri hanno investito.

Queste presentate sono alcune delle motivazioni per le quali start-up e PMI dovrebbero affacciarsi a questo strumento innovativo. Però il successo di una campagna non è dato solamente dai fondamentali di un'azienda che, valutati propriamente, riescono poi ad incentivare gli investitori. Ci sono anche vari metodi per attrarre investitori e far sì di raggiungere quelli giusti, ovvero: una buona redazione della risk disclosure e la scelta, tra tante piattaforme, di quella adatta per la propria impresa e progetto.

Riguardo il primo metodo, uno studio⁷⁶ effettuato su delle campagne di reward crowdfunding è riuscito a dare dei risultati che propongono soluzioni applicabili anche alle altre tipologie di crowdfunding. Questo perché si ha un focus sui topic inseriti nei documenti relativi alla risk disclosure, presenti anche nelle campagne di raccolta di equity.

In questo paper, pubblicato nel maggio 2024, sono stati utilizzati i dati relativi a 4.284 progetti che sono stati presenti sulla piattaforma Kickstarter dal 2018 al 2022, tutti facenti parte del settore della digital technology. Grazie all'utilizzo di un lasso temporale ampio si è notato che nel corso degli anni gli argomenti mostrati dalle società sono cambiati. Dopo il COVID si ha avuto molta più

⁷⁶ Huo H., Wang C., Han C., Yang M., Shang W., 2024, “Risk disclosure and entrepreneurial acquisition in crowdfunding digital platforms: Evidence from digital technology ventures”, *Information Processing & Management*, N. 61

premura nel delineare i possibili rischi esterni. Prima, invece, si dava molto più spazio a quelli definiti interni, come i rischi relativi allo sviluppo, alla messa in produzione e alla vendita del prodotto finale.

Altro fattore interessante che si è riscontrato è l'influenza negativa di sezioni in cui gli imprenditori asseriscono che il progetto o ha pochi rischi oppure che gli stessi possono essere superati facilmente. Questo può essere spiegato dal fatto che gli investitori vedono di cattivo occhio il leggere parole eccessivamente positive nella sezione deputata proprio ai rischi e ai possibili problemi, riducendo così la probabilità che investano le proprie risorse.

Un modo, invece, attraverso il quale gli imprenditori possono aumentare la fiducia verso di loro è quello del testo in senso stretto. Si è notato come la lunghezza del testo influenzi positivamente il risultato della campagna. Oltre ad aumentare la fiducia, questo mezzo riesce anche a favorire agli occhi degli investitori la qualità e serietà sia del prodotto che del team imprenditoriale, riducendo l'incertezza e aumentando la credibilità dell'informativa dei rischi connessi.

Infine, un modo per ridurre l'impatto negativo provocato dall'esposizione dei rischi, nel reward crowdfunding, è quello di aumentare il numero di livelli sottoscrivibili ai quali sono associati benefici diversi. In questo modo anche gli investitori più avversi al rischio, investendo di meno, potranno comunque contribuire e ottenere dei vantaggi. Inoltre, l'aver diversi livelli di sottoscrizione manda un segnale di professionalità e di credibilità dell'imprenditore. Questo metodo può essere trasposto anche nelle piattaforme di equity crowdfunding attraverso l'aggiunta di vari livelli di sottoscrizione delle quote sociali, a cui sono associati diversi importi e diritti (patrimoniali, di voto, di prelazione ecc.).

Bisogna però dire che tutte queste accortezze possono non bastare per facilitare il buon esito di una campagna. Anche se l'offerta in sé è costruita bene potrebbe non raggiungere il pubblico giusto. In questo senso la scelta della piattaforma nella quale pubblicare la campagna risulta essere di primaria importanza. Questo perché alcune piattaforme facilitano, per vari motivi, lo sviluppo di alcuni settori industriali ed economici rispetto ad altri. Per questo motivo l'impresa deve scegliere la giusta piattaforma, così da poter aumentare le possibilità di trovare sottoscrittori adeguati. Ci sono poi anche altri fattori che possono incidere negativamente sulla raccolta, come il decidere di inserire un goal di raccolta minimo troppo alto (in una tipologia di raccolta all or nothing questo è molto rischioso), il far durare la campagna troppo poco e infine il fatto di appartenere ad un settore economico il cui valore è incerto (magari perché è nelle prime fasi di vita) in relazione per esempio a dubbi sulla buona riuscita o meno della vendita di un prodotto⁷⁷.

4.2 – Mamacrowd: struttura e operatività della piattaforma

4.2.1 – Introduzione e struttura

Mamacrowd, una delle principali piattaforme di equity crowdfunding in Italia, nasce nel 2014 dal team di Siamosoci e nel 2016 ospita la sua prima campagna di raccolta di capitale. I successivi step più importanti sono nel 2020 in cui si apre al mercato immobiliare e nel 2022 in cui entra a far parte del gruppo Azimut. Quest'ultima già nell'anno prima aveva iniziato a collaborare con la piattaforma di crowdfunding grazie ad ALIcrowd, un fondo di venture capital creato da Azimut che dava l'opportunità agli investitori retail di poter investire in PMI e start-up in un portafoglio diversificato e costruito da professionisti. Nell'anno

⁷⁷ Cfr. Galkiewicz D. P., Galkiewicz M., 2024, "Funding and overfunding phenomena in crowdfunding: relevance of platform choice and varying industry dynamics" Applied Finance Letters, N. 13

successivo Azimut ha ottenuto la proprietà grazie ad una partecipazione del 50,1%, consolidando così la propria presenza in questo settore.

La piattaforma non si occupa di investire direttamente con il proprio capitale nelle aziende che richiedono di poter presentare le proprie campagne nel portale, ma si occupa solamente di fungere da luogo in cui soggetti con interessi diversi (aziende e investitori) possano incontrarsi, quindi agevolando l'incontro tra domanda e offerta di capitale.

Nel corso degli anni Mamacrowd è riuscita ad ospitare più di 200 progetti e 205 mila investitori, raccogliendo più di 305 milioni di euro.

La piattaforma consente esclusivamente di poter conferire capitale a titolo di equity, non presenta campagne di debt crowdfunding. Non è neanche consentita l'emissione e la sottoscrizione di mini-bond.

I soggetti presenti nel portale che raccolgono capitale sociale sono PMI, start-up innovative e non. Le motivazioni dietro la scelta di voler ampliare la compagine sociale ed aumentare il proprio capitale sono varie. Le motivazioni dietro ogni campagna possono essere verificate nella scheda dell'offerta. Questi possono far riferimento alla copertura di vari costi, come quelli di ricerca e sviluppo del prodotto nella fase iniziale e, successivamente, a quelli di produzione e di vendita nella fase finale. Diversamente, il capitale potrebbe essere destinato non verso il prodotto ma verso il team, attraverso per esempio l'internalizzazione di figure chiave altamente qualificate.

Invece, per quanto riguarda la parte immobiliare, i progetti fanno riferimento ad operazioni di ristrutturazione, riqualificazione e rinnovamenti sia di edifici industriali che di abitazioni.

Data la giovinezza del reparto immobiliare, il suo peso, confrontato con quello del mercato equity, risulta essere ancora basso. Infatti, nel 2023, il settore del real estate ha avuto un peso del 22%.

Per quanto riguarda le singole offerte presenti sul portale, invece, Mamacrowd ha strutturato un'interfaccia nella quale sono presenti tutte le informazioni care agli investitori, utili per valutare al meglio l'investimento e prendere delle decisioni più consapevoli possibili, andando a delineare gli aspetti positivi (peculiarità e punti di forza del progetto) e negativi (rischi legati all'investimento).

La cosa che salta subito all'occhio e che è mostrata a tutti i soggetti, anche a quelli che non andranno poi a vedere nello specifico l'offerta, è lo stato del finanziamento, ovvero il totale raccolto fino ad un dato momento (sia durante che alla fine della campagna). Indispensabile poi è la visione del goal minimo e massimo di raccolta (Mamacrowd non pone un valore minimo di raccolta, invece il tetto massimo è di 5 milioni di euro), ovvero il livello nel quale rispettivamente il finanziamento non avviene oppure che non può andare sopra una determinata soglia. Naturalmente se il totale raccolto è inferiore al goal minimo le risorse ritornano nelle tasche degli investitori.

Se l'investitore è interessato all'offerta nella pagina dedicata trova una sintesi dell'azienda e tutte le informazioni più specifiche del progetto. Si ha un'ampia sezione nella quale l'azienda parla di sé, andando a chiarire vari aspetti presenti e futuri. I primi fanno riferimento al progetto (facente parte o meno del core business), al target di riferimento e al mercato di approdo, al business model, alle ricompense riservate agli investitori e infine al team imprenditoriale. Per quanto riguarda le informazioni relative ad aspetti futuri, importanti sono quelle riguardanti l'utilizzo dei fondi e le proiezioni finanziarie future. Queste ultime partono dai dati storici e poi si sviluppano nel futuro, incorporando negli scenari futuri la buona riuscita della campagna (nel caso in cui venisse raggiunto o il goal minimo o il goal massimo), mostrando in tutta trasparenza i valori dei principali margini e valori di bilancio, quali per esempio EBITDA e fatturato.

Per quanto riguarda l'utilizzo dei fondi, questa sezione è molto importante per un possibile investitore, per due motivi. Il primo è il fatto che grazie a queste informazioni l'investitore riesce ad avere un'idea dei progetti futuri e quindi del perché l'azienda sta chiedendo capitale. Inoltre è un modo attraverso il quale si riesce ad avere un'idea della professionalità, serietà e capacità di visione dell'imprenditore. Il secondo motivo è riferito alla capacità di controllo in capo agli investitori, anche più piccoli. Se sono stati delineati in precedenza gli obiettivi e il modo in cui verranno impiegati i fondi è anche più facile per gli investitori controllare lo stato di questi, andando a chiedere spiegazioni nel caso o non siano stati raggiunti o che siano stati allocati in modo diverso.

Altra sezione importante è quella relativa alle informazioni del round di raccolta, ovvero le valutazioni pre money, post money e la percentuale societaria distribuita in caso di raggiungimento di goal minimo o massimo (vengono presi questi due valori a riferimento in modo esemplificativo). Affianco a queste informazioni sono anche riportati tutti i livelli di investimento che gli utenti possono effettuare, ovvero gli importi associati a vari tipologie di diritti (patrimoniali, di voto, di co-vendita, di prelazione e di distribuzione preferenziale). Oltre a questa tipologia di diritti, ogni azienda che porta avanti una campagna di raccolta può offrire per ogni livello di investimento vari benefit non necessariamente monetari, come regali e sconti sui beni o servizi prodotti o erogati dall'azienda.

Per ridurre la distanza tra investitori e imprenditori, Mamacrowd ha anche previsto la presenza di una sezione di Q&A in cui gli utenti possono avere dei chiarimenti direttamente dal team imprenditoriale.

Si è detto in precedenza come l'investitore si senta tutelato e assicurato dal fatto di poter vedere sia quanti investitori abbiano già preso parte alla raccolta che quali tipologie di investitori abbiano partecipato. Mamacrowd rende disponibile

la visione di entrambe queste informazioni. Infatti, in una sezione dedicata, è possibile controllare sia quanti investitori hanno contribuito alla raccolta (con nome, importo versato e quantità di investimenti effettuati) che la tipologia (persone fisiche o giuridiche). Grazie a questa sezione l'utente può farsi un'idea circa il sentimento del mercato a riguardo della raccolta e del progetto imprenditoriale.

Infine, per quanto riguarda i documenti resi disponibili dall'azienda, è possibile consultare da parte degli investitori i seguenti: l'atto costitutivo, l'ultimo bilancio d'esercizio approvato, la delibera di aumento di capitale insieme allo statuto aggiornato, il pitch e infine la scheda contenente le informazioni chiave dell'investimento (KIIS). Di questi, solo il KIIS è stato reso obbligatoriamente disponibile agli investitori da parte del regolamento europeo, gli altri documenti, invece, sono stati resi disponibili dalla piattaforma Mamacrowd, così da aumentare il livello di trasparenza tra le parti.

Il regolatore, attraverso il KIIS, ha voluto costruire un documento nel quale fossero sintetizzate tutte le informazioni indispensabili, di vario tipo. Il documento si apre con una sezione riguardante le informazioni sul titolare del progetto e del progetto stesso, quali la forma giuridica dell'azienda, la ripartizione della proprietà, i prodotti o servizi offerti e i principali indici finanziari degli ultimi tre anni.

Inoltre nel KIIS sono riportate informazioni che si trovano anche nella piattaforma, come i diritti degli investitori e i vari prezzi di sottoscrizione. Invece, per quanto riguarda le comunicazioni non presenti nelle schede delle offerte, nel KIIS c'è una sezione riservata ai rischi, ovvero: ai rischi del progetto, del settore economico-industriale, di inadempimento, di rendimenti inferiori o nulli, di guasto della piattaforma e di illiquidità dell'investimento.

Invece, per quanto riguarda il pitch, questo si sostanzia in una presentazione curata dall'azienda in cui si vanno ad elencare i principali punti di forza del progetto e le motivazioni per le quali un utente dovrebbe diventare socio e investire nell'azienda. Può essere considerato come un biglietto da visita che l'azienda propone alla platea degli investitori, senza il filtro del design predisposto dalla piattaforma che risulta uguale per tutte le aziende.

4.2.2 – Aspetti operativi

In questa sezione si andrà a vedere più da vicino quella che è l'operatività della piattaforma, grazie alla preziosa partecipazione di Federico Rastelli, Head of start-up segment in Mamacrowd, e di Roberto Martarelli, responsabile Wealth Management per Azimut Capital Management Sgr S.P.A.

Attraverso le domande poste si è riusciti ad avere una visione più completa su vari aspetti, come i requisiti osservati in fase di valutazione e accettazione delle numerose richieste portate avanti delle aziende che vogliono iniziare campagne di raccolta, delle novità ancora in fase di elaborazione che vedranno la luce in futuro e sul funzionamento di alcuni strumenti che la piattaforma mette a disposizione per gli investitori e le aziende.

Quindi, di seguito, tutte le informazioni e i dati presentati sono stati acquisiti dall'interazione con Federico Rastelli e Roberto Martarelli, attraverso scambi di domande e risposte avvenute sia in via scritta che orale.

Per quanto riguarda i dati relativi al success rate e alle campagne concluse con successo, queste sono molto positive e riflettono il buon lavoro fatto nella fase pre-lancio nella quale si va a valutare l'azienda. Si ha un success rate del 90%, con 207 campagne di successo finanziate nel corso degli anni. Un tasso così alto è indicativo sia della fiducia riposta dagli investitori nel filtro impiegato da Mamacrowd alle aziende (che poi si riflette nella partecipazione alle campagne presenti), sia dell'effettiva bontà delle aziende che riescono a veicolare il loro

valore agli investitori. Questo filtro, ovvero il controllo di idoneità, è molto stringente. Infatti, le aziende presenti nella piattaforma sono solo una piccola percentuale rispetto al totale di quelle che richiedono di poter avviare una raccolta di capitali. La percentuale annua si attesta al 2,5%.

La piattaforma assicura di attuare un trattamento equo tra tutte le aziende, garantendo una visione paritaria senza ricorrere ad algoritmi che, tracciando le preferenze storiche degli utenti, vadano a sponsorizzare alcune campagne a discapito di altre. Questo trattamento si ha anche nella fase di valutazione e, eventualmente, accettazione dell'azienda. Infatti, Mamacrowd, non è una piattaforma tematica nella quale vengono presentate campagne relative a particolari progetti (come per esempio le piattaforme specializzate nelle campagne green, quindi con una forte impronta ambientale) o campagne presentate da aziende che appartengono a limitati e specifici settori economici (per esempio aziende manifatturiere o alimentari). Questa scelta di dare a tutti la stessa opportunità di essere ospitati nel portale è stata presa nell'ottica di dare all'investitore la più completa possibilità di diversificazione, così da ridurre il rischio. Naturalmente, se si andasse ad investire in sole aziende appartenenti allo stesso settore, il rischio sarebbe molto più elevato.

Andando a guardare più da vicino la fase operativa, un aspetto molto interessante che è stato trattato è quello relativo ai criteri che Mamacrowd prende in considerazione al fine di valutare le candidature da parte delle aziende che hanno intenzione di avviare una campagna di equity crowdfunding. La valutazione viene effettuata considerando aspetti qualitativi e quantitativi.

Per quanto riguarda i primi, Mamacrowd ritiene importante valutare il team imprenditoriale (la loro esperienza, chi sono, perchè hanno deciso di intraprendere questo percorso, quali connessioni hanno all'esterno e possibili referenze ottenute da terzi) e la compagine sociale dell'azienda, quindi gli

azionisti storici. Questi fattori sono ancora più importanti se si pensa alla valutazione di una start-up in cui si hanno pochi anni di vita alle spalle e quindi i numeri rivelano molto poco del reale valore intrinseco, essendoci molta variabilità nel futuro.

Successivamente si ha un'analisi più quantitativa, nella quale si va a vedere la validazione di mercato che c'è sul progetto. Quindi capire se il mercato è pronto ed interessato al prodotto o servizio offerto.

Inoltre è importante capire il perché una determinata azienda vuole avviare un'operazione di raccolta, se per risolvere qualche problema temporaneo (quindi visione di breve periodo) attingendo a nuove risorse per tamponare la cassa o altri reparti che necessitano cure immediate, oppure se per avviare un percorso di crescita (visione di lungo periodo) inglobando al suo interno nuovi investitori, quindi nuovi stimoli, consigli e idee.

Mamacrowd poi non si serve solamente del proprio team ma anche di soggetti terzi che fungono da consulenti nei momenti in cui si presenta da valutare un'azienda molto specializzata in dei settori molto complessi da studiare, come quello dell'alta tecnologia. Ma comunque il focus rimane anche in questi casi sugli aspetti qualitativi.

Infine, si va a comparare quello che si è ottenuto attraverso le analisi condotte da Mamacrowd e quello che l'azienda presenta, andando a vedere se c'è coerenza tra questi due. Si può dire, quindi, che l'obiettivo della piattaforma in questo processo non è quello di valutare l'opportunità di investimento come se prendesse le parti di un possibile investitore, né quello di andare a valutare la correttezza delle assunzioni del business plan, bensì quello di capire se le informazioni presentate rispondano a un criterio generale di ragionevolezza.

Successivamente a questa fase si inizia a strutturare l'operazione. Uno dei primi passi, ma anche il più importante, è quello relativo alla decisione del valore dei

due goal, quello minimo e quello massimo. Risulta ancora più importante dopo aver visto come il fatto di stabilire un goal minimo troppo alto possa far diminuire le chance di completare con successo la raccolta. Mamacrowd non impone né tetto massimo (se non al di sopra dei 5 milioni che è il massimo imposto dalla legge) né un tetto minimo. Però quest'ultimo viene deciso insieme al team imprenditoriale, rapportandolo al fabbisogno finanziario e al business plan aziendale.

Invece, per quanto riguarda le novità future che ancora sono in fase di elaborazione, Mamacrowd sta sviluppando un servizio ad hoc per gli investitori molto utile, la cui presenza, in alcuni casi, potrebbe incentivare di non poco gli utenti a prendere parte alle operazioni di raccolta. Quello che si sta strutturando è il servizio di monitoraggio post-campagna sull'andamento delle aziende. Con monitoraggio si intende quindi il tenere informati gli investitori sul come si sta comportando l'azienda anche in riferimento a quegli obiettivi che si erano preposti ad inizio campagna. Il principale vantaggio di questo servizio è quello di far rimanere aggiornati gli investitori su quelle imprese che non tengono informati i propri shareholders, se non una o due volte l'anno. Quindi risulta essere un modo per aumentare la trasparenza, fidelizzare gli utenti alla piattaforma (proprio perché Mamacrowd attua un servizio che si sostanzia nella fase post-campagna, quindi si denota il grande impegno verso la tutela di questi) e per aiutare gli investitori a prendere decisioni razionali nel momento in cui l'impresa stessa voglia iniziare un ulteriore round di raccolta, proprio perché saranno più informati e consapevoli grazie al monitoraggio di Mamacrowd.

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti messi a disposizione per gli investitori e le aziende, due di questi sono importanti da riportare: Mama Fund&Crowd e il fondo ALIcrowd. Sinteticamente, questi due servizi fanno parte di uno stesso processo che porta le aziende a partecipare in dei fondi che poi vengono

presentati ad investitori (retail e non). Questo processo inizia da Mama Fund&Crowd, ovvero una sezione nel portale di Mamacrowd in cui, attraverso una candidatura, le aziende possono fare richiesta di essere ammesse al fondo ALIcrowd. Questo fondo (gestito da Azimut Libera Impresa Sgr S.P.A.) andrà a valutare le richieste e se le imprese soddisfano i criteri e le politiche di investimento del fondo, quest'ultimo andrà a contribuire nelle campagne di crowdfunding dell'impresa in qualità di investitore. I requisiti principali sono quelli di essere una PMI o start-up innovativa con sede in Italia e che possiede un modello di business dimostrato, quindi valido e fattibile.

In questo processo Mamacrowd non svolge il ruolo che ha nella fase di valutazione pre-campagna, ma si limita ad essere una vetrina, pubblicizzando il collocamento del fondo nel proprio portale, neanche prendendone parte come investitore.

Invece, per quanto riguarda il fondo, ALIcrowd è arrivato alla sua quarta edizione. La prima si è conclusa nel marzo 2021 e successivamente, per ogni anno, sono seguite le altre edizioni. Tutte e quattro hanno registrato ottimi numeri, riuscendo a raccogliere ben oltre il livello posto come goal minimo. In media si è riusciti a raccogliere per ogni edizione poco meno di 30 milioni di euro, con un numero medio di investitori pari circa a 1.700 tra istituzionali e retail. Anche se il fondo risulta aperto per questi ultimi comunque viene richiesta una quota minima di sottoscrizione pari a 10mila euro, quindi disponibile a pochi. Il fondo appartiene alla categoria degli ELTIF (European Long Term Investments Funds) quindi le aspettative sono di lungo periodo. Infatti, ALIcrowd 3 prevede una durata dell'investimento pari ad 8 anni.

I principali vantaggi di questo prodotto sono due: il fatto di avere quelle peculiarità di un fondo di investimento (quindi gestito da professionisti e ben diversificato) insieme al fatto di essere a tutti gli effetti una campagna di

crowdfunding (quindi sia il fatto di investire in realtà giovani con alte prospettive di crescita che il fatto di avere una validazione di mercato). Un ulteriore vantaggio è quello fiscale. Infatti, oltre alla detrazione IRPEF e IRES prevista sugli investimenti effettuati in PMI e start-up innovative, ALIcrowd permette di usufruire dei benefici fiscali riservati alle persone fisiche residenti in Italia che sottoscrivono PIR alternativi (esenzione imposta sui profitti e esenzione imposta di successione).

4.3 – Mamacrowd: scelte strategiche

Accanto alla parte operativa nella quale le piattaforme possono avere dei punti comuni, come nell'iter di selezione e nella presentazione delle campagne, si hanno una serie di aspetti che appartengono ad una categoria di scelte che possono essere definite strategiche. Con queste si fa riferimento a quell'insieme di particolarità che contraddistinguono fortemente ogni piattaforma dalle altre presenti sul mercato. Queste scelte possono essere riferite a vari aspetti, come la scelta dei requisiti richiesti in fase di valutazione pre-campagna, il modo con il quale fidelizzare i propri utenti e il come reperire e interiorizzare nella propria struttura operativa le novità portate avanti dalla regolamentazione in continua evoluzione. Nel lungo termine, oltre a caratterizzare la piattaforma, queste decisioni possono contribuire anche alla sopravvivenza della stessa, dato che il mercato, essendo in continuo sviluppo, accoglie al suo interno nuovi operatori. Quindi diventa fondamentale per una piattaforma sapersi distinguere. Mamacrowd è riuscita nel corso degli anni a crearsi una propria identità e solidità sia rispondendo in certi modi alle richieste provenienti dal mercato, sia andando a consolidare una struttura già con alcuni anni alle spalle, capace così di sapere quali sono i punti di forza da preservare anche in vista di cambiamenti futuri nel contesto normativo.

Grazie al contributo di Federico Rastelli, Head of start-up segment in Mamacrowd, si è riusciti ad avere un commento su vari aspetti rilevanti, quali: l'interesse da parte della piattaforma verso la conformità sui criteri ESG da parte delle imprese che fanno richiesta per intraprendere una raccolta di capitali, le modalità con le quali la piattaforma va a fidelizzare i propri clienti, i pro e i contro sull'aver investitori istituzionali all'interno del portale (anche nei riguardi delle imprese) e, infine, un'opinione sui recenti sviluppi normativi europei.

Per quanto riguarda l'argomento dei criteri ESG, si è visto come l'attenzione di questi da parte della piattaforma favorisca le sue chance di sopravvivenza. Naturalmente però ogni situazione deve essere osservata e studiata tenendo conto del contesto e dell'ambiente circostante. In un paese nel quale questi temi sono tanto a cuore per i cittadini e per gli investitori ci si aspetta che una piattaforma riesca a recepire questo interesse incorporandolo nei propri sistemi. Quando però l'ambiente circostante, per motivi culturali e strutturali, non li richiede, allora anche le piattaforme preferiranno focalizzarsi su altri requisiti. Questo è il caso di Mamacrowd. Infatti, la piattaforma, non controlla e valuta la presenza e il rispetto dei criteri ESG da parte delle aziende richiedenti. Inoltre, il riferimento a questi criteri non viene specificato neanche nel portale nelle sezioni dedicate alle singole campagne, quindi non esiste una sezione dedicata appositamente per questi fattori. I motivi per i quali Mamacrowd non rileva la presenza dei fattori ESG sono due.

Il primo motivo è strutturale, ovvero riguardante la struttura delle aziende presenti all'interno del portale. Queste sono spesso realtà molto giovani (early stage). Difficilmente riescono ad avere un'idea chiara su questi aspetti e, anche se sulla carta riescono ad essere compliance verso questi aspetti (come per esempio le PMI che sono più strutturate rispetto ad una start-up), difficilmente

si riesce poi a riportarlo come dato oggettivo, qualitativo o quantitativo, sul portale. Se la piattaforma decidesse di mettere come requisito d'ingresso l'essere compliance verso questi aspetti, andrebbe a limitare fortemente l'accesso al mercato dei capitali per le realtà giovani, quindi andando nella direzione opposta a quella del crowdfunding, ovvero aiutare le realtà imprenditoriali che soffrono di più la carenza di capitali.

Il secondo motivo invece è dato dal basso interesse mostrato dall'utenza nell'avere questo tipo di informazioni, sia da quella retail che da quella istituzionale. Il perché dietro questo scarso interesse è diverso in base alla tipologia di investitori che si prendono in considerazione. Per quanto riguarda gli investitori retail, il motivo potrebbe essere o dato dalla scarsa cultura finanziaria, quindi non conoscere cosa siano oppure non sapere come leggerli e interpretarli, oppure dal fatto che considerino queste tipologie di informazioni non necessarie al fine della valutazione di un investimento. Invece, per quanto riguarda gli investitori istituzionali, la motivazione della scarsa cultura finanziaria può essere esclusa, quindi l'opzione più plausibile è che già abbiano al loro interno gli strumenti volti al misurare e verificare questi aspetti.

Comunque questo è un aspetto che Mamacrowd monitora, anche perché è a conoscenza del fatto che a livello internazionale è molto richiesto. Infatti, dal 2021, insieme ad Azimut è iniziata una collaborazione che ha visto la nascita di un fondo di venture capital gestito da quest'ultima e reso disponibile come investimento sul portale di Mamacrowd. Il ruolo della piattaforma è, oltre quello di pubblicizzare il fondo, di presentare i progetti ad Azimut, che poi effettuerà una scelta tra quelli proposti per poi realizzare l'investimento, insieme agli altri investitori presenti nel portale. Quando vengono presentate le aziende al fondo vengono presi in considerazione anche gli aspetti ESG. Questo a esempio del

fatto che già all'interno della piattaforma esistono gli strumenti e le capacità per valutare questa tipologia di criteri.

Invece, per quanto riguarda l'attenzione alla fidelizzazione dell'utenza, Mamacrowd attua una serie di accortezze che possono far aumentare il grado di soddisfazione e sicurezza provato dagli investitori durante la permanenza nel portale. Il vantaggio principale dato dalla fidelizzazione è che ci si aspetta che poi in futuro gli utenti continueranno a utilizzare la stessa piattaforma.

Le azioni principali Mamacrowd le svolge sul lato della trasparenza. Infatti, attraverso la sezione Q&A e aggiornamenti di ogni singola campagna, viene data la possibilità ad ogni utente di interfacciarsi direttamente con il team imprenditoriale. Questo strumento naturalmente può essere impiegato per chiarire sia dubbi riguardanti informazioni relative al progetto che sono state rese pubbliche (come dati sulle proiezioni finanziarie future o su valutazioni fatte sull'azienda) che per avere ulteriori informazioni nel momento in cui si pensa che alcune di queste possano essere state omesse (come per esempio il tenere nascosti o il sottostimare alcuni rischi).

Con la sezione aggiornamenti, invece, è il team imprenditoriale che si interfaccia con l'utenza, tenendola al corrente su tutti gli aspetti che si ritiene possano essere rilevanti, sia positivi che negativi.

Però su questo fronte lo strumento migliore, se portato a termine, potrà sicuramente essere quello del monitoraggio post-campagna. Perché in questo caso sarebbe Mamacrowd a sostituirsi all'imprenditore nell'aggiornare e tenere informati i suoi investitori, favorendo di non poco la fiducia riposta da questi ultimi.

Invece, a riguardo del tema degli investitori istituzionali, anche in questo caso, come in quello dei fattori ESG, si evince una realtà che è un po' diversa da quella presentata nei paper scientifici. Si è visto che l'aver una buona fetta di

investitori istituzionali tra i vari utenti della piattaforma sia d'aiuto per tutte e tre le parti, ovvero la piattaforma, gli investitori retail e le aziende (facilitando il successo della campagna, dati gli ingenti investimenti, e garantendo la buona qualità dell'investimento). Con Mamacrowd non si è parlato del rapporto tra questa tipologia di investitori e i primi due soggetti, però sono state date risposte interessanti riguardanti il rapporto tra gli investitori istituzionali e le imprese.

È stato detto che non sempre gli investitori istituzionali, come i fondi, sono ben voluti dalle imprese. Questo perché, ad esempio, si preferisce non avere troppe ingerenze a livello di governance, e per questo motivo si ricercano di più i piccoli azionisti, così da rafforzare la community. Naturalmente non tutti i fondi sono attivi immettendo nell'organico figure di riferimento. Alcuni conferiscono esclusivamente risorse finanziarie, senza preoccuparsi di avere potere decisionale nelle scelte importanti della società.

Interessante è anche il fatto che la tipologia di investitori che l'azienda riesce a portare a sé poi potrebbe anche andare ad influenzare i possibili round di raccolta successivi. Con questi si intendono le successive campagne di raccolta di capitale, non per forza nella stessa piattaforma nella quale sono state svolte quelle precedenti. L'esito di un successivo round dipende anche dagli investitori già presenti tra la compagine sociale. Questo perché anche loro possono sottoscrivere nuove quote di capitale oltre a quelle che già hanno.

Se, per esempio, un'azienda nel suo primo round ha acquisito molti investitori retail e, oltre questo, li riesce a tenere ben informati sull'andamento aziendale, allora andrà ad aumentare il grado di soddisfazione e il commitment, partendo molto avvantaggiata nel caso iniziasse una nuova campagna di raccolta. Da questo esempio si può ancora di più capire l'importanza del servizio di post-raccolta del quale beneficeranno anche le imprese.

Invece, se la raccolta è stata sottoscritta in larga parte o interamente da investitori istituzionali, per l'impresa sarà allora più difficile iniziare una nuova campagna. Questo perché, a differenza del primo caso, non si parte da una base solida di investitori e di consumatori affezionati al brand oppure al prodotto o servizio offerto.

Comunque, indipendentemente dalla tipologia di investitori che si è riusciti ad acquisire, tendenzialmente, una seconda campagna di raccolta, per chi ha concluso bene la prima e ha continuato ad operare bene (sia nei riguardi degli investitori che verso gli obiettivi economico-finanziari), può registrare livelli di raccolta anche superiori rispetto alle precedenti. Questo per il reinvestimento degli shareholders che avevano già sottoscritto quote nelle campagne precedenti. Invece, per quanto riguarda l'evoluzione della normativa, si è andata a chiedere un'opinione circa una novità introdotta nel novembre 2021 attraverso l'applicazione del Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding. Questa novità prevede la possibilità in capo alle piattaforme e ai gestori di poter determinare il prezzo di offerta e di poter valutare il rischio di credito dei progetti di crowdfunding.

Interessanti a riguardo sono state le risposte di un gruppo di gestori di portali di equity crowdfunding italiani, riportate da uno studio del 2024 condotto dalla CONSOB⁷⁸. I gestori intervistati sono stati undici, tra i quali erano presenti piattaforme di elevate, medie e piccole dimensioni.

La maggior parte dei gestori ha risposto in maniera positiva nei riguardi di questa novità, evidenziando come possa aumentare la responsabilizzazione dei portali nello scegliere le campagne da accogliere, migliorando di più la valutazione dei progetti, così che gli investitori possano effettuare investimenti più sicuri e

⁷⁸ Caivano V., Lucarelli C., Mazzocchini F.J., Soccorso P., 2024, "Il crowdinvesting made in Italy. Un'indagine conoscitiva.", Quaderni FinTech, CONSOB

consapevoli. Alcuni gestori hanno rivelato che già al loro interno operavano con modalità simili, però ammettono che le maggiori responsabilità porteranno ad un maggiore livello di specializzazione e di cura nella valutazione delle campagne, che comporterà la nascita di rapporti con soggetti terzi specializzati in altri ambiti.

Una minoranza di gestori, invece, si sono detti scettici riguardo questa novità normativa, evidenziando il fatto della troppa possibile discrezionalità nel momento in cui si va a dare una valutazione su un progetto in chiave prospettica. Questo, principalmente per i piccoli gestori, potrebbe rivelarsi un compito troppo gravoso.

Mamacrowd, dal suo canto, non ha intenzione di sovrapporsi agli imprenditori nella strutturazione della campagna, continuando quindi il dialogo cercando di consigliare e decidere assieme tutti i dettagli della raccolta. Questa scelta risulta essere più cauta ma anche più complessa. Questo perché così facendo si hanno due parti che decidono e quindi diminuisce il rischio che venga dato troppo potere decisionale, e quindi discrezionalità, ad una sola parte. Più complesso, invece, perché in questo modo si deve dialogare di più con l'azienda, dovendo trovare dei compromessi senza sovrapporsi completamente con la propria visione.

CONCLUSIONE

Grazie allo studio del mondo del FinTech si sono andati a delineare le principali novità introdotte e gli strumenti operativamente disponibili alle imprese. Questi hanno la capacità di avere un impatto notevole e reale nella vita di un'azienda, favorendone la crescita e lo sviluppo, sia nelle fasi iniziali che in quelle successive.

Oltre agli strumenti di raccolta di capitali, la tecnologia ha implementato una serie di mezzi con i quali migliorare il governo di varie attività aziendali, come quella del controllo delle disponibilità monetarie di breve periodo e soprattutto quella della gestione delle informazioni. Però, se si vogliono mettere in pratica delle azioni che poi porteranno a dei cambiamenti importanti, quelle necessarie sono rivolte all'acquisizione di capitali. Il crowdfunding ha tutte le carte in regola per essere la soluzione adeguata, questo per vari motivi. Uno è sicuramente dato dalla validazione del mercato, ovvero riuscire a capire quanto il progetto risulta interessante agli investitori e quindi anche ai possibili consumatori. Un secondo motivo è dato proprio dalla quantità di piccoli investitori che è possibile portare a sé. Questi possono apportare nuove idee all'azienda, riuscendo in modo continuo a dare un feedback a riguardo del progetto, migliorandolo e delineando anche i possibili lati negativi.

Invece, per quanto riguarda le piattaforme, si è andato a vedere più da vicino l'operatività di Mamacrowd, trovando informazioni importanti per gli investitori che in futuro vogliono iniziare una campagna di raccolta. Infatti, sono stati delineati e approfonditi i vari requisiti che la piattaforma va a controllare e analizzare quando un'azienda fa richiesta per iniziare una campagna di raccolta nel portale, insieme ad altre informazioni che possono essere utili per altri soggetti, come gli investitori. Questi ultimi possono trovare molta utilità nel sapere quali metodi utilizza Mamacrowd per mantenere un'alta qualità dell'informazione e della trasparenza verso di loro (KIIS e design della

presentazione di ogni singola offerta), insieme ai vari strumenti messi a disposizione per effettuare investimenti sicuri e remunerativi (ALICrowd).

Infine, per quanto riguarda Borsa Italiana, si è scoperto il grande attivismo riposto da questa nei riguardi delle PMI. Infatti, attraverso la creazione di segmenti adeguati (Euronext Growth Milan), di canali di formazione e di sviluppo dell'organico aziendale (progetto ELITE) e di strumenti volti al reperimento di capitale di debito nel mercato obbligazionario (ELITE Basket Bond e ExtraMOT PRO³), Borsa Italiana mette a disposizione varie soluzioni che le PMI è necessario conoscano, così da non perdere opportunità importanti per crescere.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV. (2020). Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line. CONSOB.

AA.VV. (2022). Mercato dei Capitali, Linee Guida Strategiche Settoriali. Cassa Depositi e Prestiti.

AA.VV. (2023). 8° Report italiano sul CrowdInvesting. Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation.

AA.VV. (2024). Bollettino Statistico Mercati. Consob.

AA.VV. (2024). Comunicato Stampa. IR Top Consulting, Report Mercato EGM.

AA.VV. (2024). The European Crowdfunding Market Report 2023. University of Agder.

AA.VV. Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, 2020, p 24.

Arlotta, C., Bertolotti, F., Negozio, E. C., Di Donato, S., Fantoni, M., Imparato, A., ... & Piro, A. (2018). PMI in volo: destinazione mercato dei capitali. FrancoAngeli.

ASCOLI, L., & Busatti, R. (2021). The growth and performance of companies after an equity crowdfunding campaign: the role of pivotal institutional investors.

Behl, A., & Dutta, P. (2020). Social and financial aid for disaster relief operations using CSR and crowdfunding: Moderating effect of information quality. *Benchmarking: An International Journal*, 27(2), 732-759.

Botoc, F. C., Khaled, M. D., Milos, L. R., & Bilti, R. S. (2023). THE ROLE OF BIG DATA IN THE FINTECH INDUSTRY: A BIBLIOMETRIC ANALYSIS. *Transformations in Business & Economics*, 22. Gervasoni, A., & Sattin, F. L. (2020). Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio. Guerini next.

Caivano, V., Lucarelli, C., Mazzocchini, F. J., & Soccorso, P. (2024). Il crowdinvesting made in Italy: un'indagine conoscitiva. *QUADERNI FINTECH*, 13, 1-184.

- Chen, M. A., Wu, Q., & Yang, B. (2019). How valuable is FinTech innovation?. *The Review of Financial Studies*, 32(5), 2062-2106.
- Cumming, D., Meoli, M., Rossi, A., & Vismara, S. (2024). ESG and crowdfunding platforms. *Journal of Business Venturing*, 39(1), 106362.
- Ferreira, V., Papaoikonomou, E., & Terceno, A. (2022). Unpeel the layers of trust! A comparative analysis of crowdfunding platforms and what they do to generate trust. *Business Horizons*, 65(1), 7-19.
- Galkiewicz, D., & Galkiewicz, M. (2024). FUNDING AND OVERFUNDING PHENOMENA IN CROWDFUNDING: RELEVANCE OF PLATFORM CHOICE AND VARYING INDUSTRY DYNAMICS. *Applied Finance Letters*, 13, 28-47.
- Huo, H., Wang, C., Han, C., Yang, M., & Shang, W. L. (2024). Risk disclosure and entrepreneurial resource acquisition in crowdfunding digital platforms: Evidence from digital technology ventures. *Information Processing & Management*, 61(3), 103655.
- Kirby, E., & Worner, S. (2014). Crowd-funding: An infant industry growing fast. IOSCO Research Department, 2014, 1-63.
- Lambiase, A. (2022). La quotazione in borsa delle PMI: Esperienze imprenditoriali di successo su Euronext Growth Milan. FrancoAngeli.
- Locatelli, R., & Schena, C. (2022). Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI: le opportunità della digitalizzazione e dello sviluppo sostenibile.
- Mazzer L., Stradi L., (2019). The operating performance of italian firms after an equity crowdfunding campaign. Politecnico di Milano.
- McWaters, R. J., & Galaski, R. (2017). Beyond fintech: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services. In *World economic forum*. august. retrieved www.weforum.org (Vol. 2, No. 1).
- Modaffari, G. (2024). Il finanziamento innovativo delle piccole e medie imprese (pp. 1-262). Giappichelli Editore.
- Mollick, E., & Robb, A. (2016). Democratizing innovation and capital access: The role of crowdfunding. *California management review*, 58(2), 72-87.
- Pommet, S., Sannajust, A., & Xu, Q. (2023). Rating of equity crowdfunding platforms. *Finance Research Letters*, 58, 104639.

Treleaven, P., Brown, R. G., & Yang, D. (2017). Blockchain technology in finance. *Computer*, 50(9), 14-17.

SITOGRAFIA

<https://azimutdirect.com/it/blog/barometro/il-barometro-minibond-dati-al-31032024>

<https://european-digital-innovation-hubs.ec.europa.eu/home>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=40554577#/showdoc/40554577/criticita%C3%A0|finanziamenti|finanziamento|sovvenzionamento|sovvenzione|spac|special%20purpose%20acquisition%20company|sussidio|vantaggi?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=40889089#/showdoc/40889089/2.200|elite|piccola%20e%20media%20impresa|pmi|raggiunge|small%20%26%20medium-sized%20enterprises|small%20and%20medium-sized%20enterprises|smes?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=41038793#/showdoc/41038793/c.d.p.|cassa%20di%20depositi%20e%20prestiti|cdp|elite|lanciano|lounge?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=41413035#/showdoc/41413035/capitalizzazione|egm|maglia|nera?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=41687215#/showdoc/41687215/crisi%20di%20liquidita%C3%A0|milano|piccola%20e%20media%20impresa|pmi|quote|small%20%26%20medium-sized%20enterprises|small%20and%20medium-sized%20enterprises|smes?ref=pullsearch>

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=41756263#/showdoc/41756263/elite|lounge|nuova|via?ref=pullsearch>

https://research-and-innovation.ec.europa.eu/research-area/industrial-research-and-innovation/eu-valorisation-policy/knowledge-valorisation-platform/thematic-focus/role-incubators-and-accelerators-knowledge-valorisation_en

<https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/?dotcache=refresh>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/requisiti/come-accedere.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2017/elitebasketbond.pdf>

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2019/extramotpro3.htm>

https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1354909.pdf?_1713774224000

https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1354909.pdf?_1713774224000

https://www.cdp.it/sitointernet/page/it/basket_bond_italia_raccolti_100_milion_i_a_favore_di_22_pmi_e_mid_cap_nel_2022_allinterno_del_programma_di_cdp_mcc_e_banca_finint?contentId=CSA41841

<https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2021/05/05/spac-finanza-borsa/>

<https://www.elite-network.com/it/basket-bond>

<https://www.elite-network.com/it/news/elite-da-il-benvenuto-a-34-nuove-societa-e-lancia-l-osservatorio-sulla-corporate-governance>

<https://www.elite-network.com/it/private-companies/membership>

<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>

<https://www.irtop.com/wp-content/uploads/2023/11/IRTOP-Consulting-studio-AI-EGM-281123.pdf>

https://www.ui.torino.it/public/files/ADB_-_Osservatorio_PMI_N_10%281%29.pdf

