



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management

**Il direct Lending: uno strumento alternativo di
finanziamento alle PMI**

**The Direct Lending: an alternative financing tool for
SMEs**

Relatore:

Prof. Alberto Manelli

Tesi di laurea di:

Samanta Corradetti

Anno Accademico 2018/2019

*Alla mia famiglia
a cui devo la curiosità nelle
risposte ai miei perché.*

Sommario

INTRODUZIONE	1
LE CRITICITÀ DEL MERCATO DEL CREDITO	5
1.1. INTRODUZIONE	5
1.2. NECESSITÀ DI FINANZIAMENTI ALTERNATIVI PER LE PMI 10	
1.3. FONTI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI	12
IL DIRECT LENDING	19
2.1. INTRODUZIONE	19
2.2. CARATTERISTICHE GENERALI E VANTAGGI	20
2.2.1. Procedimento del prestito	21
2.3. LA PIATTAFORMA ONLINE	22
2.3.1. Breve approfondimento del Lending Crowdfunding.....	24
2.3.2. Le piattaforme italiane più utilizzate	26
2.3.3. Tutele prestatori e richiedenti	30
2.4. IL PROFILO GIURIDICO	31
2.4.1 Iniziative dell'UE a sostegno del credito.....	31
2.4.2 Iniziative italiane a sostegno del credito.....	39
IL SETTORE DEL DIRECT LENDING: ALCUNI DATI	45
3.1. INTRODUZIONE	45
3.2. LE IMPRESE TARGET – I DATI STATISTICI	47
3.2.1. Definizione di PMI	47
3.2.2. La presenza delle PMI nel mercato.....	49
3.3. GRADO DI DIPENDENZA DELLE PMI DAL SETTORE BANCARIO	50
3.4. UN CONFRONTO ESTERO TRA EUROPA, ITALIA E STATI UNITI	53

3.4.1.	Presenza di PMI legate all'intermediazione bancaria.....	53
3.4.2.	L'utilizzo del direct lending.....	58
3.4.3.	Brevi riflessioni sui risultati delle analisi	63
3.5.	VANTAGGI E SVANTAGGI DEL MODELLO.....	65
3.6.	SVILUPPI E PROSPETTIVE FUTURE.....	72
EVIDENZE EMPIRICHE	75
4.1	LE FUNZIONALITÀ PRATICHE DEL DIRECT LENDING.....	75
4.2	LE OPERAZIONI DI DIRECT LENDING IN ITALIA	78
CONCLUSIONI.....	87
BIBLIOGRAFIA	89
SITOGRAFIA	91

INTRODUZIONE

In uno scenario in cui le banche stanno combattendo per raggiungere i requisiti di capitale, causa delle pesanti normative imposte dall'Unione Europea, aumenta lo spazio per l'utilizzo di strumenti alternativi al canale bancario. Le imprese che sono state maggiormente colpite sono state quelle di piccole e medie dimensioni, meno strutturate e più rischiose, ma con una presenza assai diffusa in tutto il territorio mondiale e italiano.

Tale situazione, ha creato la necessità da parte delle PMI, legate fortemente ai finanziamenti bancari, di strumenti alternativi, quindi di una soluzione anche complementare a questi. Uno di questi è proprio il Direct Lending, che si sta largamente sviluppando nell'Europa settentrionale e recentemente nella parte meridionale, soprattutto in Italia e che sta guadagnando una grande quota di mercato nel panorama del credito.

La tesi descrive il posizionamento del Direct Lending all'interno delle alternative di finanziamento, mettendolo a confronto rispetto ai vari utilizzi nei mercati esteri.

Nel primo capitolo, vengono esaminate tutte quelle che sono le criticità del mercato finanziario, dal quale sorgono le necessità da parte delle PMI di nuovi strumenti finanziari che creino dei respiri dal bancocentrismo italiano.

Il secondo capitolo è incentrato, invece, sull'evoluzione delle normative italiane ed estere in merito al sostegno dell'utilizzo del Direct Lending, sia in termini di tutela che di trasparenza.

Il terzo capitolo propone un'analisi dell'evoluzione della presenza delle PMI italiane ed estere e dell'effettivo utilizzo dello strumento di finanziamento, messo poi a paragone con l'utilizzo estero. Questo perché si è cercato di evidenziare quelle che sono le necessità e le motivazioni che portano a sviluppare il modello di Direct Lending all'estero piuttosto che in Italia. Oltretutto, vengono poi riportati i vantaggi e gli svantaggi legati all'uso alternativo dello strumento, evidenziando eventuali sviluppi futuri.

Infine, nel quarto capitolo ho cercato di riportare i dati di riferimento delle piattaforme italiane e dei relativi fondi che hanno supportato i finanziamenti richiesti dalle PMI italiane.

Il Direct Lending è un'alternativa impropria rispetto al finanziamento bancario in quanto basata su modalità di valutazione che nel nostro Paese crea ancora scetticismo, per via della cultura finanziaria che ci appartiene. Questo, porta tendenzialmente a percepire tutto ciò che è nuovo in qualcosa di rischioso. In realtà, una volta che questa fase viene meno, l'uso della finanza alternativa avvicinerà il piccolo o medio imprenditore italiano all'utilizzo, in modo tale da supportare l'attività economica e fungere da stimolo per il miglioramento continuo, fornendo una maggior capitalizzazione che darà alle aziende la possibilità di tornare al reperimento di risorse attraverso il canale bancario.

LE CRITICITÀ DEL MERCATO DEL CREDITO

1.1. INTRODUZIONE

Le possibilità di finanziamento per le imprese italiane si sono progressivamente ridotte negli ultimi anni anche a causa della profonda crisi economica e finanziaria che ha colpito l'Europa. La situazione attuale in cui le banche stanno lottando per raggiungere i requisiti patrimoniali, a causa dell'imposizione di norme pesanti da parte dell'UE, ha fatto sì che si proponessero nuove occasioni di finanziamento permettendo ad altri finanziatori di affacciarsi sul mercato. Infatti, le banche hanno rifocalizzato le loro modalità di concessione dei prestiti a privati e aziende in modo da soddisfare i requisiti del Comitato Basilea che ha poi influenzato quella che oggi si presenta come crisi creditizia, creata dal lato dell'offerta, una situazione ancora in corso. Da qui nasce la necessità di passaggio da una struttura finanziaria d'impresa dipendente dal canale bancario, ad un'altra in cui convergono anche altre forme di finanziamento.

Le imprese principalmente colpite da tale compressione del credito sono state le PMI, poiché si propongono come imprese meno strutturate, con maggiori rischi e senza avere una presenza sul mercato globale.

Fino al 2007 lo stretto legame banca-impresa non aveva comunque pregiudicato la crescita grazie alla presenza di un ciclo monetario espansivo, mentre le analisi

empiriche relative ai dati degli ultimi anni rivelano l'esistenza di limiti riconducibili proprio alla dipendenza dell'industria nazionale dal sistema bancario, destando preoccupazioni sulle reali possibilità di ripresa economica. Il bisogno connesso alla disponibilità di fondi non risponde solo alle esigenze di investimento dell'impresa, ma anche ad una necessità di liquidità da parte delle imprese, i cui livelli di redditività operativa risultano ai minimi storici, ad ormai dieci anni, circa, dall'inizio della crisi finanziaria.

Il sistema finanziario italiano/europeo, nello specifico quello bancario, risente del contesto istituzionale Europeo fomentando la condizione di crisi acutizzando il divario fra sistema Italia e resto d'Europa – in particolare la Germania - e del Mondo. Caratterizzando una forte recessione unica per livelli di debito sovrano e volatilità nei tassi di cambio.

In relazione alle due crisi finanziarie dei mutui *subprime* e del debito sovrano, esse hanno causato una profonda influenza sulla struttura finanziaria delle imprese a livello internazionale, riguardante la loro capacità di indebitarsi con il sistema bancario o di acquisire prestiti bancari a costi sostenibili. In particolare, la crisi finanziaria dei mutui subprime ha avuto inizio negli Stati Uniti nel 2006, generata dall'aumento significativo dell'erogazione di mutui ad alto rischio (ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito poiché non sarebbero stati in grado di fornire sufficienti garanzie) stimolato dalle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e dallo sviluppo delle cartolarizzazioni. Tuttavia, fino a

quando i mutui furono pagati dai debitori ceduti, i detentori degli ABS e dei CDO¹ poterono continuare ad incassare le somme dovute. Tale regolarità dei pagamenti fu però interrotto quando la Federal Reserve decise di incrementare i tassi di interesse (che salirono dall'1 al 5,25 %, tra Giugno 2003 e Giugno 2006.) Le conseguenze furono che i mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi di insolvenze dei soggetti incapaci di restituire rate sempre più onerose. La domanda di immobili si ridusse, con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti. Le conseguenze sui mercati finanziari si resero evidenti non appena sono venuti a mancare i flussi costituiti dalle rate e dal rimborso dei mutui da parte dei debitori, infatti, i titoli obbligazionari garantiti da quei mutui, (CDO e ABS) hanno registrato drastiche perdite di valore, anche del 70 o 80 per cento in meno di un anno. Da questo momento la crisi si propagò a effetto domino colpendo tutti gli operatori coinvolti: in primis, le società veicolo emettenti di MBS e CDO, poiché

¹ A riguardo, esiste un "secondo round" di cartolarizzazione, una cartolarizzazione sulla cartolarizzazione, attraverso il quale i titoli strutturati sui mutui possono essere rimpacchettati e cartolarizzati a loro volta, in nuovi titoli obbligazionari che, avendo come sottostante altre obbligazioni MBS, sono definiti Collateralized Debt Obligations (CDO). Le CDO hanno le stesse caratteristiche e sono costruiti con lo stesso meccanismo degli Mortgage Backed Securities (ABS), con l'unica differenza che, mentre questi ultimi hanno come sottostante i mutui, i CDO sono titoli che hanno come sottostante altri titoli. E, similmente al meccanismo di rimborso degli MBS (finanziato con l'incasso delle rate dei mutui), il rimborso e le cedole dei CDO sono finanziati con i rimborsi e il pagamento delle cedole degli MBS da parte della società veicolo di primo livello.

non potevano più garantirli con i mutui, dato che non erano stati rimborsati. Al default delle società veicolo è seguito quello degli acquirenti finali di MBS e CDO, e soprattutto delle banche che operavano nel sistema bancario ombra delle società veicolo.

A partire dal 2004, i tassi di interesse americani iniziarono a salire, terminata la recessione di inizio secolo. Così però, i mutui divennero sempre più costosi e difficili da ripagare. Inoltre, nel 2006, la crescita dei prezzi delle case si ferma e poi, nel 2007, i prezzi iniziano a cadere, e con i prezzi delle case in ribasso, le banche che avevano concesso molti mutui subprime iniziarono a registrare ingenti perdite. Considerando l'impossibilità, da parte dei mutuatari, di non riuscire più a ripagare le rate e la riduzione dei prezzi delle case, il flusso dei pagamenti alla base della cartolarizzazione si blocca. Va da sé che le Società Veicolo rimasero senza entrate con cui far fronte al pagamento degli interessi sui titoli emessi, tale per cui i titoli persero di valore a fronte di un loro possibile fallimento. Titoli che però erano stati comprati da banche ed istituzioni finanziarie in tutto il mondo e che iniziarono a registrare grosse perdite in conto capitale.

La crisi si estende all'intero sistema finanziario mondiale, sottoforma di crisi di fiducia e di liquidità, dando inizio al fenomeno definito come *credit crunch*, ovvero la restrizione del credito da parte degli istituti bancari, i quali divennero restii nel prestare denaro sul mercato interbancario, come ordinariamente avviene, perché dubitanti della solvibilità delle banche richiedenti, vista anche l'incapacità

nell'identificare quanti titoli tossici ci fossero nel portafoglio delle altre. Quando le banche non hanno più fiducia reciproca, non si scambiano più denaro e il credito si interrompe, conseguenza che spinge a trattenere liquidità nel caso si verificassero momenti negativi.

Gli interventi delle banche centrali hanno, seppur in parte, contenuto i danni derivanti dal blocco dei mercati interbancari, ma senza restituire livelli di fiducia tali da ripristinare le normali condizioni in termini di funzionamento. Le banche italiane, in confronto agli altri paesi europei, hanno superato egregiamente la prima crisi finanziaria grazie alla maggior presenza di fonti di raccolta e d'impiego tra la clientela ordinaria, che hanno permesso il non ricorso di massa ad aiuti di stato.

In Europa la crisi finanziaria si è diffusa al mercato dei titoli di stato, colpendo maggiormente i paesi periferici dell'Eurozona, causa la percezione di un maggior rischio d'insolvenza e dei timori legati alla possibile disgregazione dell'area euro che ne hanno accresciuto i costi di rifinanziamento, alimentando, a sua volta, una perversa spirale tra spesa per interessi, disavanzo e debito. Gli elevati debiti e disavanzi pubblici e l'incapacità individuale dei paesi di espandere la propria offerta di moneta hanno esteso la percezione di un grave rischio d'insolvenza che neanche gli interventi da parte della BCE hanno potuto smussare.

Tutto ciò ha indebolito la fiducia del mercato e il merito di credito di molti paesi, dove il progressivo deterioramento del quadro macroeconomico, seguito dalla

crisi dei debiti sovrani, ha influenzato gli assetti organizzativi ed i modelli di comportamento degli intermediari, alterando le stesse relazioni banca-cliente. In Italia gli effetti sono stati ulteriormente incrementati dall'incapacità di affrontare in modo adeguato il progresso tecnologico, la globalizzazione dei mercati e la competizione a livello europeo ed internazionale, cosicché, la seconda ondata di crisi – legata al debito sovrano – ha aggravato il sistema finanziario italiano segnato da una dipendenza bancaria e dall'incapacità di offrire soluzioni alternative al credito.

Si pone, quindi, in evidenza la necessità di agevolare la crescita del sistema produttivo italiano in misura proporzionale all'articolazione delle fonti di finanziamento cui si ricorre, date le crescenti complessità da gestire nell'arco della vita di un'impresa.

1.2. NECESSITÀ DI FINANZIAMENTI ALTERNATIVI PER LE PMI

Le piccole e medie imprese (PMI) hanno sempre sofferto di una carenza di diversificazione quando si tratta di fonti di finanziamento, poiché troppo legate ai prestiti bancari, che le rende particolarmente vulnerabili di fronte ad eventi negativi. Questa dipendenza si presenta più significativa dal momento che non sono in grado di utilizzare i mercati finanziari per controbilanciare gli effetti di una

stretta creditizia, con conseguenza inevitabile di ripercussioni sulla relazione impresa-banca.

A causa del numero sempre crescente del Non Performing Loans (NPL)² e delle restrizioni imposte dall'accordo Basilea III, le banche hanno reagito attraverso condizioni restrittive, nel tentativo di limitare l'erogazione di prestiti a coloro che si presentavano meno stabili, pertanto furono particolarmente severe nei confronti dei prestiti a medio-lungo termine che lasciavano, quindi, le PMI senza le risorse necessarie per affrontare le proprie attività di business, soprattutto quelle ad alta innovazione.

L'importanza dei prestiti a lungo-termine e le decisioni restrittive assunte dalle banche, hanno favorito l'ingresso ad altri investitori, con l'idea di fondo di non andare a sostituire il credito bancario, ma bensì assumere un ruolo complementare ad esso, in modo da dare alle banche il tempo necessario per ripristinare le normali condizioni operative, considerando che, riattivare il credito bancario a medio-lungo termine richiede effettivamente periodi lunghi affinché si eviti il

² “I **crediti deteriorati** delle banche, in inglese **non-performing loan (NPL)**, sono dei prestiti la cui riscossione è considerata a rischio sotto diversi profili. Si tratta in genere di esposizioni degli istituti di credito verso soggetti che, per un peggioramento della propria situazione economica e finanziaria, non sono in grado di far fronte alle proprie obbligazioni e quindi di ripagare nei tempi o negli importi previsti le rate del proprio debito.” Fonte: Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>

rischio che il processo di riorganizzazione delle banche possa trasformarsi in un'ulteriore restrizione creditizia.

Le forme di finanziamento accettate al di fuori del sistema bancario sono il Direct lending e i Mini-bond, funzionali allo sviluppo di operatori specializzati in grado di lavorare a fianco dell'intermediazione tradizionale, offrendo, in primo luogo, capitali alle imprese e specificamente alle PMI.

In particolare, l'analisi si concentra sui fondi di direct lending date le caratteristiche innovative che presenta e il ruolo potenziale che potrebbe ricoprire all'interno del contesto industriale (resta comunque importate, per il policy makers e professionisti, avvalersi di un'analisi dei pro e contro, in quale misura viene utilizzato e da chi), mentre, considerare i mini-bond risulta ancora troppo complesso e costoso per le PMI, anche se meno strutturato rispetto al tradizionale mercato obbligazionario.

1.3. FONTI DI FINANZIAMENTO PER LE PMI

A livello sia europeo che italiano, sono state adottate misure per aumentare il flusso di credito verso le imprese. Inizialmente, queste misure miravano a fornire alle banche liquidità in modo che potessero poi ridirigerle a società in difficoltà. La realtà è che queste misure, volte ad allentare la stretta creditizia, non sono state sufficienti per recuperare la stabilità finanziaria sia per le società che per le banche. Se prendiamo in considerazione società più grandi, esse non hanno

difficoltà ad accedere a più fonti di credito e ciò consente loro di ammortizzare la contrazione del credito variando le loro fonti di finanziamento. Riflettendo sul fatto che hanno anche accesso a mercati diversi da quelli locali e che potrebbero quindi indebitarsi in paesi meno duramente colpiti.

Nulla di questo accade per le PMI, soprattutto se pensiamo che queste dominano le società più grandi in termini di numero in Europa e in Italia, e per le quali è auspicabile una più ampia scelta di fonti di finanziamento.

Occorre spostare l'attenzione sullo sviluppo di fonti alternative di finanziamento o su un sistema che possa almeno operare a fianco del credito bancario. Eppure, rispetto ad altri paesi, l'Italia sembra agire in ritardo su questo fronte. La nuova legislazione stimola la connessione tra la forma di finanza alternativa e le PMI, che in molti altri paesi europei e negli Stati Uniti ha già avuto luogo. Le finanze per le aziende si presentano in varie forme:

1. Private Placement³: le operazioni di collocamento privato sono uno dei modi, insieme al collocamento pubblico e al collocamento tramite asta, mediante il quale vengono emesse obbligazioni sul mercato primario. Possiamo quindi definire Private Placement come il complesso di

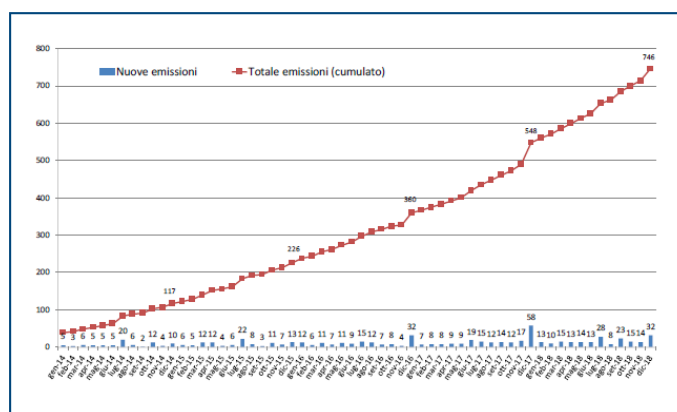
³ Borsa Italiana, “Il complesso di operazioni con cui emittenti privati e pubblici offrono strumenti finanziari di nuova emissione” <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/privateplacement206.htm>

operazioni attraverso le quali emittenti privati e pubblici (comuni, province, regioni e altri enti pubblici) offrono obbligazioni di nuova emissione o strumenti finanziari simili collocati con un numero limitato di destinatari internazionali (investitori istituzionali come fondi comuni, banche e intermediari italiani e stranieri, società fiduciarie o privati con una posizione molto elevata). Tali strumenti finanziari inseriti tramite Private Placement possono essere di vario tipo, di solito riguardano la vendita di debito o capitale. Questo meccanismo di collocamento riguarda generalmente operazioni di piccola dimensione e vengono spesso utilizzate per aumentare il capitale di società non quotate. L'emittente concorda con una ristretta cerchia di investitori le caratteristiche tecniche dell'emissione (importo, prezzo e così via). Spesso, tale forma, è un primo passo verso l'accesso a mercati finanziari regolamentati.

2. Mini-Bond: parliamo di fondi che investono principalmente in obbligazioni emesse dalle PMI. In particolare, questi sono emessi da società di responsabilità pubblica o cooperative con la loro autonomia operativa (escluse banche e compagnie assicurative) per un importo massimo fino a 500 milioni di euro, il cui accesso non è disponibile per gli investitori retail. Il mercato dei mini-bond ha confermato la costante crescita iniziata nel 2012 in risposta alle difficoltà causate dalla crisi finanziaria e dalla stretta creditizia, crescita che è continuata nonostante il

miglioramento della situazione dell'accesso al credito nel 2016, confermando come i mini-bond siano fonte di finanziamento alternativo e complementare. Alla fine del 2016 le obbligazioni quotate erano 165 per un valore nominale globale di oltre 6 miliardi di euro, anche se con un tasso di cambio limitato data la logica del "buy and hold" adottata da molti investitori specializzati in questo segmento. La *figura 1* mostra il numero di emissioni (198 emissioni) in Italia fino al 31 dicembre 2018 che, rispetto alle 170 del 2017, ha visto un aumento ma con un controvalore di 4.3 miliardi di euro che risulta in calo (era di 5.5) a causa del valore medio delle emissioni, sceso al minimo storico (22.40 milioni di euro, contro 45, nel secondo semestre 2018). Sempre nello stesso anno, il numero di emittenti risulta in calo, ma allo stesso tempo risulta aumentato, più precisamente raddoppiato, il numero delle S.r.l.⁴

Figura 1: Flusso temporale delle emissioni di mini-bond dal 2014 al 2018



⁴ Politecnico di Milano, "5° report italiano sui mini-bond", febbraio 2019

Fonte: Politecnico di Milano, "5° report italiano sui mini-bond" 2019

3. Il direct lending: è una forma di finanziamento del debito societario in cui istituti di credito diversi dalle banche concedono prestiti a società senza intermediari, quali una banca d'investimento, un broker o una società di private equity. Nel settore del direct lending, i mutuatari sono solitamente società di piccole o medie dimensioni, piuttosto che grandi società quotate, e i prestatori possono essere individui facoltosi o società di gestione patrimoniale. Si riconoscono due possibili modelli con cui operare "Direct Lending" attraverso entità diverse dalle banche:

- Fondi di direct lending per debito privato: sono fondi di prestito specializzati, che gestiscono un gran numero di prestiti acquisiti direttamente dalle società, fondi in cui istituzioni diverse dalle banche possono acquistare azioni.
- Direct lending in partnership con una banca: una banca e un investitore istituzionale stipulano una partnership, in cui la banca si occuperà dello screening e della creazione di prestiti che verranno poi trasferiti a istituzioni che non sono banche. Per le PMI non ci saranno cambiamenti riguardo al personale che è in contatto con i clienti, in quanto sarà sempre la banca a strutturare i prestiti. Tuttavia, nel caso di prestiti in concomitanza con una banca,

potrebbero esserci accuse in termini di "azzardo morale", in quanto le banche potrebbero trasferire prestiti in sofferenza e poi ritirarsi dal partenariato. Inoltre, quando si tratta di gruppi di banche e compagnie assicurative, si possano verificare alcuni fenomeni elusivi, trasferendo finanziamenti alle compagnie assicurative in modo da evitare i regolamenti bancari in termini di capitale necessario.

Il lancio dei primi fondi di mini-bond e la recentissima inclusione nella legge italiana dei fondi di credito completano una gamma di strumenti finanziari a disposizione delle PMI, potenzialmente in grado, con il tempo e per alcuni settori, di mitigare le numerose criticità relative alla struttura finanziaria di quest'ultime e alleviare gli effetti della loro dipendenza dai prestiti bancari. Inoltre, gli investimenti in fondi di credito sono apprezzati per il contributo in termini di diversificazione dei portafogli per attività che non potrebbero altrimenti essere direttamente acquisite (credito alle PMI) con il mercato obbligazionario.

Il processo di concessione di direct lending ha sicuramente elementi di similitudine con il processo di valutazione per la sottoscrizione di un mini-bond, ma esistono, almeno due rilevanti differenze derivanti dall'evidenza empirica: le PMI emittenti di mini-bond sono più grandi (il fatturato medio è di 91 milioni di

Euro) e l'ammontare medio è di circa 10 milioni di Euro⁵. Il mercato italiano di riferimento del direct lending invece è costituito da un numero elevato di soggetti stimabile in circa 100.000 aziende con fabbisogno finanziario più limitato, compreso tra 250.000 e 2.5 milioni di euro.

In questo senso, il modo in cui i fondi di credito operano deve essere visto come un'attività complementare, e non puramente come un concorrente, della tradizionale intermediazione bancaria, che rimane e continuerà certamente a rimanere dominante, ma che può essere vista come un mezzo di integrazione e cooperazione sinergica tra banche e intermediari specializzati in prestiti alle imprese, anche in termini di selezione e monitoraggio delle opportunità di investimento.

Tutto ciò porta ad analizzare la misura di questa fonte innovativa di credito, al fine di essere in grado di capire come i fondi di private debt potrebbero conciliare le loro funzioni con la questione dei prestiti e come le PMI possano trarne beneficio.

⁵fonte: Barometro Mini bond

IL DIRECT LENDING

2.1. INTRODUZIONE

Sempre più imprese, soprattutto nel settore imprenditoriale, non si rivolgono alle banche per l'ottenimento di prestiti, ma al *Direct lending*. Questo consiste in un nuovo metodo per ottenere risorse direttamente da altre aziende in modo tale da disaffezionarsi dall'intermediazione bancaria. Definito come uno strumento innovativo, non è altro quindi che un prestito elargito ad imprese di medio piccola grandezza da parte di altre imprese, che una volta era di sola competenza delle banche, seguito da severa regolamentazione di quest'ultime. Successivamente al D.L. 18/2016 è stato consentito il prestito da parte di fondi imprese (quindi fondi non bancari, FIA, che concedono prestiti, ai quali è permessa la possibilità di acquisire i crediti aziendali a garanzia degli investimenti, adeguandosi alle regole già stabilite ed operanti nel settore del credito), sostenendo così progetti delle PMI senza che queste siano costrette ad emettere delle obbligazioni (i cosiddetti mini-bond) a garanzia del finanziamento, riflettendo grande interesse da parte degli operatori finanziari, tanto da portare in aumento la diffusione di tale strumento.

2.2. CARATTERISTICHE GENERALI E VANTAGGI

Per avere successo, i fondi di Direct Lending devono conoscere in profondità il mercato, di fatto gran parte di questi si specializzano in un settore specifico o geografico, spesso gestiti da persone con forti capacità commerciali e/o finanziarie, in altre parole persone con una profonda conoscenza del settore in cui sono qualificati. Ciò garantisce che tali istituti di credito dispongano di tutte le conoscenze necessarie per valutare correttamente il rischio di prestito.

Al contrario dei fondi di credito generali, i fondi di Direct Lending sono regolarmente in contatto con i loro clienti, il personale, infatti, esegue accurati e costanti test di due diligence⁶ per valutare i potenziali rischi di credito dei propri clienti. Ciò colloca i fondi di Direct Lending in una posizione di vantaggio a livello di trasparenza e gestione del rischio. Determinati vantaggi, quindi, consentono di ottenere finanziamenti da fondi di prestito anche nel caso si presentasse una condizione di recessione economica, tenendo in considerazione che tale fatto è comunque condizionato dal settore in cui si investe. In effetti, saranno meno rischiosi quei prestiti erogati a società che si presentano con solide

⁶ “L'espressione inglese due diligence (in italiano: dovuta diligenza) indica l'attività di investigazione e di approfondimento di dati e di informazioni relative all'oggetto di una trattativa. Il fine di questa attività è quello di valutare la convenienza di un affare e di identificarne i rischi e i problemi connessi, sia per negoziare termini e condizioni del contratto, sia per predisporre adeguati strumenti di garanzia, di indennizzo o di risarcimento.”, Sentenza del Tribunale di Torino, I sez. civ., 3 marzo 2015. Presidente ed estensore: dott. Marco Ciccarelli.

attività su cui garantire tali prestiti, poiché sarà più probabile che quest'ultimi mantengano di valore in situazioni di crisi economica.

Questi fondi mirano a costruire un portafoglio ben diversificato, che garantisca quindi delle entrate regolari, all'interno dell'area in cui si specializzano, con l'obiettivo di minimizzare il rischio. Pertanto, possono benissimo concedere prestiti a diverse forme di imprese, come start-up e progetti infrastrutturali, anche se in quest'ultimo caso il modo in cui il prestito è strutturato può essere diverso, ad esempio includendo sia l'infrastruttura che i prestiti alle imprese nella stessa strategia.

2.2.1. Procedimento del prestito

Analogamente a come accade per le banche, l'impresa che vuole ottenere un prestito dovrà presentare una domanda che verrà vagliata da esperti, valutando la solidità dell'impresa, la richiesta di risorse, la governance societaria e la prospettiva di crescita. Dopodiché verrà stipulato il contratto di prestito a condizioni e interessi stabiliti. Dal punto di vista contrattuale, il rapporto fra il prestatore e il soggetto finanziato si configura come un 'contratto di mutuo' per mezzo del quale una parte mette a disposizione dell'altro somme di denaro con la

promessa da parte di quest'ultima di eseguirne il rimborso entro un certo periodo di tempo⁷.

Tuttavia, i fondi di direct lending adottano un approccio tradizionale al prestito di denaro, sia alle imprese che ai progetti che necessitano di finanziamenti. Generalmente utilizzano una o più società finanziarie che gestiscono l'analisi del credito (fondamentale per sfruttare con successo questo mercato) e che concedono prestiti giorno per giorno.

L'azienda non passa per nessun istituto economico come banche o finanziarie e gli utenti ricevono degli interessi che nessuna banca riesce effettivamente a garantire. In pratica il lato innovativo del meccanismo è proprio quello relativo a come viene gestito il prestito nei suoi passaggi, non solo perché si svolge sul web ma soprattutto per sistema semplice e diretto.

2.3. LA PIATTAFORMA ONLINE

Il prestito di denaro, per poter realizzare un progetto personale o di natura imprenditoriale, viene richiesto attraverso una piattaforma online in cui i prestatori investono i loro risparmi accordati a tassi di interesse superiori rispetto a quelli proposti dalle banche.

Tale piattaforma ha il compito di mettere in contatto domanda e offerta, e quello di selezionare, classificare e approvare i progetti per cui si richiede un

⁷ Articoli 1813 e seguenti, Codice civile

finanziamento. In più, organizza i flussi finanziari – esborsi e rimborsi – e si occupa del processo di recupero crediti nel momento in cui si verificasse il mancato pagamento.

Al fine del funzionamento dell'attività di direct lending, è quindi necessario ipotizzare un soggetto terzo che faccia da piattaforma ponte, ossia svolga servizi propedeutici alla valutazione del credito a favore del sistema dei fondi nel suo complesso, così da permettere loro di processare un numero elevato di piccole operazioni. In questo contesto aiuta gli investitori ad effettuare alcune funzioni tipiche del processo creditizio senza mai influire sulla decisione di credito.

La piattaforma deve essere accreditata e riconosciuta come portale di accesso per le imprese, deve predisporre una pratica di fido sulla base di alcuni requisiti predefiniti e sottoporre agli investitori le proposte di operazioni per una loro decisione. Il processo logico di tale funzione può essere così definito:

- Nella *fase di iniziale* svolge due principali attività di sensibilizzazione: una diretta sulle imprese, perché si accreditino; l'altra indiretta, sul sistema delle associazioni di categoria, degli advisor, delle società di consulenza, delle associazioni dei commercialisti e delle società di revisione;
- In *fase di raccolta dati*, la piattaforma aggrega dati provenienti dall'impresa stessa e da fonti terze e li presenta in formati unici standardizzati, facilmente leggibili e confrontabili;

- In *fase di elaborazione del profilo di credito*, fornisce agli investitori aderenti uno standard di “pratica elettronica di lending” con la possibilità di personalizzazioni aggiuntive a richiesta, si definisce perciò uno scoring/giudizio sintetico rispetto all’operazione proposta;

- In *fase di predisposizione contratti e stipula*, la piattaforma ponte offre assistenza alle parti per la finalizzazione del contratto e la stipula effettiva.

E questa piattaforma ponte oggi non può che essere tecnologica ed internet based, in cui gli operatori che esercitano tale attività, risultano essere i soggetti più adatti. Questo perché sono in grado di individuare la base di clienti imprese interessate a possibili finanziamenti, di costruire una banca dati di imprese ‘buone pagatrici’ e attribuire ad ognuna di esse uno scoring (basato su dati storici, previsioni di bilancio, analisi di governance, web reputation e valutazione andamentale), di attribuire un rating a ogni singola operazione proposta. Non tralasciando, come già accennato, il fatto che sono anche in grado di effettuare la delibera di finanziamento e l’erogazione dello stesso in tempi infinitamente più brevi di quelli degli istituti tradizionale.

2.3.1. Breve approfondimento del Lending Crowdfunding

Occorre fare un’iniziale precisazione sul Lending Crowdfunding, ovvero il sistema in base al quale determinate piattaforme offrono la possibilità di

finanziare un progetto - proposto da una persona fisica o un'impresa - a titolo di prestito, viceversa, le stesse piattaforme offrono a coloro che hanno bisogno di denaro la possibilità di ottenerlo attraverso il portale online. Il Crowdfunding racchiude l'equity crowdfunding (relativo a finanziamenti a startup e PMI innovative), l'invoice trading (inerente alla cessione di fatture commerciali) e appunto il lending crowdfunding. Quest'ultimo, attinente al nostro caso studio, può essere rivolto a persone fisiche (consumer) o imprese (business) e generalmente il prestito viene suddiviso fra una pluralità di investitori in modo tale da frazionarne il rischio (modello 'diffuso'), oppure viene direttamente presentato alla 'folla' di investitori (modello 'diretto', la quale può decidere se finanziare o meno il progetto.

Figura 2: I portali di lending crowdfunding italiani, alla data del 30/2018

Sito web	Società gestore	Qualifica	Target
BLender.loans	BLender Global / UAB BLender Lithuania	Istituto di pagamento	Consumer
BorsadelCredito.it	Business Innovation Lab SpA / Mo.Net SpA / Art SGR SpA	Istituto di pagamento / Società di Gestione del Risparmio	Business
Housers.com/it	Housers Global Properties PFP, SL / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
It.lendix.com	Lendix Italia srl / Lendix SA	Agente istituto di pagamento	Business
Motusquo.it	Motusquo.it / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Consumer
Prestacap.com (*)	iBondis Limited	Istituto finanziario	Business
Prestiamoci.it	Prestiamoci SpA / Pitupay SpA	Finanziaria ex art. 106 TUB / Istituto di pagamento	Consumer
Smartika.it	Smartika SpA	Istituto di pagamento	Consumer
Soisy.it	Soisy SpA	Istituto di pagamento	Consumer
TheSocialLender.it	The Social Lender Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business
It.younited-credit.com (*)	Younited SA	Istituto bancario	Consumer

Fonte: Osservatori Entrepreneurship & Finance, luglio 2018

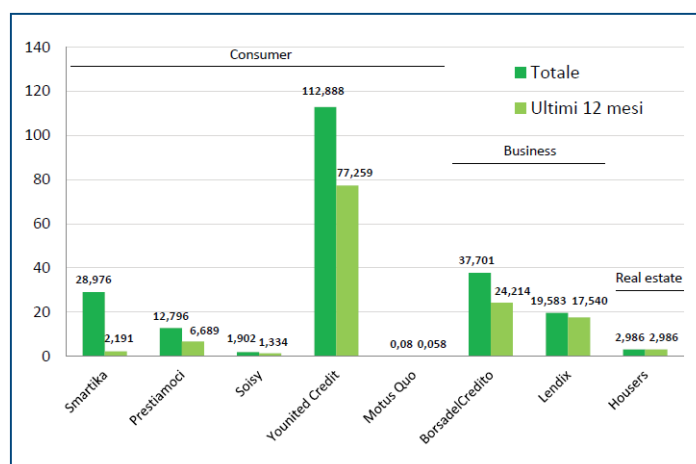
2.3.2. Le piattaforme italiane più utilizzate

La selezione delle piattaforme, considerate fra le migliori, è avvenuta attraverso la loro capacità di trasmettere valori che vanno al di là del prezzo, come la velocità dell'erogazione, l'esperienza di uso o la capacità di finanziarie nicchie di mercato trascurate dai player tradizionali, in modo tale da guadagnare vantaggi competitivi.

In Italia, alla data del 30 giugno 2018, risultavano attive 6 piattaforme destinate a finanziare persone fisiche e 5 destinate a finanziare imprese. La piattaforma che ha generato più prestiti negli ultimi 12 mesi è stata Yunited Credit (customer), - che non raccoglie da prestatori sul web, ma si avvale del capitale sottoscritto da investitori istituzionali – con € 77.2 milioni (totale cumulato € 112.9 milioni) seguita dalle piattaforme BorsadelCredito.it (business) con € 24.2 milioni (totale di € 37.7 milioni) e Lendix con € 17.5 milioni raccolti dalle imprese italiane (totale di € 19.6 milioni)⁸.

⁸ 3° report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano, luglio 2018

Figura 2.1: Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme italiane attive



Fonte: Osservatori Entrepreneurship & Finance, luglio 2018

La figura 2.1 mostra il valore totale dei prestiti erogati a soggetti italiani – persone fisiche e giuridiche – dalle piattaforme precedentemente menzionate, si evidenzia il flusso di capitale erogato per un totale complessivo è pari a € 216.9 milioni, di cui il 61% di questo relativo agli ultimi 12 mesi.

La raccolta, raddoppiata rispetto al precedente anno, mostra la testimonianza di una crescita rilevante nel mercato di tale modello. Ovviamente la piattaforma che ha raccolto più prestiti è la Younited Credit.

La crescita dei volumi erogati è stata possibile sì alle nuove piattaforme entrate nel mercato, ma anche grazie a due novità normative del 2018. La prima di natura fiscale, definisce una tassazione al 26% dei proventi maturati dagli investitori

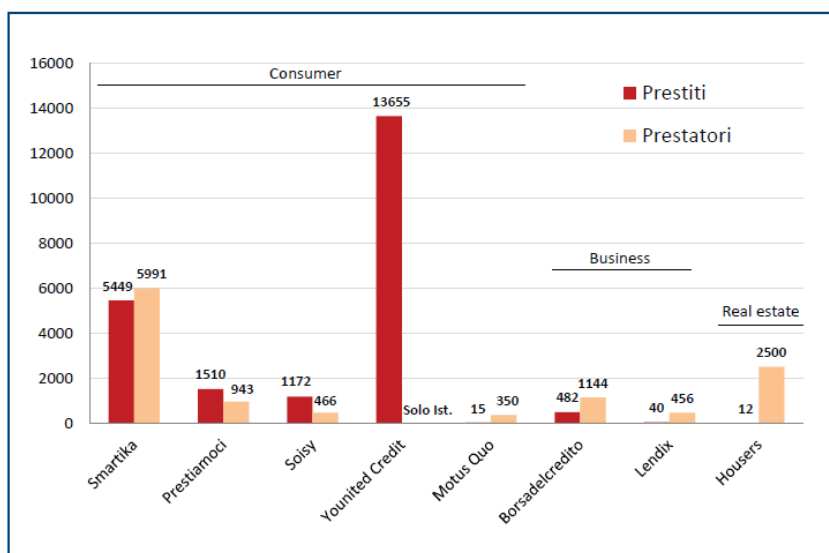
privati che usano le piattaforme, come già accade per altri proventi finanziari quali obbligazioni, conti correnti bancari e postali, dividendi⁹. La seconda, invece, riguarda la possibilità di inserimento nei portafogli PIR (Piano individuale di risparmio a lungo termine)¹⁰, quindi nell'ambito degli 'investimenti qualificati', per enti di previdenza e fondi pensione, esenti da prelievo fiscale.

È possibile riportare anche il numero di prestatori diretti attivi e dei prestatori veicolati (data 30/6/2018), osservati tra piattaforme business e consumer, precisando che normalmente il valore medio del singolo prestito è più elevato nelle piattaforme business. Si nota che il numero totale dei finanziamenti erogati dalle piattaforme è pari a 22.335 mentre quello dei prestatori sfiora le 11.850 unità. (figura 2.2)

⁹ Fino al periodo d'imposta 2017, invece, tali proventi concorrevano alla determinazione del reddito imponibile da dichiarare e subivano una tassazione ai fini IRPEF secondo l'aliquota marginale del contribuente in funzione degli scaglioni di reddito.

¹⁰ "Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine – Art.1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232", MEF Dipartimento delle Finanze.

Figura 2.2: Numero totale dei prestatori attivi e prestatori veicolati



Fonte: Osservatori Entrepreneurship & Finance, luglio 2018

Alcune piattaforme – come Lendix, The Social Lender, Housers – operano attraverso il modello ‘diretto’ lasciando, come già detto, libera scelta agli investitori su chi finanziare, e pubblicando ex-ante tutte le informazioni sui richiedenti, mentre le altre presidiano maggiormente il modello ‘diffuso’ in cui gli investimenti vengono suddivisi su più prestiti e nei quali i prestatori forniscono alcune indicazioni in merito all’importo prestabilito, al tasso d’interesse atteso ed al profilo rischio-rendimento che si ritiene soddisfacente (saranno a disposizione ulteriori informazioni dettagliate nel momento in cui la somma del prestatore va effettivamente a finanziare quel soggetto richiedente).

Nel modello diretto, riscontriamo un vantaggio per il richiedente inerente alla certezza di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi, poiché la piattaforma ha già richiesto i fondi ai prestatori. Mentre nel modello diffuso imputiamo un elevato rischio di insolvenza poiché l'effetto di diversificazione del portafoglio non avviene in modo automatico.

2.3.3. Tutele prestatori e richiedenti

Quasi tutte le piattaforme prevedono un fondo di garanzia in caso di insolvenze, donando maggior sicurezza, quindi tutela, agli investitori. Il fondo è sostenuto mediante una *fee* addizionale richiesta ai finanziati, ma ovviamente rende l'accesso al capitale più oneroso per i richiedenti che lo vanno ad alimentare.

I soggetti finanziati generalmente devono avere un reddito dimostrabile, non devono avere meno di 18 anni e più di 75 (anche se alcune piattaforme non prevedono limiti di età) né precedenti gravi di insolvenza quali protesti.

Per quanto riguarda le Piccole e Medie Imprese, queste devono presentare delle garanzie per accedere ai finanziamenti proposti prestatori, quali: verifica dell'affidabilità del soggetto richiedente, persona fisica o PMI; presentazione del progetto per il quale si richiede il finanziamento e richiesta del finanziamento.

Apparentemente potrebbe sembrare che il direct lending sia meno sicuro del prestito bancario, in realtà la copertura normativa del modello rassicura in termini di legalità e legittimità delle operazioni. In più, è previsto un meccanismo di

sorveglianza e controllo, affidati alla Banca d'Italia, per la sana e prudente gestione, e alla CONSOB, per la correttezza e trasparenza dei comportamenti, che operano nei settori di propria competenza.

Nello specifico, l'autorizzazione a prestare il credito viene infatti rilasciata dalla Banca d'Italia entro 60 giorni dalla richiesta e nel mentre non può essere erogato alcun prestito. Inoltre, essendo la materia dei prestiti e rimborsi molto delicata, sono previsti gli obblighi informativi da parte del testo unico finanziario, nonché l'applicazione delle norme relative alla centrale dei rischi gestita da Banca d'Italia¹¹. Da parte dell'Autorità di vigilanza, invece, si raccomanda di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare l'esercizio abusivo dell'attività bancaria.

2.4. IL PROFILO GIURIDICO

2.4.1 Iniziative dell'UE a sostegno del credito

Le recenti tensioni all'interno dei mercati finanziari hanno principalmente avuto ripercussioni negative in termini di investimenti e crescita, motivo per cui la creazione di fonti di finanziamento alternative ai prestiti bancari, per lo sviluppo delle PMI, sono divenute discussioni attuali. Appare interessante esaminare ciò che è stato fatto nel tentativo di migliorare la situazione finanziaria delle imprese e

¹¹ Sito: Icer

gli effetti che hanno procurato, permettendo di capire il perché della scelta dei legislatori di includere anche i finanziamenti diretti al mercato del credito.

A livello europeo, la Banca centrale europea (BCE) ha ripetutamente adottato misure a sostegno del credito nel tentativo di gestire i tassi d'interesse e la liquidità all'interno della zona euro.

Le prime misure in atto sono state rivolte ad operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO- Long Term Refinancing Operation), ovvero delle operazioni a mercato aperto condotte dalla Banca centrale europea, a cadenza mensile e scadenza a tre mesi (ma è possibile che avvengano anche a intervalli irregolari e con altre scadenze), concede un prestito alle banche richiedenti, della durata di tre anni e con un tasso d'interesse pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa. In cambio la BCE riceve dalle banche una garanzia sul prestito, composta generalmente da obbligazioni governative. Determinate misure hanno certamente ridotto il rischio di liquidità delle banche, evitando l'immediato collasso, ma di fatto non sono state sufficienti a rilanciare l'economia, soprattutto perché questi fondi sono rimasti all'interno del circuito interbancario¹².

¹² “si incoraggiavano in sostanza le banche a ricomprare parte del debito sovrano europeo che in quei mesi, soprattutto nell'Europa periferica, registrava tassi troppo elevati. Una notevole porzione di questi prestiti è stata, però, utilizzata dalle banche per riacquistare le proprie obbligazioni e ristrutturare il proprio capitale in vista dell'applicazione dei più severi requisiti dell'European

Nel 2012 ci fu l'annuncio delle OMT (Outright monetary transactions) consistenti nell'acquisto diretto e, teoricamente, illimitato da parte della BCE di titoli di stato a breve termine emessi da paesi in difficoltà macroeconomica grave e conclamata (tra cui Italia, Grecia, Spagna e Portogallo), con l'obiettivo di impedire che forti tensioni sui mercati dei titoli di stato possano portare a innalzamenti eccessivi dei tassi d'interesse, che a loro volta impedirebbero alle banche e alle imprese di finanziarsi a condizioni economicamente sostenibili, rischiando un eventuale default. Tuttavia, il semplice annuncio fu sufficiente a placare le turbolenze finanziarie all'interno della zona euro.

La riduzione del costo del credito è stato sì l'inizio di un potenziale miglioramento delle condizioni finanziarie, ma la BCE, nel 2014, decide di introdurre un ulteriore programma di politica monetaria riguardante prestiti a lungo termine (TLTRO – Targeted longer-term refinancing operations), una forma ristretta del LTRO, in cui i prestiti erogati agli istituti di credito sono finalizzati a sostenere unicamente imprese e famiglie.

Nel periodo della vendita all'asta di TLTRO, a partire dal 2014, i tassi d'interesse sui depositi sono diminuiti drasticamente fino a meno dello -0.20%, nel 2016 a -

Banking Authority che impongono un consolidamento del sistema creditizio europeo.” Fonte: sito Borsa Italiana.

0.40%¹³. L'obiettivo di tale riduzione dei tassi, da parte della BCE, fu quindi quello di scoraggiare le banche nel mantenere il denaro al loro interno.

Ulteriormente, la BCE proseguì con i suoi programmi di quantitative easing (QE), acquistando obbligazioni sia private che pubbliche, suddivisi in quattro strumenti finanziari.

Figura 2.3: Partecipazioni dell'Eurosistema nell'ambito del programma ampliato di acquisto di attività

Changes of holdings (last two months)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* April 2017	23,731	216,374	82,262	1,511,963	1,834,330
Monthly net purchases	-78	3,553	7,568	51,490	62,532
Quarter-end amortisation adjustment	0	0	0	0	0
Holdings* May 2017	23,653	219,927	89,830	1,563,453	1,896,863

*At amortised cost, in euro million, at month end.

Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

Fonte: sito internet BCE

La figura 2.3 illustra come i programmi QE della Banca centrale sono suddivisi in quattro strumenti finanziari. L'acquisto mensile di titoli sia privati che pubblici ammonta a 80 miliardi di euro circa (60 miliardi al mese nel periodo tra marzo 2015-marzo2016) che rimarrà costante a partire dal 2017 per un importo di 60 miliardi, estendendone la durata almeno fino a settembre 2018 e modificando il

¹³https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosistema/tassi_eurosistema_0316_ita.pdf, Fonte: sito web Banca d'Italia

ritmo mensile degli acquisti a 30 miliardi da gennaio 2018. Tale programma continuerà fino a quando l'inflazione si adegnerà ai livelli prefissati inferiori al 2%, mosso dalla necessità di mantenere un ampio stimolo monetario per sostenere l'accumulo delle spinte inflazionistiche, in un contesto di crescente fiducia nella convergenza del tasso di inflazione verso l'obiettivo di politica monetaria.

Non c'è dubbio che il QE può portare benefici, ma sicuramente l'Europa soffre di problemi che rendono questi benefici meno efficaci di quelli che si possono vedere in altri paesi dove è stato utilizzato il QE, come gli Stati Uniti, problemi correlati anche alla struttura economica europea, certamente diversa da quella americana.

Effettivamente, l'economia statunitense è basata su imprese di medio-grandi dimensioni, che traggono finanziamenti principalmente dai mercati finanziari, così quando aumentarono liquidità nei mercati, queste società ne hanno beneficiato. Considerando, invece, che l'Europa è denominata da PMI che non fanno ricorso al mercato finanziario, ma si affidano maggiormente alle banche, affinché i benefici possano raggiungere anche loro, occorre una riduzione dei tassi d'interesse del credito e un aumento dei prestiti.

Gli effetti positivi della politica dell'UE coincidono con un leggero miglioramento delle condizioni di ottenimenti dei prestiti, infatti, nel marzo del 2015 si è vista una ripresa nella crescita dei prestiti concessi alle aziende parallelo ad un calo del

5% del numero dei prestiti emessi dalle stesse, relativo all'iniziale acquisto dei titoli di Stato con i primi effetti del TLTRO.

Inoltre, sono state adottate, da parte dell'UE, iniziative della Commissione Europea tra cui il "piano Juncker", un piano per rilanciare la crescita economica e produrre investimenti senza produrre nuovo debito pubblico, che rincorre obiettivi riguardanti l'eliminazione degli ostacoli agli investimenti, l'uso intelligente delle risorse finanziarie e dare visibilità e assistenza tecnica ai progetti di investimento.

Tale piano è concepito su tre punti focali¹⁴:

1. il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), che mira a mobilitare gli investimenti privati mediante la garanzia dell'UE. La Commissione collabora con il suo partner strategico, il gruppo della Banca europea per gli investimenti (BEI), i fondi saranno utilizzati per finanziare i progetti scelti fra quelli proposti dagli Stati membri in cui l'Italia rientrerebbe tra i maggiori beneficiari;
2. il Polo europeo di consulenza sugli investimenti e il Portale dei progetti di investimento europei, che forniscono assistenza tecnica e danno maggiore visibilità alle opportunità di investimento contribuendo a tradurre in realtà i progetti proposti. Il polo è un'impresa comune con il gruppo BEI;

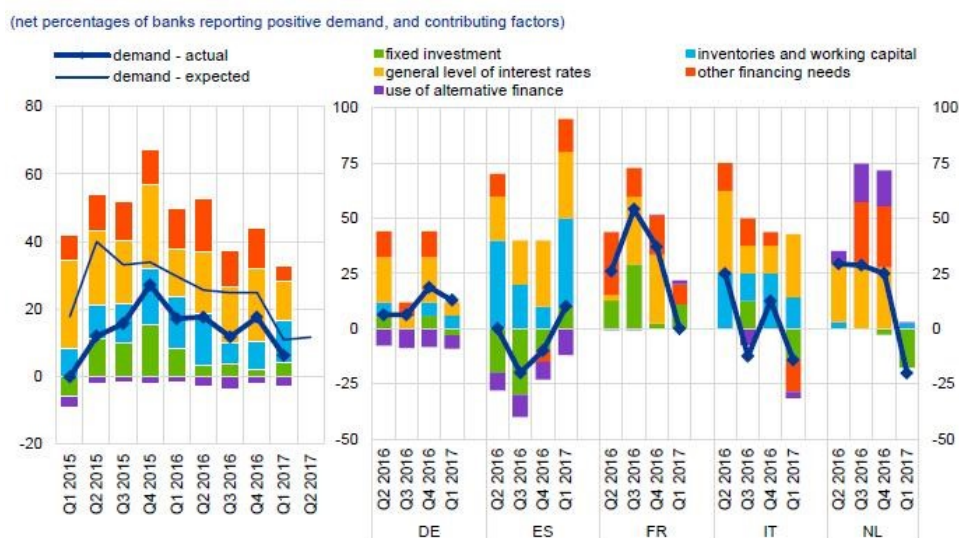
¹⁴ https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan_it (fonte: Commissione Europea, articolo online)

3. migliorare il contesto imprenditoriale eliminando gli ostacoli normativi agli investimenti, sia a livello nazionale che a livello europeo.

Il 18 febbraio 2015 è stato poi pubblicato il “Green paper”, con l’intento di avviare un dibattito a livello europeo sui prestiti a lungo termine a sostegno della ripresa economica dell’Europa. Gli obiettivi includono di ridurre il costo dei prestiti alle PMI, diversificare le fonti di finanziamento e migliorare l’accesso ai mercati dei capitali.

I risultati del primo trimestre 2017 indicano che la domanda di credito da parte delle PMI e delle grandi imprese continua a crescere. Nella domanda di prestiti delle aziende della zona euro la domanda è cresciuta in Germania e Spagna, mentre è diminuita in Italia e nei Paesi Bassi, rimanendo stabile in Francia (figura 2.4).

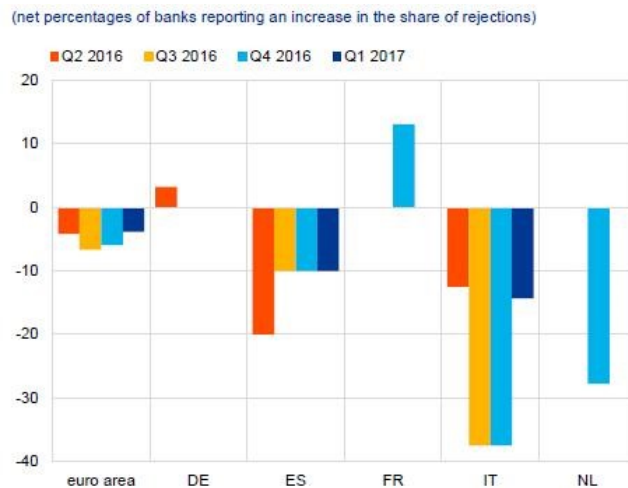
Figura 2.4: variazioni della domanda di prestiti o di linee di credito alle imprese



Fonte: sondaggio sui prestiti bancari, aprile 2017-BCE

Inoltre, osserviamo come il “tasso di rifiuto” per le domande di prestito da parte delle società è sceso in Italia e Spagna, costante in Germania, Francia e Paesi Bassi (Figura 2.5).

Figura 2.5: variazione della quota di domande rifiutate di prestiti alle imprese



Fonte: sondaggio sui prestiti bancari, aprile 2017-BCE

In cui, secondo le banche, i fattori che maggiormente influiscono sulla domanda di credito delle imprese sono da imputarsi al capitale circolante e alle scorte e ovviamente dal livello molto basso dei tassi d’interesse.

2.4.2 Iniziative italiane a sostegno del credito

Osservando il quadro giuridico italiano, il legislatore è intervenuto più volte attraverso diverse riforme per agevolare i finanziamenti, soprattutto nei confronti delle piccole e medie imprese, posti in essere da soggetti diversi dalle banche.

Infatti, in Italia ci sono un gran numero di imprese, allocate in un sistema prevalentemente organizzato intorno alle banche. Questo scenario frena la capacità dell'Italia di allinearsi al resto dell'Europa in termini di accesso al credito solo attraverso misure proposte dalla Banca centrale europea. Inoltre, le prerogative del sistema italiano sono anche dovute all'esistenza di un quadro normativo e fiscale che ha impedito lo sviluppo di forme alternative di finanziamento oltre al tradizionale credito bancario.

Motivo per cui, il legislatore ha nel tempo provveduto a rimuovere tali ostacoli, al fine di adeguare la legislazione italiana alle norme e raccomandazioni europee.

Alcuni progressi qualitativi sono stati fatti attraverso l'introduzione del "Direct lending" per le imprese, fondi che tradizionalmente potrebbero essere generati solo da banche o intermediari finanziari secondo le prescrizioni del "Testo Unico Bancario" italiano¹⁵.

Più in particolare, questo tipo di fondi di direct lending è rappresentativo di un particolare sistema di finanziamento non bancario recentemente consentito e

¹⁵ D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385: "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia", pubblicato nel Suppl. Ord. alla G.U. n. 230 del 30 settembre 1993

sviluppato in Italia. Tale forma di finanziamento è funzionale allo sviluppo di operatori specializzati in grado di competere con gli intermediari tradizionali, come le banche che tradizionalmente prestano alle PMI.

L'articolo 17 del decreto-legge n.18/2016 ha formalizzato le modalità operative per la concessione di finanziamenti, ovvero il direct lending, da parte dei fondi di investimento alternativi (FIA). Infatti, tale decreto ha introdotto tre articoli del TUF (artt. 46-*bis*, 46-*ter*, 46-*quater*) riguardanti la disciplina degli OICR di credito.

Precedentemente, il decreto sviluppo n.91/2014 (convertito dalla legge 116/2014) aveva modificato l'articolo 1, c.1, lett. K del "Testo Unico Finanziario", attraverso l'introduzione di una nuova definizione di "Organismi di investimento collettivo" dando a quest'ultimi la possibilità di investire in strumenti finanziari e crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR, precisando nel decreto del 2016¹⁶, che tali crediti dovranno essere erogati solo a favore di soggetti diversi dai consumatori.

Questa possibilità, ora riconosciuta dalla legge italiana, rappresenta un enorme successo e rappresenta un notevole progresso rispetto a quanto consentito dal vecchio quadro giuridico. La situazione in base al precedente diritto patrimoniale

¹⁶ D.L. 14 febbraio 2016, n. 18 on "Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio", in G. U. n. 37, 15 Febbraio 2016.

era assolutamente non competitiva rispetto ad altri paesi europei, che già consentivano ai fondi di utilizzare le proprie attività per generare prestiti diretti alle PMI, e non solo rilevando prestiti preesistenti da parte delle banche.

Tuttavia, va notato che anche se il vecchio quadro giuridico italiano (precedente alla riforma del 2014) non menzionava tale possibilità, allo stesso tempo non veniva escluso esplicitamente. Questa tesi richiama il fatto che la legge prevedeva la possibilità di investire in crediti, senza specificare se questi potessero derivare da un'erogazione diretta o meno (divergenza risolta con l'introduzione degli articoli 46-*bis* e 46-*ter* del TUF)¹⁷.

In ogni caso, in relazione ai fondi, prima del 2016 non era stata elaborata alcuna forma adeguata di coordinamento con le disposizioni del TUB. In effetti, la possibilità di concedere prestiti era concessa solo alle banche e ad altri intermediari finanziari (e questi attori non rispettavano le norme richieste in materia di trasparenza). Oltre a ciò, ulteriori complicazioni sono state causate dall'assenza, in Italia, di misure legislative secondarie per regolare il modo in cui questi attori potevano svolgere il loro commercio.

Quest'ultimo problema è stato in qualche modo risolto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze attraverso l'adozione di un nuovo regolamento (n°

¹⁷ D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 on “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996”, in G.U. n. 71, 26 Marzo 1998

30/2015¹⁸) che specifica i criteri generali che devono essere rispettati dai nuovi organismi di investimento collettivo nelle loro pratiche e azioni, sottolineando che il patrimonio degli organismi di investimento collettivo può essere investito in diversi tipi di beni che comprendono crediti, obbligazioni che rappresentano crediti e crediti generati direttamente dai beni degli organismi.

Il TUF prevede una distinzione tra l'erogazione diretta di crediti da parte di FIA italiani e di FIA UE in Italia. In particolare, per i fondi europei prevede delle specifiche condizioni che devono essere rispettate e una procedura di autorizzazione che il fondo deve seguire per poter operare in Italia.

La descrizione dell'attuale quadro giuridico italiano in materia consente di comprendere appieno quanto rivoluzionarie siano le innovazioni introdotte dal decreto n. 18/2016 e dalle summenzionate misure legislative secondarie, quindi, la previsione di poter erogare direttamente finanziamenti (infatti, i FIA italiani potevano già acquistare crediti).

Nel regolamentare il direct lending in Italia, l'obiettivo del legislatore è quello di immettere nel mercato nuove e ingenti risorse finanziarie che possano dare la spinta necessaria ai soggetti operanti nel mercato italiano affinché vi sia una ripresa economica definitiva. Infatti, lo strumento dei mini-bond, introdotto per

¹⁸ D.m. n. 30/2015, 5 marzo 2015, Ministro dell'Economia e delle Finanze, intitolato "Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani".

agevolare le microimprese, risulta troppo costoso per queste ultime e poco appetibile per le banche.

In Italia, i beneficiari di tali interventi normativi volti ad agevolare la concessione del direct lending, sono soprattutto le piccole e medie imprese le quali difficilmente riescono a ottenere la liquidità necessaria per effettuare gli investimenti che permetterebbero loro di essere molto competitive sul mercato internazionale, soprattutto in un momento successivo alla crisi dove la stretta creditizia ha contratto la volontà delle banche di concedere prestiti a questa forma di imprese.

Ragion per cui, tale innovazione offre alle imprese italiane la possibilità di optare per un prestito alternativo oltre al ricorso ai tradizionali prestiti bancari.

IL SETTORE DEL DIRECT LENDING: ALCUNI DATI

3.1. INTRODUZIONE

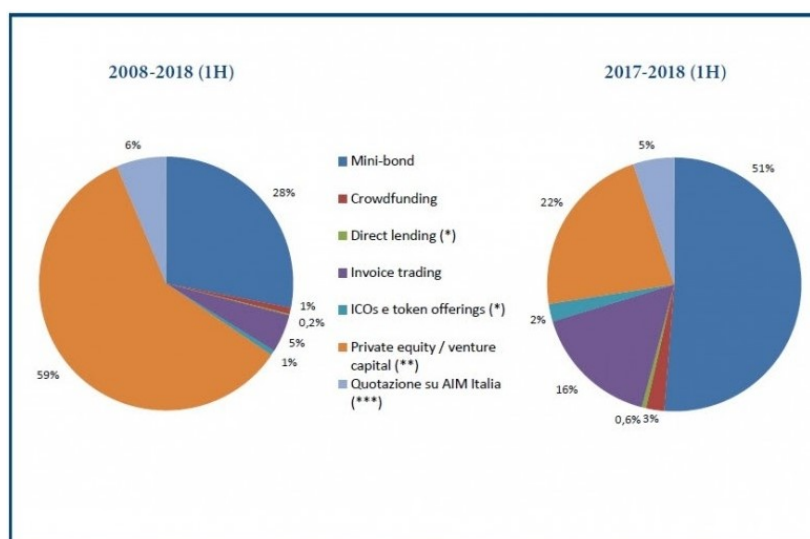
Il settore del debito privato risulta estremamente vario, esso comprende diversi asset class che si caratterizzano per il fatto di non essere quotati su mercati regolamentati, tra cui prestiti a medie imprese (prestiti garantiti, debito senior, credito mezzanino) e cartolarizzazioni con diversi sottostanti. Storicamente queste asset class hanno generato rendimenti interessanti, con un rapporto di rischio/rendimento che è più difficile da raggiungere rispetto ad asset quotati e liquidi.

Il prestito diretto, in particolare risulta essere una piccola parte ma in rapida espansione all'interno del mercato del private debt. Ma attualmente risulta meno sviluppato, anche perché ha toccato solo marginalmente le PMI. Questo perché appare più difficile reperire informazioni, rispetto a questa conformazione imprenditoriale, dal momento che non sono pubblicamente disponibili.

Per ora, si possono stimare poche unità di PMI italiane che hanno ottenuto un prestito diretto da fondi specializzati. Dalla *Figura 3.1* si riesce comunque a dimostrare la presenza di uno spazio per una crescita futura, grazie all'afflusso

annunciato di capitali da investitori professionali che si affiancheranno ai piccoli risparmiatori di Internet.

Figura 3.1: Flusso di finanziamento da canali alternativi al credito bancario per le PMI italiane



Fonte: elaborazione Politecnico di Milano

Le piattaforme di Lending risultano aver erogato a titolo di prestito alle PMI italiane € 60.3 milioni fino al 30 giugno 2018¹⁹, di cui € 53.9 negli ultimi 18 mesi precedenti. In più, dall'analisi è emerso che il canale abbia supportato circa 250 PMI italiane (escludendo le ditte individuali).

¹⁹ Osservatori Entrepreneurship & Finance, Quaderno di ricerca "La finanza alternativa per le PMI in Italia", novembre 2018

3.2. LE IMPRESE TARGET – I DATI STATISTICI

3.2.1. Definizione di PMI

Negli anni, procedendo verso la creazione di un mercato unico europeo, si è evidenziata la necessità di definire e identificare, in modo unico e universale, quali fossero le caratteristiche elementari delle piccole e medie imprese (PMI). L'esigenza nasce soprattutto in riferimento alle politiche fiscali e agevolative messe in campo europeo e nazionale dagli Stati membri che si costruiscono su definizioni dimensionali ed economiche tra loro incoerenti. Di conseguenza, per mettere in atto politiche di sviluppo mirate e con maggiore efficienza, si è reso necessario rivedere i vecchi criteri di identificazione che consentono un maggiore e più preciso inquadramento giuridico delle PMI europee.

A tal proposito, vengono considerate imprese tutte quelle entità che esercitano un'attività economica, a prescindere dalla loro forma giuridica (ad esempio, si considerano imprese anche le entità che svolgono attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che svolgono regolarmente un'attività economica).²⁰ La classificazione viene effettuata in base a due criteri: il primo, si riferisce al numero degli occupati (o effettivi); il secondo, di natura finanziaria, che costituisce il complemento necessario per apprezzare la vera importanza di un'impresa, i suoi risultati e al sua

²⁰ Art. 3, *Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese* [notificata con il numero C(2003) 1422] , Gazzetta Ufficiale , Roma , Maggio 2003 pagg. 1422

situazione rispetto ai concorrenti, espresso dal fatturato unitamente al bilancio, riflettendo in tal modo l'insieme degli averi di un'impresa.

Nello specifico: le “micro” imprese vengono identificate come organizzazioni che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo di 2 milioni oppure un bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro; le “piccole” imprese s'intendono quelle con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore a 10 milioni di Euro; mentre le "medie" sono le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro; infine, le “grandi” imprese vengono considerate come quelle con più di 250 dipendenti ed un fatturato annuo uguale o superiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale uguale o superiore a 43 milioni di euro.

Tabella 3.1: Classificazione delle PMI

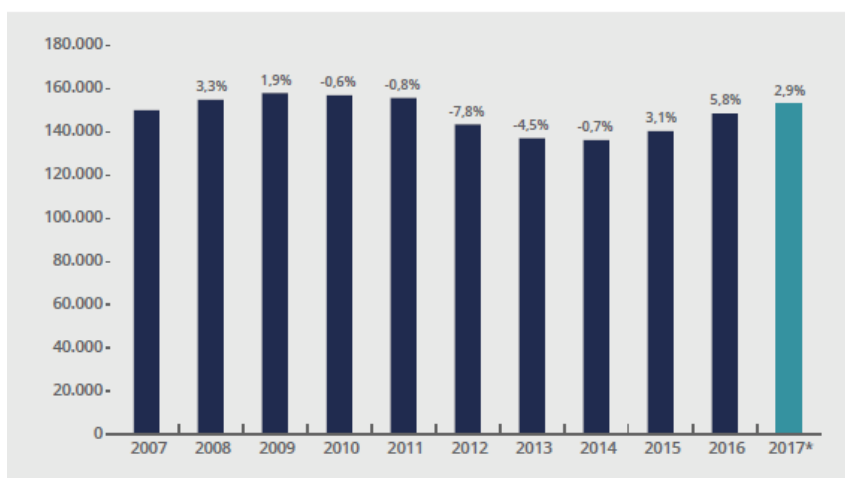
CATEGORIA	DIPENDENTI		FATTURATO		ATTIVO
Grande impresa	≥ 250	oppure	> € 50 mln	e	>43 € mln
Media impresa	< 250	e	≤ 50 mln	oppure	≤ 43 mln
Piccola impresa	< 50	e	≤ 10 mln	oppure	≤ 10 mln
Microimpresa	< 10	e	≤ 2 mln	oppure	≤ 2 mln

Fonte: Rapporto Cerved 2018

3.2.2. La presenza delle PMI nel mercato

Dal Rapporto Cerved PMI 2018, si desume che a soddisfare i requisiti di PMI (prendendo in considerazione il complesso di società di capitale non finanziarie) sono 148.531 società, tra le quali 123.495 rientrano nella definizione di “piccola impresa” e 25.036 in quella di “media impresa”. Queste società, che rappresentano il 24% delle imprese che hanno depositato un bilancio valido, occupano oltre 4 milioni di addetti, di cui 2,2 milioni lavorano in aziende piccole e il restante 1,9 milioni in aziende di medie dimensioni. Le PMI realizzano un volume d'affari pari a 886 miliardi di euro, un valore aggiunto di 212 miliardi di euro (pari al 12,6% del Pil) e hanno contratto debiti finanziari per 223 miliardi di euro. Rispetto al complesso delle società non finanziarie, pesano per il 38% in termini di fatturato, per il 40% in termini di valore aggiunto, per il 29% in termini di debiti finanziari.

Grafico: Il numero di PMI



Fonte: Rapporto Cerved PMI 2018

Il grafico mette in evidenza di come, al culmine della recessione, il numero di PMI italiano fosse stato decimato, passando da 150 mila unità del 2007 a 136 mila unità del 2014 (-10%). In parte, tale risultato è da corrispondere al crescente numero di nuove società, soprattutto le S.r.l. semplificate, mentre le imprese che sono in fase di crescita o hanno concluso processi di sviluppo dimensionale si presentano con una struttura economica e finanziaria più forte, soprattutto quelle passate dalla fascia delle microimprese a quella delle PMI che sono più produttive e più solide finanziariamente. D'altra parte, vi è stata una forte riduzione, esaminata fino alla fine del 2017, del numero di PMI uscite dal mercato a seguito di un fallimento o una liquidazione volontaria. Le motivazioni summenzionate spiegano l'aumento nel 2016 (+8 mila unità, +5.8% rispetto all'anno precedente) e nel 2017 (+3 mila, +2.9%), passando da 141 mila a 152 mila unità e tornando oltre i livelli pre-crisi.

3.3. GRADO DI DIPENDENZA DELLE PMI DAL SETTORE BANCARIO

Il grado di dipendenza delle banche è stato confermato anche nel 2018 come un fattore che influenza fortemente le performance delle PMI italiane, anche se le dinamiche congiunturali in miglioramento ormai da un triennio stanno riducendo

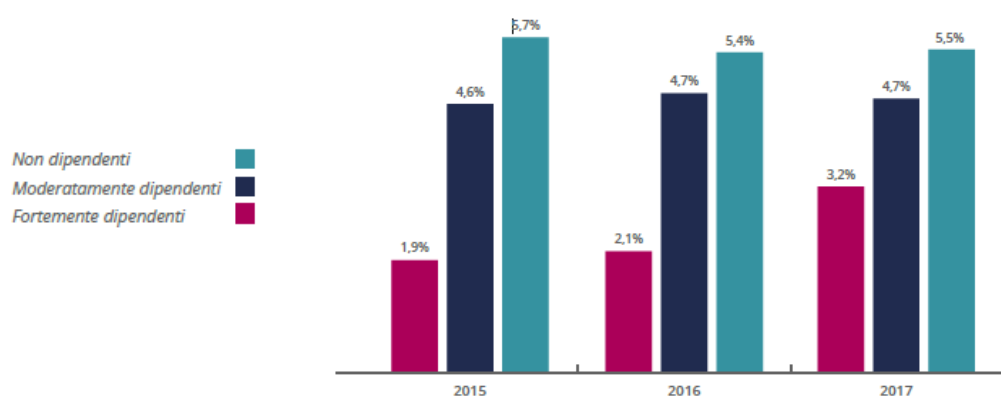
il gap fra le classi. Tale incidenza ha quindi portato ad approfondire quello che è lo studio di fonti di finanziamento alternativo al credito bancario, non escludendolo del tutto, come già accennato, ma procedendo per un utilizzo parallelo che tenda a dare un respiro sia alle banche che alle imprese.

Analizzando le stime, nel 2017 si registra un aumento della quota di PMI che non fanno ricorso al capitale bancario per finanziare la propria attività (57 mila aziende, pari al 40,8% del campione analizzato), aumento che paragonato ai livelli del 2009 risultava essere presente solo nel 29% delle PMI che operavano autofinanziando completamente la propria attività, in parte causa del credit crunch, in parte grazie al ricorso a strumenti alternativi al canale bancario. Ma, nonostante la crescita del credito, sembra essere sempre minore il numero di PMI a cui le banche concedono credito, segno evidente di una forte attenzione dagli istituti finanziari nell'erogazione di risorse finanziarie.

Dall'analisi Cerved, le 'imprese non dipendenti' dal sistema bancario, quelle per cui i finanziamenti bancari pesano meno del 10% dell'attivo, corrispondono a 86 mila PMI (di cui appunto, 57 mila, senza debiti con le banche). Sono 59 mila le PMI 'moderatamente dipendenti' (44% del totale), in cui i finanziamenti bancari pesano tra il 10% e il 50% del totale attivo, e solo 5 mila (il 4%) le imprese fortemente dipendenti, in cui i finanziamenti bancari pesano più del 50% del totale attivo. Questo ultimo gruppo risulta pesare molto meno rispetto ai livelli del 2009 che si attestavano al 10,5%.

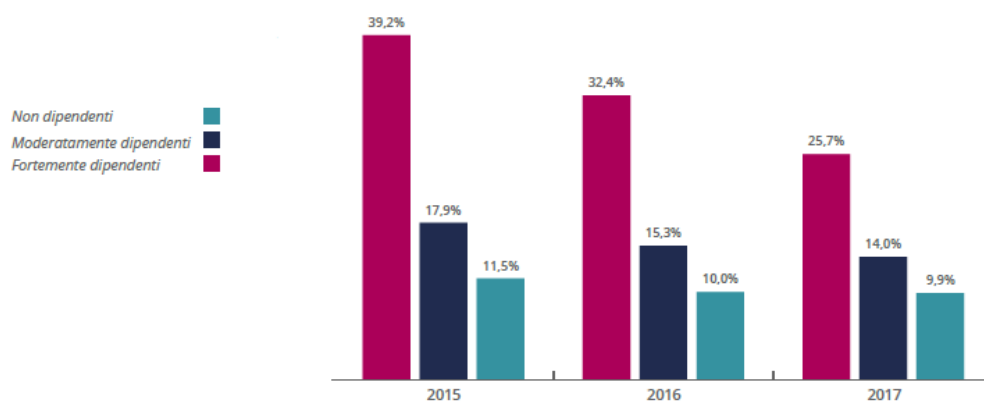
Il ROA delle PMI non dipendenti appare in lieve calo considerando il triennio 2015-2017 (dal 5,7% del 2014 al 5,5% del 2016), tuttavia rimane superiore a quello delle imprese moderatamente dipendenti (4,7%). Le imprese fortemente dipendenti fanno invece registrare un forte recupero della redditività operativa, passando dall'1,9% del 2015 al 3,2% del 2017, particolarmente per l'ultimo anno.

Grafico: Redditività operativa delle PMI per grado di dipendenza bancaria



Fonte: Rapporto Cerved PMI 2018

Grafico: Rapporto grado di dipendenza bancaria delle PMI



Fonte: Rapporto Cerved PMI 2018

Un dato particolarmente significativo risulta quindi essere la contrazione dell'indicatore per le imprese maggiormente dipendenti dai finanziamenti bancari, per le quali il calo di circa 7 punti percentuali nell'ultimo anno fa seguito a un calo, di circa lo stesso importo, dell'anno precedente (come riporta il grafico: nel triennio 2015-2017 il rapporto è sceso dal 39,2% al 25,7%) evidenziano un importante riduzione degli squilibri finanziari.

3.4. UN CONFRONTO ESTERO TRA EUROPA, ITALIA E STATI UNITI

3.4.1. Presenza di PMI legate all'intermediazione bancaria

Riconosciuta l'importanza dei finanziamenti di lungo periodo per l'aumento di produttività dei paesi, si evidenzia come in questo momento storico, successivo alla crisi finanziaria, le imprese difficilmente riescono ad ottenere questo tipo di finanziamenti. Il problema nasce dalla presenza eccessiva delle banche, viste come principale intermediario finanziario nel fornire credito alle imprese, in un contesto economico caratterizzato per lo più da piccole e medie imprese.

In Europa infatti le PMI rappresentano il 99,8% delle del totale delle imprese e queste si finanziano quasi esclusivamente tramite il credito bancario. L'ultima

indagine Bce sull'accesso al credito da parte delle PMI²¹, infatti, mostra come nel complesso dell'area euro, riguardo le fonti esterne di finanziamento, quella bancaria si conferma tra le più importanti per oltre la metà delle imprese, il 55%. Le fonti più usate sono i finanziamenti a lungo termine bancari, crediti commerciali e contratti di leasing.

Le forme di finanziamento basate sul mercato, sono scelte da una percentuale sottile di imprese pari al 25%. La dipendenza dall'intermediazione bancaria delle PMI europee risalta ancora di più se raffrontate a livello internazionale, come emerge da uno studio condotto dall'Association for Financial Markets in Europe che, in collaborazione con BCG Group, analizza la struttura di finanziamento delle PMI europee e la confronta con quella delle equivalenti imprese negli Stati Uniti. È stata scelta l'America in quanto più vicina all'Europa in termini di PIL annuo e di numero di PMI presenti. I dati dell'AFME hanno mostrato come il credito bancario previsto per le PMI europee supera di tre volte quello utilizzato da PMI americane. Negli Stati Uniti, infatti, queste imprese fanno riferimento su una gamma più ampia di fonti di finanziamento, non basandosi esclusivamente sul credito bancario. Inoltre, l'analisi rileva come dal lato europeo le PMI non soffrono di carenza di capitale, anzi ricevono complessivamente più finanziamenti rispetto alle imprese statunitensi, ma il problema è che questi finanziamenti sono quasi esclusivamente di tipo bancario.

²¹ BOLLETTINO ECONOMICO 2019

L'Italia è il paese in cui la dipendenza dal sistema bancario è più evidente, considerato che il territorio è rappresentato per la maggior parte da piccole e medie imprese e che i debiti finanziari rappresentano il 64% del complesso dei debiti finanziari, a differenza della media dell'area dell'euro in cui questa quota era inferiore al 50%. Stando ad una pubblicazione di Banca d'Italia "The debt of italian non financial firms", le imprese italiane hanno un indice di leverage, pari al rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto ai valori di mercato, fra i più alti dell'area euro.

Secondo i dati di Banca d'Italia, negli anni fra il 2000 e il 2008 le imprese italiane hanno visto crescere notevolmente i loro debiti finanziari grazie ai prestiti bancari mentre contestualmente diminuivano i mezzi propri. Nonostante la crescita pre-crisi del debito sia stata simile a quella di altri paesi, questa ridotta capitalizzazione delle imprese ha inasprito la fragilità finanziaria, lasciando l'Italia indietro. L'assenza, pressoché totale, di equity ha completamente cambiato la struttura finanziaria delle imprese italiane, spingendola verso un modello molto più leveraged di altre imprese.

Dal 2011 invece è iniziata una fase di deleveraging a livello europeo, ma il trend di disindebitamento è risultato più lento in Italia rispetto a quello seguito in altri paesi, tale andamento è stato poi confermato dall'incremento di indebitamento tra il 2000 e il 2018 pari al 12%, più del doppio dell'incremento degli altri paesi. Questa fase di riduzione dell'indice di leverage è stata legata sia a nuove iniezioni

di equity, sia a variazioni positive dei mercati che hanno fatto aumentare il valore dell'equity, ma soprattutto alla stretta creditizia collegata all'evoluzione dello stock di sofferenze delle PMI presenti in bilancio che si è innalzato notevolmente e che dipende dall'andamento dei flussi in entrata, su cui incidono variabili economiche che influenzano la capacità dei clienti delle banche di onorare gli impegni presi, e dai flussi in uscita, che dipendono in larga misura dai tempi di recupero dei crediti, dove in Italia sono strettamente legati alla durata delle procedure concorsuali ed esecutive. Inoltre, diminuisce la domanda di credito da parte delle imprese per il timore che vengano rifiutati i finanziamenti.

La crisi, quindi, ha messo in luce i rischi associati ad un uso eccessivo della leva finanziaria per le banche, data dal rapporto tra attività e capitale netto. Tali rischi, insieme all'indebolimento della domanda, all'aumento dei costi del finanziamento alla clientela (a causa delle tensioni sui mercati della raccolta) e dell'incremento del rischio percepito, hanno indotto molte banche a ridurre la leva finanziaria, contribuendo in misura particolare all'attuale carenza di finanziamento a lungo termine. L'indagine sulla domanda e offerta di credito bancario pubblicata dalla BCE a fine 2018, mostra l'inasprimento netto dei criteri delle banche della zona euro per la concessione di prestiti soprattutto con riferimento alle PMI.

Gli ostacoli nell'accesso al credito incontrati dalle aziende di minore dimensione continuano a essere mitigati dall'intervento del Fondo di garanzia, che negli ultimi

dieci anni ha garantito erogazioni per più di 120 miliardi di euro. In questo periodo l'attività del Fondo si è concentrata maggiormente verso le micro e le piccole imprese, la cui quota di finanziamenti garantiti è aumentata di circa dieci punti percentuali, al 73 %.

In questa situazione di stretta creditizia le imprese italiane presentano un leverage leggermente ridotto al 48%. Questo rimane comunque un valore elevato in confronto alla situazione estera, e ciò dipende dal fatto che le imprese italiane si caratterizzano sempre per un minor contributo di capitale rispetto alle imprese europee ed internazionali.

Le analisi mettono in luce come in Italia l'ampio ricorso al finanziamento bancario, percepito come più semplice e sicuro, disorienta il ricorso delle imprese agli altri canali di finanziamento. La diversificazione delle fonti di finanziamento è necessaria anche per rendere il sistema complessivamente più stabile, ed evitare il contagio immediato delle difficoltà, spezzando il circolo vizioso che si è creato tra banche e imprese. Inoltre, la diversificazione dei canali di accesso al credito potrebbe costituire un vantaggio sia per le imprese sia per il sistema creditizio in termini di suddivisione dei rischi che ridurrebbe la vulnerabilità di entrambi gli operatori.

Una valutazione più completa della situazione economica delle piccole e medie imprese rispetto alle concorrenti europee dimostra che gli elementi di debolezza più forti sono concentrati nella struttura finanziaria: un'eccessiva esposizione al

capitale di debito (di matrice per lo più bancaria) e conseguenza di questo una sottocapitalizzazione forte se confrontato con la situazione europea. Ovviamente un basso ricorso al capitale proprio come fonte di finanziamento conduce inevitabilmente ad incrementare il legame con il canale bancario, costringendo le imprese a maggiori costi per il reperimento di capitale e a una debolezza strutturale di difficile reversibilità. Maggiore indebitamento significa anche una struttura dei costi più rigida e un rischio finanziario più elevato, tutti elementi che non consentono l'attuazione di progetti di sviluppo e determinano scarsa competitività e alta probabilità di incappare in situazione di insolvenza o difficoltà.

3.4.2. L'utilizzo del direct lending

Negli ultimi anni si è riscontrata una crescita decisa rispetto ai prestiti erogati alle PMI dalle piattaforme di lending. Tale crescita è riportata nei dati, derivanti dall'Osservatorio Entrepreneurship & Finance della School of Management Politecnico di Milano, che mostrano un totale di 60,3 milioni di euro prestati a circa 250 PMI italiane (escludendo le ditte individuali), di cui 53,9 sono stati emessi nel periodo compreso fra il 1° gennaio 2017 e il 30 giugno 2018. Un mercato destinato a crescere, grazie all'afflusso annunciato di capitali da investitori professionali che si affiancheranno ai piccoli risparmiatori nelle piattaforme online.

In Europa, il mercato del direct lending è ancora relativamente giovane, nel quale i cambiamenti normativi, successivi alla crisi, hanno man mano trasformato quello che è il mercato dei prestiti. Nello specifico, il direct lending risulta pesare per il 10% nel mercato europeo, una crescita spinta in gran parte dall'interesse degli investitori con impegni a lungo termine, inerente al desiderio di ottenere alti rendimenti che presentino una bassa correlazione con i principali mercati, alla conservazione del capitale e la protezione dal tasso d'inflazione.

Negli Stati Uniti si rivela essere il più grande mercato di direct lending. In questo, la disintermediazione delle banche è iniziata negli anni '80, alimentata dai cambiamenti normativi e politici che hanno promosso un modello di finanziamento per le imprese basato sulle dinamiche di mercato.

Come conseguenza, il mercato Usa risulta più vasto e più liquido rispetto a quello europeo. Infatti, nel 2018 i prestiti bancari rappresentano solo il 24% dei prestiti concessi alle imprese statunitensi, mentre il dato europeo supera il 74%. Il volume delle transazioni, nel 2017, ha raggiunto negli USA una quota pari a \$ 365 miliardi, per una durata media di 2,5 anni. Anche a livello europeo i numeri iniziano ad essere rilevanti, dove nel primo trimestre del 2018 risultano conclusi 76 deal (di cui 27 nel Regno Unito, 20 in Francia e 8 in Germania), anche se in lieve calo rispetto a quanto registrato nell'anno precedente (-7%), ma

complessivamente in aumento del 22% su base annua²² (tra il 2017 e il 2018 sono state concluse 358 operazioni, contro le 283 dell'anno precedente).

Qui di seguito possono essere riportate alcune differenze che spiegano come il mercato statunitense possa essere di gran lunga più sviluppato rispetto a quello europeo.

Una prima differenza è legata al *rischio e rendimento*: i fondi statunitensi tendono a fornire ritorni maggiori rispetto a quelli europei, questo perché sono inclini ad utilizzare la leva, a differenza di quanto accade in Europa. Comunque, a livello di transazioni sui prestiti, l'Europa eccelle sui rendimenti aggiustati per il rischio. Nel secondo trimestre del 2017 sono stati generati 80 punti base di spread per ogni unità di leva, rispetto ai 70 punti base degli Stati Uniti. Occorre comunque considerare che i rendimenti sui prestiti europei e americani sono stati molto simili; Considerando l'*origination*: il direct lending in Europa è un mercato guidato dalle banche che controllano la maggior parte dei prestiti e questo fa sì che per i direct lender l'accesso ai prestiti di qualità sia difficile. Ma è anche vero che proprio grazie a un solido network di origination, in particolare accordi di co-finanziamento tra le banche europee, si può avere accesso consistente a prestiti di qualità. Sotto questo punto di vista, il mercato dei prestiti europeo è più efficiente rispetto a quello americano, controllato invece dalle istituzioni. Il mercato Usa, inoltre, è cinque volte più grande di quello europeo in termini di emissioni

²² Fonte Deloitte, "Alternative lender deal tracker", 2018

primarie. E sebbene il mercato statunitense offra agli investitori una maggiore scelta, il suo concorrente europeo è in ancora in una fase di crescita dimensionale; In relazione alla *minore volatilità*: in Europa non ci sono investitori retail, e ciò riduce la volatilità e i fattori di rischio tecnici. Allo stesso tempo, la presenza di investitori retail negli Stati Uniti si traduce, invece, nella possibilità di avere uno sviluppo più veloce del mercato; *Esposizione all'Oil & Gas*: i prestiti bancari europei hanno un'esposizione limitata al settore dell'Oil & Gas. Ma il mercato americano, data la sua grandezza, ha un numero considerevole di aziende che sono influenzate dall'andamento del prezzo del greggio che ha portato a tassi di default più elevati negli ultimi anni rispetto all'Europa; *Il contributo dell'equity*: tipicamente i prestiti europei sono maggiormente coperti da capitale proprio rispetto a quelli degli Stati Uniti, fornendo una maggior protezione per gli investitori nei periodi negativi. Negli ultimi dieci anni, i dati dell'S&P mostrano come i prestiti europei che utilizzano la leva finanziaria abbiano avuto una percentuale maggiore del capitale proprio medio versato. Nella prima metà del 2017, la percentuale del capitale proprio sul totale delle risorse è stata pari al 46%, contro il 40% degli Stati Uniti; *I multipli sulla leva*: questi, misurati come il rapporto tra i debiti totali sull'Ebitda, sono aumentati sia in Europa sia negli Stati Uniti nei primi sei mesi dell'anno; *La vita media dei prestiti*: in Europa, la durata media dei prestiti è maggiore rispetto a quella degli Stati Uniti, che tipicamente rifinanziano dopo due anni. Un prestito con una più lunga durata fornisce alle

società maggiore tempo per il deleverage, aumentando alla fine la qualità del credito; La *documentazione*: la documentazione sui prestiti e i requisiti di reportistica sono più standardizzati in America, mentre in Europa la documentazione varia da paese a paese. Anziché rappresentare uno svantaggio, ciò consente di ottenere una documentazione più puntuale che va a vantaggio dei direct lender con esperienza nella strutturazione dei prestiti. Questi accordi su misura offrono l'opportunità di negoziare covenant più solidi e garantirsi una certa protezione contro le fasi negative; Nel *contesto giuridico*: gli Stati Uniti sono regolamentati da un'unica normativa. Secondo il Chapter 11 del codice fallimentare statunitense, i creditori hanno il diritto alla protezione per un certo periodo di tempo. Un quadro regolamentare simile non esiste in Europa dove invece ci sono incongruenze nei regimi di solvibilità tra le regioni, con una regolamentazione più tutelante per i creditori nei paesi del Nord Europa e meno invece in altri paesi come Francia e Italia, che rendono la ristrutturazione del debito più complessa; Infine, osserviamo i *tassi di recupero e tempi di ristrutturazione*: la media del tasso di recupero dei prestiti inglesi si attesta all'89%, mentre il tempo medio di ristrutturazione del prestito è di circa un anno. Tra le regioni con le normative che tutelano maggiormente i creditori, il tasso di recupero è pari all'87,2% mentre il periodo medio di ristrutturazione è di 1,1 anni. Tali dati sono sicuramente migliori rispetto a quelli americani, dove il tasso di

recupero è pari al 77%, mentre il periodo medio per la ristrutturazione è di 1,5 anni.

Affrontate determinate situazioni, lo scenario del direct lending, contestualizzato in Europa e negli Stati Uniti, offre agli investitori differenti parametri di rischio-rendimento. Sicuramente negli Stati Uniti riscontriamo una realtà più solida, ma la rapida crescita del direct lending in Europa e la differenza tra i mercati offrono numerosi benefici tra cui: volatilità inferiore, maggior capitale proprio, multipli di leverage inferiori, limitata esposizione ai settori Oil & Gas, maggiore durata dei prestiti, maggiore tasso di recupero nel Nord Europa.

Il motivo di volumi complessivi più bassi, a livello europeo, può dipendere da vari fattori riconducibili alla più recente nascita ed evoluzione di questo modello rispetto agli altri, dai vincoli giuridici in materia di strumenti finanziari che appesantiscono o bloccano le operazioni online, dalla complessità col quale si guarda alla trattazione degli strumenti finanziari e dal rischio insito in un investimento in capitale di rischio che nel caso più estremo può portare alla totale perdita del capitale investito.

3.4.3. Brevi riflessioni sui risultati delle analisi

Negli ultimi tempi, il mercato della finanza alternativa per le PMI è cresciuto rapidamente, sia in termini di flussi di finanziamenti sia di piccole e medie imprese che guardano con interesse a questi strumenti alternativi al credito

bancario. Ma nonostante la forte crescita, il mercato italiano appare ancora in ritardo rispetto ai principali Paesi europei e sono poche le PMI che si affidano alla finanza alternativa. Si evidenzia, comunque, un cambiamento da parte delle PMI italiane rappresentato dal gap, non indifferente, con gli altri Paesi europei comparabili tale da dimostrare che esiste spazio per la crescita e per nuovi attori.

Dopodiché, possiamo dare prova che, nonostante una rapida crescita negli ultimi anni, il numero di PMI che in Italia si affidano alla finanza alternativa è ancora molto basso, si arriva a 1800 imprese circa (l'1% delle PMI che tendenzialmente potrebbero aspirare ad accedervi, tralasciando le ditte individuali). Serve quindi una robusta politica di educazione finanziaria verso gli imprenditori e verso i possibili investitori (piccoli risparmiatori che non conoscono queste opportunità di investimento, e attori come assicurazioni e casse di previdenza, che spesso non hanno competenze al loro interno per gestire queste nuove asset class).

Infine, si verifica che lo sviluppo della finanza alternativa al credito in Italia ha generato vantaggi, che verranno trattati qui di seguito, tangibili non solo in termini di maggiore inclusione e diversificazione delle fonti, ma anche di accresciute competenze manageriali, visibilità sul mercato, maggiori opportunità di investimento.

3.5. VANTAGGI E SVANTAGGI DEL MODELLO

L'utilizzo di piattaforme online di direct lending, come fonte di finanziamento alternativo, ha avuto, come precedentemente accennato, una crescita negli anni che ha interessato anche l'Italia, viste come una valida soluzione per arginare il credit crunch e aiutare aziende e imprenditori nel loro percorso di crescita.

Qui di seguito, vengono presentati una serie di vantaggi che differenziano il modello da altri tipi di finanziamento in termini di flessibilità, coinvolgimento dei soggetti, modalità e semplicità nell'uso.

Innanzitutto, l'utilizzo di piattaforme online può consentire di testare la validità dei propri progetti in quanto vengono esposti al giudizio della 'folla' di investitori di internet, perciò ad una moltitudine di persone difficilmente raggiungibile in altri modi (garantendo un ritorno sia economico ma anche in termini di feedback).

Inoltre, nel caso in cui l'idea venga accolta, l'utilizzo dell'attuale modalità di finanziamento può trasformarsi in uno strumento di marketing capace di costruire efficacemente una valida brand image, aumentando la possibilità di ricevere altre forme di finanziamento. Per di più, la piattaforma è in grado di garantire un maggior controllo sui progetti, cosa che non avviene, o lo è in maniera limitata, ricorrendo a forme di finanziamento più tradizionali.

L'elevato rischio dell'investimento potrebbe, in prima battuta, essere considerato un limite non irrilevante, ma se consideriamo che questo viene ripartito tra un'ampia folla di investitori, allora è possibile ricondurlo tra uno dei vantaggi del

modello. Infatti, una delle ipotesi alla base del finanziamento è che “eventuali comportamenti opportunistici da parte di chi raccoglie capitale in maniera fraudolenta od opportunistica siano censurate dalla folla di internet, rese pubbliche in tutto il mondo, e quindi sarebbe poi impossibile replicare altri danni”²³.

Nell’utilizzo del modello, non ci sono garanzie a difesa del fallimento del debitore, a fronte di questo però, i prestatori ottengono un rendimento più alto rispetto ad altri tipi di investimento in termini di rapporto rischio-rendimento.

Quindi, per quanto riguarda l’investimento sulle piattaforme, esso può avvenire in due modalità. La prima prevede la suddivisione di un singolo prestito in quote che gli investitori possono acquisire autonomamente sui portali, la seconda, invece, prevede da parte dei portali la creazione di portafogli di prestiti con uno stesso rapporto di rischio-rendimento che possono essere acquistati pro-quota. In tal senso, è anche possibile che il denaro dei prestatori venga ripartito in più portafogli, sempre con lo stesso rapporto rischio-rendimento, così da ridurre ulteriormente il rischio di insolvenza. In aggiunta a questo, certe piattaforme offrono anche la possibilità di rivendere i propri crediti a terzi, in modo da rientrare più in fretta dell’investimento creando, dunque, un mercato secondario.

²³ POLITECNICO DI MILANO, 2° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017, cit., p. 10

Viene poi precisato che, colui che prende in prestito denaro, paga un tasso di interesse leggermente più alto rispetto ai finanziamenti a medio termine, ma di gran lunga più basso rispetto ai tassi del normale credito al consumo. La motivazione risiede nella riduzione ai minimi termini dei costi di intermediazione, in quanto il prestatore e il richiedente vengono messi in contatto diretto e le imprese o gli enti intermediari, operando sul web con servizi automatizzati, hanno costi operativi molto bassi. Inoltre, non essendoci un intermediario, come ad esempio una banca, che fa da tramite tra prestatore e ricevente, ma una piattaforma si hanno costi più bassi e il finanziatore può scegliere liberamente dove allocare il proprio denaro.

All'interno del presente lavoro, sono stati già identificati due modelli di business principali (che permettono di diversificare il rischio d'investimento), quello diretto e quello diffuso, a seconda del quale è possibile, rispettivamente, decidere in modo diretto e autonomo dove allocare le proprie risorse oppure indirettamente tramite la piattaforma. Ne deriva quindi una diversa modalità di applicazione e di esenzione di IVA, in cui l'esenzione viene applicata al modello diretto, mentre al modello diffuso occorre una valutazione, della validità o meno dell'esenzione dall'applicazione dell'IVA, che identifica se la sola indicazione da parte di un finanziatore del rapporto rischio-rendimento da lui desiderato sia sufficiente a configurare tale situazione come una in cui il prestatore di denaro si occupa direttamente della negoziazione e gestione del prestito.

All'interno delle piattaforme, ad ogni soggetto che richiede il prestito viene assegnato un rating, basato su dati presenti nelle centrali rischi (come avviene nel mercato creditizio normale), in cui più il rating sarà basso, maggiore sarà il tasso di interesse richiesto. Viene data, quindi, importanza alla capacità delle piattaforme di stimare correttamente il merito creditizio, al fine di ridurre al minimo il rischio di insolvenza. A tal proposito, alcuni portali hanno creato un Fondo garanzia in caso di inadempienza, così da aumentare la tutela degli investitori anche se fa crescere marginalmente i costi per i soggetti finanziati.

FONDO DI GARANZIA PER LE PMI

Il Fondo di Garanzia per le PMI è una delle modalità di garanzia pubblica tramite la quale Unione europea e Stato italiano affiancano le imprese con difficoltà di accesso al credito bancario poiché non dispongono di sufficienti garanzie.

La possibilità di usufruire di questa garanzia rappresenta un grande vantaggio sia perché riduce il rischio dell'investimento sia perché nel caso siano soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale ne riduce l'assorbimento patrimoniale. Le imprese alle quali il fondo presta ausilio devono essere valutate come capaci di rimborsare il finanziamento garantito, quindi devono risultare economicamente e finanziariamente sane sulla base di appositi modelli di valutazione che utilizzano i dati di bilancio o delle dichiarazioni fiscali degli ultimi due esercizi. Ovviamente, come esplica il nome del fondo, possono essere garantite le imprese che rispettano i parametri dimensionali PMI: singolarmente o tra loro consolidate debbono avere meno di 250 occupati, il loro fatturato deve essere inferiore ai 50 milioni di euro o, in alternativa, il totale di bilancio deve essere inferiore a 43 milioni di euro.

Infine, rientra tra i vantaggi del modello la tempistica, sia vista in termini di scadenze dei prestiti (per le piattaforme business varia dai 6 agli 84 mesi) che in termini di rapidità di risposta dei portali, che rende l'utilizzo delle piattaforme più

oneroso rispetto al canale in cui operano gli istituti di credito, ma tale maggiore rapidità è sembrata essere un valore aggiunto per cui pagare un sovrapprezzo, quindi un elemento competitivo capace di coprire fasce di mercato che hanno difficoltà nell'accesso al mercato bancario tradizionale.

Il modello non è comunque esente da controindicazioni che graverebbero su rischi e limiti. Si possono riconoscere svantaggi di tipo generale, normativi e fiscali, inerenti ai costi, all'inesperienza o dovuti al sistema del Paese in cui ci si trova.

Innanzitutto, va considerata la possibilità di non raggiungere l'obiettivo fissato nel progetto, che potrebbe portare ad un danno di reputazione, soprattutto in un paese come l'Italia dove la 'cultura' del fallimento è molto diversa dal mondo anglosassone. Inoltre, esponendo un progetto online si va incontro alla possibilità che qualcuno si impossessi liberamente dei diritti di proprietà intellettuale dell'idea, anche se è comunque garantita una tutela sul diritto di autore è difficile proteggere ciò che si diffonde in rete e questo si riflette spesso in una diffusione limitata di informazioni da parte di coloro che presentano il progetto. Vi è, oltretutto, l'eventualità di sottostimare i costi o violare la legge senza nemmeno esserne a conoscenza, originando problemi con la piattaforma e con i finanziatori. Concludendo, soprattutto in Italia, si riscontra una bassa alfabetizzazione digitale e una scarsa conoscenza dei sistemi di pagamento online, dovuti per lo più da una mancanza di sensibilizzazione e di conoscenze sull'argomento che potrebbe creare scetticismo nell'utilizzo. Se vogliamo fare un paragone rispetto ad altri Paesi,

prendendo in considerazione quello statunitense, la Rete ha maggiori capacità di scovare eventuali truffe, infatti, quasi mai vengono riscontrate conseguenze negative in termini di imbrogli, perché appunto la Rete ha grande capacità di autoregolamentarsi e scoprire l'inganno. In Italia, invece, il controllo viene effettuato dalla polizia giudiziaria e le verifiche vengono effettuate solo in caso di segnalazioni, non viene riscontrata, quindi, una tutela preventiva come negli investimenti. Tuttavia, la mancanza di sensibilizzazione e di conoscenze, la difficile protezione dei diritti di proprietà intellettuale, la possibilità del verificarsi di frodi a danno dei consumatori, l'incertezza giuridica e gli adempimenti normativi onerosi sono elementi non insoliti anche per altri tipi di finanziamento in Italia.

Ulteriori svantaggi possono essere addebitati dal lato dei finanziatori, in merito alla probabilità di incorrere in comportamenti imitativi di massa, che possono anche privare di importanti risorse eventuali progetti promettenti ed allocandole, invece, in progetto di minore significatività.

Comunque sia, i summenzionati svantaggi sono da rapportare all'esistenza di asimmetrie informative e all'assenza di una chiara regolamentazione che spinge i possibili utilizzatori a limitare il ricorso a forme alternative di finanziamento.

3.6. SVILUPPI E PROSPETTIVE FUTURE

Le imprese che potrebbero beneficiare del direct lending in Italia sono molte e piccole, con disponibilità finanziarie limitate e con fabbisogni finanziari contenuti. Tutta una fascia di microimprese a cui non conviene ricorrere a strumenti di finanziamento alternativo come i mini-bond, che sono ancora troppo costosi e a cui le banche, come precedentemente detto, tendono a prestare sempre meno. Si tratta, perciò, di una nuova forma che si apre, con la promessa di ridare fiato all'economia reale.

Il direct lending appare, dunque, l'ultima frontiera del credito. In effetti le eccessive regole nel sistema bancario possono negare a molte imprese la concessione del prestito. Se da una parte la regolamentazione è indice di sicurezza onde evitare crisi finanziarie, l'eccessivo innalzamento delle barriere fra credito e impresa può strozzare uno sviluppo sostenibile. Il direct lending funziona poiché il vantaggio è duplice. Da una parte le imprese che hanno avuto un rifiuto dalle banche per eventuali prestiti, trovano nel direct lending una possibilità di sviluppo. Dall'altra, le imprese che prestano le proprie risorse, ottengono un cash flow immediato sugli interessi dovuti per le risorse prestate.

Negli ultimi anni, è emerso il fabbisogno di identificare alcune prospettive su possibili e desiderabili sviluppi del settore delle piattaforme. È stata riscontrata la necessità di una maggiore omogeneità tra le informazioni proposte da ogni piattaforma, in quanto, le diverse tipologie di offerta potrebbero rendere il sistema

confusionario. Ad esempio, i rendimenti delle diverse piattaforme vengono proposti in diverse modalità, alcune mostrano un tasso di interesse a cui verrà dedotta periodicamente una commissione a loro favore, mentre altre mostrano l'interesse effettivo che verrà pagato al creditore.

Ovviamente, l'argomento non è rimasto nascosto alle autorità di vigilanza, a cui hanno rivolto l'attenzione al fine di garantire un libello di protezione e trasparenza adeguato, anche se sarebbe sufficiente che, almeno le principali piattaforme, riunite in un'associazione di categoria, si accordino e volontariamente operino una standardizzazione nelle informazioni essenziali. In alternativa, potrebbe sorgere un nuovo operatore online che metta a confronto i vari prestiti creando automaticamente delle metriche omogenee, tramite il quale si possa non solo effettuare un confronto dei prestiti esistenti sul mercato, ma anche direttamente investire in tali prestiti.

Ulteriormente, si potrebbe, poi, assumere una presenza globale, per consentire agli investitori di operare in più valute e in più Paesi, diversificando così il rischio. Anche questa dovrebbe essere una priorità dei legislatori e delle autorità di vigilanza più che delle piattaforme, alcune delle quali peraltro sono già diffuse in molte regioni. Occorrerebbe, quindi, un'omogeneità regolamentare, per cui investitori non istituzionali esteri e domestici possano accedere, dallo stesso sito internet, alle varie opportunità nei vari Paesi, come accade normalmente nel trading online su azioni e obbligazioni.

Infine, considerando un'inadempienza, questa comporterebbe tempi lunghi di recupero dell'investimento e una potenziale perdita su di esso. Perciò, al momento non è possibile la vendita sul mercato secondario dei prestiti in stato di insolvenza, ma sarebbe auspicabile la nascita di un nuovo operatore che, in collaborazione con le varie piattaforme, consentisse ai detentori di tali prestiti di offrirli a potenziali acquirenti. Conseguentemente, si realizzerebbe sia liquidità che opportunità di rendimenti interessanti, sia maggiore chiarezza e trasparenza sui processi e tempi di recupero.

EVIDENZE EMPIRICHE

4.1 LE FUNZIONALITÀ PRATICHE DEL DIRECT LENDING

L'erogazione del prestito avviene attraverso piattaforme online, verso persone o imprese in cerca di fondi destinati a progetti di crescita personale o professionale, a fronte di un interesse e del rimborso del capitale. Nella presente trattazione, ci soffermeremo sull'erogazione di prestiti dedicati alle imprese, quindi all'incontro tra domanda e offerta attraverso piattaforme business. Tali piattaforme procederanno, poi, a selezionare, classificare e approvare i progetti per cui si richiede un finanziamento, organizzare i flussi finanziari (esborsi e rimborsi) e, nel caso di mancato pagamento, si occupano del processo di recupero crediti.

Quindi, l'impresa a cui occorre il prestito, per realizzare un progetto di natura imprenditoriale, lo richiede sulla piattaforma online, all'interno del quale i prestatori investono i loro risparmi presentandoli a tassi d'interesse superiori rispetto a quello proposti dalle banche.

Attualmente, in Italia, esistono diverse piattaforme lending focalizzate sui prestiti alle imprese, come Borsadelcredito.it, The Social Lender October (ex Lendix).

Dal lato dei richiedenti, per far richiesta di prestito occorre semplicemente collegarsi al sito e attendere la valutazione, da parte della piattaforma, una volta inseriti i dati richiesti. Perciò, le aziende devono necessariamente avere determinati requisiti, oltre al merito creditizio, che differiscono su richiesta della

specifica piattaforma, come ad esempio la sede legale in Italia, avere almeno un bilancio depositato o un fatturato superiore ad una cifra stabilita.

Generalmente, il finanziamento richiesto dalle aziende può variare da un minimo di 30.000euro fino a 3.5milioni. Anche la durata del finanziamento varia a seconda della piattaforma di riferimento: se consideriamo Borsadelcredito.it, varia tra i 3 e gli 84 mesi, mentre per The Social Lender si ha una durata che va dai 12 ai 60 mesi.

Fino a qui si è parlato di una fase preliminare, in cui l'approvazione del prestito arriva intorno alle 48ore, dopodiché la piattaforma può effettuare una valutazione più approfondita del progetto, anche questa di breve durata, ed entro massimo una settimana fare un'offerta definitiva. Alla sottoscrizione del contratto di finanziamento, il progetto viene pubblicato sulla piattaforma online e, in pochi, l'azienda riceve l'importo direttamente sul suo conto corrente. Allo stesso modo, sarà sempre la piattaforma stessa che preleverà ogni mese le rate dal conto corrente del richiedente, nelle modalità in cui sono state stabilite nel piano di rateizzazione concordato.

Valutando i costi, la presentazione di una richiesta di finanziamento e l'analisi del dossier da parte degli analisti del portale sono gratuite, ma sono previste commissioni di apertura contestuali all'erogazione del finanziamento, e quelle di gestione, addebitate anch'esse con cadenza mensile.

Da parte dei prestatori, invece, occorre innanzitutto essere iscritti alla piattaforma inserendo, ovviamente, i propri dati anagrafici e bancari, successivamente, si può definire la propria offerta ed effettuare il primo bonifico.

Osservando Borsadelcredito.it, il prestatore è libero di scegliere tra ‘Profilo manuale’ e ‘Profilo gestito’. In quest’ultimo caso, più diffuso, è il portale che si occupa di associare i capitali con i prestiti deliberati. Una volta che il progetto è stato finanziato, il prestatore riceve il rimborso comprensivo di quota di capitale più gli interessi, che possono andare dal 4 al 7%. Si possono anche ritirare i propri soldi prima della naturale scadenza del prestito, vendendo il portafoglio residuo su un mercato secondario interno alla piattaforma.

Ovviamente, come tutte le forme di investimento, l’attività è esposta al rischio di perdere il denaro prestato dal momento in cui vi è possibilità che l’impresa possa dichiarare fallimento o non restituire quanto dovuto. Pertanto, si consiglia spesso di ripartire i prestiti in più progetti in modo tale da diversificare il portafoglio e abbassare il rischio e di non prendere in prestito somme troppo elevate che potrebbero andare oltre le proprie capacità di rimborso. Infatti, precedentemente è stata introdotta l’esistenza di un Fondo di Garanzia attivato dalle piattaforme per proteggere i propri investitori, in cui si offre la garanzia di una copertura parziale del capitale residuo che varia tra il 40% e l’80%. Queste somme recuperate vengono, poi, suddivise, in misura proporzionale ai capitali investiti, tra tutti prestatori che hanno partecipato al finanziamento.

4.2 LE OPERAZIONI DI DIRECT LENDING IN ITALIA

A livello empirico, sono pochi i casi di utilizzo del direct lending, la motivazione è legata alla difficoltà di reperire le informazioni inerenti alle operazioni, se non attraverso la collaborazione degli investitori. In più, a rendere ulteriormente difficile la raccolta di informazioni, considerando che per l'Italia il mercato è ancora giovane, è il fatto che nei primi mesi di attività dei fondi le operazioni di direct lending, spesso, erano organizzate in sindacato con gli istituti bancari (data anche l'incertezza normativa), che erogavano il finanziamento alle imprese, salvo poi cederlo ai fondi stessi.

Diversi sono gli investitori, nazionali ed internazionali, che hanno portato a termine prestiti diretti ad imprese italiane, per un totale di 311 milioni di euro. Ma, la maggior parte di queste operazioni sono state dedicate ad operazioni finalizzate a finanziare acquisizioni o di finanziamenti ad aziende non classificabili come PMI, perché non rispettavano i parametri dettati dall'Unione Europea (per valori di fatturato e totale attivo troppo elevati o per l'appartenenza a gruppi di imprese). Comunque sia, le operazioni di direct lending (*Tabella 4.1*) risultano essere molto customizzate e costruite specificatamente sulle esigenze di prestatori e richiedenti, le clausole contrattuali sono più sofisticate e spesso il finanziamento è solo un elemento di operazioni più complesse che coinvolgono diversi attori e diversi strumenti di capitale.

Tabella 4.1: operazioni di direct lending censite in Italia

Impresa	Finanziatore	Importo	Note
Alcea S.p.A.	Hedge Invest SGR (Hi Crescitalia PMI Fund)	€ 2 milioni	Scadenza 2023, amortizing, senior
United Brands Company S.p.A.	Hedge Invest SGR (Hi Crescitalia PMI Fund)	€ 3 milioni	Scadenza 2022, amortizing, senior

Fonte: Quaderno di ricerca: la finanza alternativa per le PMI in Italia

Le stime del Quaderno di ricerca per la finanza alternativa per le PMI, mostrano che il direct lending abbia contribuito alla finanza alternativa delle PMI italiane per € 20 milioni nel 2018. Nonostante risulti ancora molto presto analizzare come si posiziona questa alternativa di credito rispetto alle altre opportunità, le opportunità di crescita del direct lending in Italia sono però rilevanti.

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

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

Dal 3° report italiano sul crowdfunding, vengo riportate alcune delle piattaforme che operano in Italia. Questi portali, ovviamente, sono caratterizzati ognuno da modelli di business diversi che verranno evidenziati di seguito.

Le piattaforme si analizzeranno saranno quelle citate nel capitolo 2, e verranno prese in considerazione quelle business, ovvero quelle rivolte al prestito d'impresa.

In una descrizione generale, l'attività di BorsadelCredito.it è iniziata partendo praticamente da zero, a differenza di Lendix che è entrata sul mercato italiano nel secondo trimestre del 2017 dopo aver maturato esperienza in Francia e Spagna. Prestacap, invece, attualmente non sembra effettuare una raccolta da investitori retail residenti in Italia attraverso il canale Internet. The Social Lender segue il modello 'diretto' (riportato nel secondo capitolo) con diverse opportunità di prestito sul portale.

BorsadelCredito.it:

BorsadelCredito.it accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti in Italia, che abbiano almeno 12 mesi di attività alle spalle, quindi, almeno un bilancio presentato) e un fatturato non inferiore a € 50.000. Non

devono esserci pregiudiziali gravi nè sull'azienda nè sul titolare o sui principali esponenti, che possano denotare un rischio per i prestatori, come ad esempio protesti, finanziamenti non rimborsati, ipoteche, pignoramenti.

La scadenza del prestito è in genere compresa fra 1 mese e 60 mesi. Precisando che, per le scadenze fino ai 12 mesi è possibile anche optare per un rimborso bullet in unica soluzione alla scadenza, piuttosto che per il rimborso rateale mensile.

Il tasso annuo nominale (TAN) varia fra il 3,4% e il 7,4% a cui viene sommata una commissione di garanzia che varia fra 0,4% e 9%, e costi di istruttoria compresi fra 2% e 4%. Riguardo i versamenti, per la quota capitale e per la quota di interessi, questi avvengono mensilmente e non è prevista nessuna garanzia reale o attraverso strumenti finanziari a deposito, tutt'al più vengono richieste delle garanzie personali e non viene ne richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente, ma l'addebito viene eseguito su quello già esistente dell'azienda. Il finanziamento (anche solo richiesto) viene segnalato ai sistemi di informazioni creditizie.

La valutazione delle domande di credito per BorsadelCredito.it avviene in maniera semi-automatica: inizialmente, la valutazione avviene automaticamente attraverso una serie di parametri oggettivi, che vengono trasmessi online dall'imprenditore in pochi minuti, successivamente (in media vengono selezionate il 5/10% delle richieste in un arco temporale di un giorno lavorativo) avviene una seconda valutazione, condotta dal personale della piattaforma, facendo riferimento ai vari

database offerti da credit bureau (come Experian, ai social big data) e avvalendosi, per il rating, della collaborazione di agenzie esterne come Cerved o Crif. Quindi, volendo fare un esempio, vengono considerati come parametri per le imprese, la qualità della presenza dell'azienda su Internet e sui social network, l'organizzazione dell'azienda, la qualità del progetto imprenditoriale.

Secondo dati forniti dal portale, sono fra l'1% e il 5% i richiedenti che rispecchiano tali parametri ed, infine, la pratica di finanziamento viene completata interamente online, attraverso firma digitale, intervista telefonica e identificazione a distanza.

A carico dei prestatori che operano attraverso BorsadelCredito.it, pesano delle commissioni che decrescono, in modo percentuale, all'aumentare dell'importo investito, ma spesso, il portale, offre a riguardo delle promozioni. Inoltre, per tutti i prestatori è attivo un fondo di protezione finanziato direttamente dai richiedenti.

Le aziende che si finanziano attraverso il portale operano principalmente nel settore di servizi, per una percentuale del 28%, per il 21% nel commercio al dettaglio e il 19% nel manifatturiero.

Secondo le statistiche diffuse dal portale alla data del 30 giugno 2018, il rendimento offerto agli investitori è stato a pari al 5,0% (al netto dei prestiti in sofferenza, ma coperti dal fondo di protezione), con un progressivo miglioramento nel corso del tempo.

Lendix:

Nelle richieste di finanziamento selezionate da Lendix è presente un impegno iniziale da parte del fondo, il quale copre il 51% del prestito richiesto dall'impresa e si impegna a coprire la quota eventualmente non sottoscritta dalla 'folla' di investitori. La scelta di tale operatività da parte del portale serve a dare un segnale di credibilità ai piccoli prestatori e nei fatti dà la certezza alle imprese di chiudere positivamente la raccolta, in questo caso, però, non è previsto un Fondo di Garanzia in caso di insolvenza.

Gli importi dei prestiti erogati da Lendix, alle imprese italiane, sono generalmente compresi fra € 30.000 e € 3,5 milioni, per una durata che va da 3 mesi fino a 84 mesi, e non prevedono garanzie reali. La selezione delle richieste di finanziamento viene fatta attraverso un comitato interno, lo stesso del quale attribuisce un rating (il rating varia fra A+ e C) che prende in considerazione indicatori di 'profitability', 'financials' e 'management'.

I costi di ingresso, a carico degli investitori, sono nulli e c'è la possibilità di scegliere fra le opportunità di prestiti pubblicati, investendo fra 20euro e 2000euro per singolo progetto.

Solo nell'arco di un anno, fino al 30 giugno 2018, come riporta la *Tabella 4.2*, sono stati 33 i prestiti erogati dalla piattaforma Lendix a imprese italiane, per un importo di € 17.540.000 (di cui € 13.201.900 da istituzionali attraverso il fondo

chiuso e € 4.338.100 dalla ‘folla’ di investitori) ed alcune imprese hanno già richiesto un secondo prestito alla piattaforma, dopo aver ottenuto il primo.

Tabella 4.2: statistiche sui prestiti a imprese italiane finanziate da Lendix

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

Fonte: 3° report italiano sul di crowdfunding

The Social Lender:

I prestiti erogati da The Social Lender sono stati erogati a PMI, ma anche a startup e reti di imprese, per un importo che va da € 30.000 a € 3.000.000 e le scadenze previste si aggirano dai 12 mesi ai 60 mesi. Le commissioni della piattaforma, a carico dei prestatori, fanno riferimento esclusivo al costo di caricamento del conto di pagamento, differendo a seconda dell'utilizzo della carta di credito (1%) o del bonifico (0,4%), mentre vengono addebitate commissioni ai richiedenti in funzione della tipologia d'impresa. Il portale, in più, richiede un'ulteriore *fee* in caso di successo della raccolta di finanziamento, il quale diminuisce in maniera progressiva all'aumentare del finanziamento raccolto.

Dalle analisi, quindi, si mostra che l'utilizzo delle piattaforme lending abbia comunque contribuito all'afflusso di nuove risorse per le PMI e che, alle piattaforme italiane, serve una spinta da parte di investitori istituzionali per poter operare con qualità. Anche se poco diffuso, si prevede per il modello un aumento dei volumi erogati e con piattaforme sempre più specializzate in segmenti particolari.

CONCLUSIONI

In un contesto macroeconomico e finanziario caratterizzato dalle numerose e crescenti difficoltà in cui vengono coinvolte da una parte le imprese, nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento delle attività, e dall'altra le banche, indebolite dalle diverse crisi, hanno destabilizzato quello che è il rapporto di fiducia reciproca. Il presente lavoro approfondisce quelle che sono le forme di finanziamento alternativo al canale bancario tradizionale, evidenziandone le peculiarità dell'utilizzo.

La soluzione proposta dal direct lending, pur non riscontrando grande successo dal mercato, ha mostrato una valida opportunità di applicazione, in particolar modo per quella forma di imprese presenti nel territorio come le PMI, polmone centrale dell'economia italiana.

Questa alternativa ai prestiti bancari, quindi, è volta a riempire quel vuoto lasciato dalle banche, nei confronti delle PMI, attirando molta attenzione dal mondo della finanza. Di fondamentale importanza è il concetto che vuole esprimere l'utilizzo del modello, come un utilizzo quasi complementare al prestito bancario e non del tutto alternativo.

L'analisi si concentra sui finanziamenti diretti proprio perché si vuole esaltare la particolarità delle caratteristiche inerenti al direct lending, come caratteristiche innovative e mostrare il ruolo potenziale che può svolgere all'interno del mercato del private debt.

Data la novità dello strumento, ritengo sia molto importante una migliore comprensione e conoscenza legate alla funzionalità d'utilizzo e alle potenzialità in termini di effetti. Questo avverrà nel momento in cui si creerà fiducia e sicurezza tra l'ambiente imprenditoriale e quello legislativo, ragioni per cui vengono richieste maggiori tutele e normative che supportino il modello.

BIBLIOGRAFIA

ACTION INSTITUTE, *Il credito fuori dalle banche, alla frontiera del peer-to-peer lending*, 2017

ANIA, *Finanziamenti diretti: modalità organizzative*, Prof. Avv. Fabio Maniori
General Counsel and Chief Compliance Officer, Novembre 2014

BANCA D'ITALIA, *Relazione annual*, Roma, 31 maggio 2019

BANK OF ENGLAND, *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, 2016

CERVED, *Rapporto cerved PMI 2018*

DELOITTE, *“Alternative lender deal tracker”*, 2018

MEF Dipartimento delle Finanze, *“Linee guida per l'applicazione della normativa sui piani di risparmio a lungo termine – Art.1, commi da 100 a 114, della legge 11 dicembre 2016, n. 232”*

POLITECNICO DI MILANO, OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP &
FINANCE, Quaderno di ricerca “*La finanza alternativa per le PMI in Italia*”,
novembre 2018

POLITECNICO DI MILANO, “*5° report italiano sui mini-bond*”, febbraio 2019

POLITECNICO DI MILANO, “*3° report italiano sul CrowdInvesting*”, luglio
2018

POLITECNICO DI MILANO, “*2° Report italiano sul CrowdInvesting*”,
Politecnico di Milano - School of Management, 2017

SITOGRAFIA

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/non-performing-loans137.htm>

Banca d'Italia, https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tassi-eurosistema/tassi_eurosistema_0316_ita.pdf

Commissione Europea, https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan_it

www.askanews.it

www.bebeez.it

www.crowdfundingbuzz.it

www.deloitte.it

www.forbes.it

www.ilsole24ore.it

www.linkiesta.it

www.milanofinanza.it