

Dipartimento di: Economia e Finanza

Cattedra: Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari (corso progredito)

**EVOLUZIONE E PROBLEMATICHE DELLE FORME DI
FINANZIAMENTO A SOSTEGNO DELLA CRESCITA DELLE
PMI: FOCUS SULL' EQUITY CROWDFUNDING**

RELATORE

Prof. Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Erica Iacomini

Matr. 688121

CORRELATORE

Prof. Carmine Di Noia

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	5
IL RUOLO DELLE PMI NELL'ECONOMIA GLOBALE	5
1.1 Evoluzione normativa a favore delle PMI: Europa e Usa	5
1.2 Il contributo apportato dalle PMI nell'economia e le sfide da affrontare	15
<i>1.2.1 Il caso di un'Europa frammentata e un focus sull'Italia</i>	23
CAPITOLO 2	30
QUALI SONO LE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE PMI E I PROBLEMI RELATIVI AD ESSE	30
2.1 Premessa	30
2.2 Le forme tradizionali: il finanziamento bancario	32
<i>2.2.1 I differenti approcci alla regolamentazione bancaria dopo la crisi del 2007-2009: Europa vs USA</i>	33
<i>2.2.2 Lo stato di accesso al credito delle PMI: principali criticità e barriere strutturali</i>	38
<i>2.2.3 Ruolo delle BCC in Italia per il finanziamento di PMI</i>	45
2.3 I mercati di crescita per le PMI: il mercato AIM ed EXTRAMOT Pro	48
<i>2.3.1 Le problematiche legate allo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI</i>	53
<i>2.3.2 Verso la Capital Markets Union: l'importanza di un mercato unico dei capitali...</i> <i>Perché negli Stati Uniti si è sviluppato facilmente il mercato dei capitali</i>	59
2.4 Le forme alternative: private equity, business angel e venture capital	61
CAPITOLO 3	70
LE POTENZIALITA' DELL'EQUITY CROWDFUNDING	70
3.1 Il crowdfunding	70
<i>3.1.1 I vantaggi per le imprese</i>	75
<i>3.1.2 I vantaggi per gli investitori</i>	79
<i>Investor Education e Financial Literacy</i>	82
3.2 Regolamentazione in materia di crowdfunding: Europa e USA	84
<i>3.2.1 Il primo intervento a livello mondiale in materia di equity crowdfunding proviene dall'Italia</i>	88
3.3 Il real estate crowdfunding	93
CONCLUSIONI	97
BIBLIOGRAFIA	100
SITOGRAFIA	110
RIASSUNTO	111

INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha come oggetto lo studio dell'evoluzione delle forme di finanziamento utilizzate dalle piccole e medie imprese per la loro crescita. Alla base vi è un'analisi a livello globale del contributo apportato dal settore delle PMI, PMI innovative e start-up, con focus su Europa e Stati Uniti. A questa si unisce una considerazione di quali sono stati gli approcci regolamentari adottati prima e dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 che hanno condotto allo scenario attuale. Lo studio mira a individuare quali sono le forme di finanziamento preferite dalle PMI e come la regolamentazione abbia influenzato queste scelte. Inoltre, si cerca di individuare quali possano essere le prospettive future per investitori e imprese stesse, tenuto conto del veloce processo di innovazione che sta interessando il mondo finanziario.

L'elaborato si articola in 3 parti: il primo capitolo è dedicato alla definizione del significativo ruolo che, nel corso degli anni, hanno assunto le piccole e medie imprese nell'economia dei Paesi e le sfide che si trovano ad affrontare; il secondo, evidenzia quali sono le principali modalità di finanziamento utilizzate da questo target di imprese e soprattutto quali sono le problematiche associate ad ognuna; infine, il terzo approfondisce una forma innovativa di finanziamento: il crowdfunding.

Il primo capitolo si compone di due sezioni. La prima esamina l'evoluzione normativa adottata a favore delle PMI e il processo di acquisizione di consapevolezza dell'importanza delle stesse ai fini dello sviluppo economico. Il tema è stato affrontato confrontando i tempi e le modalità di intervento dei regolatori di Europa e Stati Uniti. La seconda, si occupa: di identificare le imprese appartenenti a questa categoria in base alle caratteristiche e ai requisiti indicati dalle Direttive europee e, in assenza, dalle normative nazionali; di evidenziare il contributo apportato dalle stesse all'occupazione e al valore aggiunto delle principali economie mondiali. Questa parte, si conclude con un focus sull'Europa e l'Italia.

Dopo una breve introduzione riguardante l'individuazione di quali orientamenti regolamentari e caratteristiche strutturali abbiano influenzato lo sviluppo di alcune forme di finanziamento, piuttosto che di altre in Europa e Stati Uniti, il secondo capitolo si divide in tre sezioni. La prima tratta il prestito bancario. In particolare, si confrontano gli interventi sulla regolamentazione bancaria adottati da Europa e Stati Uniti successivamente alla crisi finanziaria del 2008 e come hanno influito sulla diffusione di questa forma tradizionale, si osserva l'attuale stato di accesso al credito e si focalizza l'attenzione sulla relazione tra Banche di Credito cooperativo italiane e piccole imprese. La seconda tratta le forme di finanziamento basate sul mercato dei capitali e si focalizza sulla rilevanza della creazione di un mercato unico dei capitali (Capital Markets Union) e relativi ostacoli per l'Europa, sottolineando le ragioni per cui si è invece realizzato più facilmente negli Stati Uniti. La terza studia le forme alternative di finanziamento, quali business angel e venture capital.

Il terzo capitolo si concentra su una particolare e innovativa forma di finanziamento sviluppatasi negli ultimi anni e appartenete al settore fin-tech: il crowdfunding. Oltre a studiare la diffusione del fenomeno dal punto di vista geografico e temporale, si addivene ad evidenziare quali sono i vantaggi di cui possono beneficiare sia imprese che investitori. A questo fine, nell'analisi della normativa viene posto l'accento sui recenti interventi di *investor education*, volti ad incrementare il livello di cultura finanziaria degli individui, ritenutosi necessario ai fini dell'effettiva protezione dell'investitore. Infine, si analizzano nello specifico: l'equity-crowdfunding, una tipologia che ha attratto fin da subito l'attenzione dei regolatori e il real estate equity crowdfunding, una sottocategoria presente in Italia nel 2017 e in forte crescita in tutto il mondo.

CAPITOLO 1

IL RUOLO DELLE PMI NELL'ECONOMIA GLOBALE

1.1 Evoluzione normativa a favore delle PMI: Europa e Usa

L'economia basata sul capitalismo personale e di territorio, costituita cioè da piccole e medie imprese (PMI) e cluster, è stata considerata per molto tempo, da gran parte della letteratura economica europea, alla stregua di un sistema produttivo privo di prospettive, inadatto a reggere l'urto della concorrenza sui mercati internazionali, dunque incapace di condurre ad una crescita sostenuta e duratura. Sebbene diverse realtà avessero presto dimostrato il contrario (il caso italiano è esemplare a riguardo), tale convinzione rimase granitica per oltre trent'anni, sgretolandosi solo a ridosso degli anni Novanta di fronte alle brillanti performance di alcuni distretti industriali¹. A seguito, una profonda reinterpretazione interessò l'universo delle PMI, sempre più considerate come varianti competitive e dinamiche del sistema economico postfordista, fucine di sviluppo e innovazione saldamente ancorate alle rispettive comunità locali, quindi garanzia di coesione sociale e stabilità nella caotica era della globalizzazione. Tuttavia, è solo dopo il 2008, ossia dopo la crisi finanziaria dei mutui sub-prime americani divenuta poi crisi sistemica globale, che l'importanza delle PMI per l'economia mondiale ed europea è diventata sempre più evidente, dimostrata dalla capacità di queste ultime di reagire con rapidità ai cambiamenti di scenario e di conservare profittabilità e impiego oltre ogni più rosea aspettativa. Tutto questo, per di più, senza beneficiare in maniera diretta delle prime misure messe in atto dai governi nazionali, ossessionati dal salvataggio di grandi banche e imprese multinazionali secondo il diktat "too big to fail"².

Il primo embrione di politica a favore delle PMI risale al 1983, con l'istituzione dell'Anno europeo delle PMI e dell'artigianato. Nel 1986 fu varato il Primo

¹ Manfreda, A., *Le PMI italiane nello scenario europeo*, PARMA economica 2011 pp. 78-82.
Disponibile su: <http://www.pr.camcom.it/portale/comunicazione/riviste-e-pubblicazioni/contenuti-riviste-e-pubblicazioni/parma-economica/archivio-parma-economica-2011-1/Le%20PMI%20italiane%20nello%20scenario%20europeo.pdf>,

² Ibidem.

Programma di azione per le PMI che prevedeva l'istituzione di una *task force* con il compito di armonizzare le diverse politiche nazionali e individuare programmi specifici. L'impostazione di base del Programma di azione fu successivamente recepita dal Trattato di Maastricht del 1991 dove all'art. 130, comma 1.4, è stato espressamente precisato che le politiche industriali hanno il compito di “promuovere un ambiente favorevole all'iniziativa e allo sviluppo delle imprese di tutta la comunità, soprattutto delle PMI”.

Il 16 novembre 1990 la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo reca il titolo “La politica industriale in un contesto aperto e concorrenziale”, documento che sottolinea la necessità di adeguare le PMI alla realtà del mercato interno e alla globalizzazione delle economie, ridefinendo la visione dell'intervento pubblico. Vi si afferma che la Comunità Europea deve creare un clima imprenditoriale più favorevole attraverso l'identificazione di catalizzatori dell'adeguamento strutturale e di acceleratori del funzionamento del mercato, identificati, per esempio, nella ricerca, nello sviluppo tecnologico e nella formazione delle risorse umane.

Nel giugno del 2000 viene adottata la “Carta Europea delle PMI” dal Consiglio dell'Unione svoltosi a S. Maria da Feira, dove vengono stabilite un insieme di azioni a favore delle PMI. Alla Commissione viene affidato il compito di controllarne i risultati conseguiti, con specifico riferimento a: formazione all'imprenditorialità, avviamento meno costoso e più veloce, migliore legislazione e regolamentazione e rappresentanza più efficace degli interessi delle piccole e medie imprese. Con la Carta Europea viene riconosciuto che le PMI sono costrette a confrontarsi con le imperfezioni del mercato ed hanno difficoltà ad ottenere capitale o credito dalle istituzioni finanziarie. Pertanto, l'intervento della Pubblica Amministrazione sarà finalizzato solo alla correzione delle imperfezioni in esso presenti, indirizzando le risorse verso le migliori opportunità alla luce delle indicazioni provenienti dal mercato³. I principali ambiti in cui la teoria economica fornisce una giustificazione dell'intervento pubblico a favore delle PMI sono l'asimmetria informativa nel mercato del credito e il ruolo di bene pubblico della ricerca. Del primo si parlerà nel capitolo

³ Vitali, G., *La politica per le piccole e medie imprese*, Consiglio Nazionale delle Ricerche (CERIS), Istituto di ricerca sull'impresa e lo sviluppo, 2010 p.6. Disponibile su: <http://www2.ceris.cnr.it/>

due. Per quanto riguarda la problematica dell'innovazione e della ricerca, il dibattito teorico si è focalizzato sull'esistenza di una relazione diretta più che proporzionale tra la dimensione delle imprese e la quantità di innovazioni che esse introducono, e quindi sull'opportunità o meno di sostenere l'innovazione nelle PMI. Su questo punto sono di particolare interesse i risultati ottenuti da Cohen e Klepper (1992) secondo i quali esiste una soglia dimensionale minima diversa da settore a settore per cui è valida la relazione dimensione e intensità di ricerca⁴; e nel perseguimento del progresso tecnologico il vero trade-off è tra dimensione e diversificazione del rischio tecnologico. Per alcuni autori le grandi imprese beneficiano di un vantaggio tecnologico derivante dalla maggior capacità di appropriazione dei risultati derivanti dall'attività di ricerca e sviluppo (R&D), e ciò si deve in parte alle imperfezioni presenti nel mercato delle informazioni. L'intervento pubblico in campo innovativo dovrebbe essere finalizzato sia a rafforzare la posizione delle imprese già autonomamente innovative, puntando ad un innalzamento della frontiera tecnologica, sia a privilegiare interventi per così dire di sistema, promuovendo azioni in grado di avvicinare alla frontiera il maggior numero possibile di unità produttive, stimolandone ove occorra la limitata propensione ad innovare. Si tratta soprattutto di passare da una gestione accentrata degli interventi ad una politica locale di *network* in grado di generare sistemi innovativi territoriali tramite servizi di natura formativa, informativa e di assistenza tecnica alle imprese, nonché interventi di tipo infrastrutturale (Esposito, Mauriello, 1998).

Una pietra angolare della politica comunitaria fu introdotta con la Comunicazione nel giugno del 2008, attraverso la quale la Commissione Europea introdusse lo "Small Business Act" per l'Europa (SBA), che conferì un approccio politico globale allo spirito imprenditoriale, ed invitò le Istituzioni (a tutti i livelli) a "Pensare anzitutto in piccolo" nei processi decisionali (dalla formulazione delle norme al pubblico servizio) oltre a promuovere la crescita delle PMI, aiutandole ad affrontare i problemi che continuano ancora oggi ad ostacolarne lo sviluppo. Per la prima volta, lo SBA propose un quadro politico articolato e introdusse dieci principi⁵ per guidare la formulazione e

⁴ Ciò comporta che il rafforzamento delle imprese deve essere sostenuto dalle politiche pubbliche solo al di sotto di tale soglia dimensionale.

⁵ I dieci principi guida dello SBA sono i seguenti:

l'attuazione delle politiche sia a livello UE che degli Stati membri, per dar vita a un contesto in cui gli imprenditori e le imprese familiari, incoraggiate e sostenute, potessero prosperare e beneficiare della crescita dei mercati. In effetti, dal 2008 al 2010, sono stati realizzati importanti progetti finalizzati ad alleviare gli oneri amministrativi, a facilitare il finanziamento delle PMI e a favorire il loro accesso a nuovi mercati. A titolo esemplificativo, si ricordi che, adeguandosi a quanto messo in atto dalla Commissione Europea a partire gennaio 2009, Belgio, Francia, Finlandia e Danimarca hanno introdotto nel processo legislativo nazionale il cosiddetto "test PMI", vale a dire una verifica preventiva dell'adeguatezza, dell'impatto e della facilità di applicazione delle nuove leggi da parte delle piccole e medie aziende. Inoltre, attraverso la creazione degli "sportelli unici", enti in grado di espletare ogni formalità richiesta per la costituzione e registrazione di nuove imprese, 18 Paesi europei, tra cui l'Italia, hanno compiuto un importante passo verso l'obiettivo "impresa in un giorno". Tanto altro è stato fatto per queste realtà, dalla direttiva sui ritardi di pagamento alla possibilità di presentare offerte congiunte per partecipare agli appalti pubblici; tuttavia, è emerso al contempo, che si può e si deve fare di più per incoraggiare l'imprenditorialità e sostenere le aziende esistenti.

Le PMI, seppur protagoniste delle rassicuranti performance che si evidenzieranno nel prossimo paragrafo, non possono prescindere dall'aiuto delle istituzioni pubbliche per

-
- 1) Imprenditorialità: dar vita a un contesto in cui imprenditori e imprese familiari possano prosperare e che sia gratificante per lo spirito imprenditoriale;
 - 2) Seconda possibilità: far sì che imprenditori onesti, che abbiano sperimentato l'insolvenza, ottengano rapidamente una seconda possibilità;
 - 3) Pensare anzitutto al piccolo: formulare regole conformi al principio "Think Small First";
 - 4) Amministrazione recettiva: rendere le Pubbliche Amministrazioni permeabili alle esigenze delle PMI;
 - 5) Appalti pubblici e Aiuti di Stato: adeguare l'intervento pubblico alle esigenze delle PMI, facilitare la partecipazione delle PMI agli appalti pubblici e usare meglio le possibilità degli aiuti di Stato per le PMI;
 - 6) Finanza: agevolare l'accesso delle PMI al credito e sviluppare un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità dei pagamenti nelle transazioni commerciali;
 - 7) Mercato unico: aiutare le PMI a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico;
 - 8) Competenze e innovazione: promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione;
 - 9) Ambiente: permettere alle PMI di trasformare le sfide ambientali in opportunità;
 - 10) Internazionalizzazione: incoraggiare e sostenere le PMI perché beneficino della crescita dei mercati.

riconquistare il terreno perduto durante la crisi economica, quando circa 3,25 milioni di posti di lavoro sono andati persi. Dato il momento non certo idilliaco delle finanze pubbliche, si era deciso, al momento dell'introduzione, di non creare un istituto ad hoc deputato ad assicurare il rispetto dei principi dello SBA. Tale compito è stato, invece, affidato alla Commissione Europea ed eseguito attraverso il nuovo "ambasciatore europeo delle piccole e medie imprese", meglio noto come Mister PMI, figura a cui si è chiesto di svolgere il ruolo di collettore delle iniziative che facilitino la crescita e la competitività delle aziende rappresentate, nonché di essere il garante dei loro interessi durante l'elaborazione normativa, affinché "le regolamentazioni che nascono, siano a misura di PMI"⁶. Lo SBA, purtroppo, resta in molti Stati Membri e realtà regionali dell'UE, una mera dichiarazione di principi giuridicamente non vincolanti a cui non ha avuto seguito una politica. Inoltre, emergeva inesorabilmente che gli istituti di istruzione e di ricerca europei, a differenza dei competitors americani e asiatici, non avevano forti legami con il mondo delle imprese, e ciò rende altamente improbabile la trasformazione di una buona idea di laboratorio in un prodotto di successo. Se è vero che l'UE produce conoscenze su larga scala, i suoi sistemi di istruzione e formazione non funzionano come dovrebbero se confrontati a livello internazionale. Circa il 20% della popolazione in età lavorativa dispone solo di competenze di base, ossia è alfabetizzata e ha appreso il calcolo numerico, e il 39% delle imprese ha difficoltà a reperire personale che disponga delle competenze richieste⁷. Pertanto, si è dato il via ad un riesame di questo strumento in modo da riallinearlo con la strategia Europa 2020 che mira a una crescita che sia: *intelligente*, grazie a investimenti più efficaci nell'istruzione, nella ricerca e nell'innovazione; *sostenibile*, ossia a favore di un'economia a basse emissioni di CO₂; e *solidale*, focalizzata, cioè, sulla creazione di posti di lavoro e la riduzione della povertà. La strategia è imperniata su cinque

⁶ Manfreda, A., *Le PMI italiane nello scenario europeo*, PARMA economica 2011, pp. 78-82. Disponibile su: <http://www.pr.camcom.it/portale/comunicazione/riviste-e-pubblicazioni/contenuti-riviste-e-pubblicazioni/parma-economica/archivio-parma-economica-2011-1/Le%20PMI%20italiane%20nello%20scenario%20europeo.pdf>

⁷ Commissione europea, Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo, al comitato delle regioni e alla banca europea per gli investimenti, *Analisi annuale della crescita 2016: consolidare la ripresa e promuovere la convergenza*, COM(2015) 690 final. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0690&from=en>

ambiziosi obiettivi riguardanti l'occupazione, l'innovazione, l'istruzione, la riduzione della povertà e i cambiamenti climatici/l'energia.

Oggi la politica industriale dell'Unione Europea trova il suo fondamento nell'articolo 173 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, secondo cui “L'Unione e gli Stati membri provvedono affinché siano assicurate le condizioni necessarie alla competitività dell'industria dell'Unione”. Le PMI sono oggetto di intervento del legislatore europeo in molti campi, come quello fiscale (articoli da 110 a 113 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), della concorrenza (articoli da 101 a 109 del TFUE) e del diritto societario (diritto di stabilimento — articoli da 49 a 54 del TFUE).

La Confederazione Nazionale dell'Artigianato e delle Piccole e Medie Imprese (CNA) è stata leader delle organizzazioni di rappresentanza degli interessi delle PMI a livello europeo, per far sì che tali politiche per l'impresa rispondessero alle nuove sfide poste dal mutato contesto economico sin dagli anni '80. Tra le organizzazioni maggiormente rappresentative delle PMI in ambito non agricolo, la CNA è la prima a favorire strumenti di rappresentanza autonoma europea (come UEAPME⁸) in grado di proporre un quadro di Dialogo Sociale Europeo con le organizzazioni dei lavoratori. Si è occupata anche di normazione tecnica (con la promozione dell'organismo europeo per le norme tecniche a misura di PMI, oggi denominato, “Small Business Standard”), di comunicazione e sostegno delle imprese associate per quanto riguarda l'accesso alle opportunità loro offerte nel Mercato Interno e la partecipazione diretta al complesso processo decisionale comunitario ed ai suoi programmi di supporto (SME instrument

⁸ Unione europea dell'artigianato e delle piccole e medie imprese, oggi chiamata SMEunited, ha l'obiettivo di dare a tutte le imprese micro, piccole, medie e artigianali in Europa un potere e una voce unica nei confronti delle istituzioni europee e degli stakeholders.

nel Programma “Orizzonte 2020”⁹, il Programma COSME¹⁰, il Fondo Straordinario per gli Investimenti EFSI¹¹).

La Commissione europea è il centro esecutivo dell’UE e promotrice del processo legislativo, gestisce inoltre i programmi UE e la spesa dei suoi fondi. E’ stato rivelato da uno studio, però, che i supporti alle PMI sono ampiamente dispersi tra le organizzazioni europee: per esempio, nel 2011 ventidue organizzazioni fornivano differenti tipi di supporto alle PMI. Ciò causa una riduzione dell’efficacia dei supporti stessi, in quanto il rischio è che le PMI non riescano ad essere informate su tutte le organizzazioni esistenti e sugli aiuti forniti da ciascuna. Al contrario, in America e in Giappone i supporti vengono suddivisi in due gruppi: quelli informativi, che procurano indicazioni sul business delle start-up o sull’e-commerce, sulla penetrazione del mercato o riguardo lo sviluppo di un prodotto; oppure supporti finanziari, che possono concernere aiuti sull’utilizzo di fondi nazionali e locali, supporto all’esportazione o al finanziamento di un nuovo prodotto. In questo modo risulta più chiaro comprendere a chi ci si debba rivolgere in base alla propria esigenza specifica¹².

Ad oggi, i risultati economici e le condizioni sociali, così come l’attuazione delle riforme, rimangono disomogenei all’interno dell’UE. Molte economie si trovano ancora alle prese con sfide di vasta portata relative alla disoccupazione giovanile e di lunga durata. La crescita della produttività è tuttora lenta, compromettendo la

⁹ Horizon2020 è il programma quadro dell’UE per la ricerca e innovazione delle PMI. SME instrument fa parte dell’ European Innovation Council pilot (EIC pilot), lanciato il 27 ottobre 2017 all’interno del programma Horizon 2020 Work programme 2018-2020. Fornendo fondi per circa € 1.6 miliardi nel periodo 2018-2020, SME Instrument sostiene idee innovative per prodotti, servizi o processi che sono pronti a conquistare il mercato globale. Non ci sono temi predefiniti per ricevere il supporto, lo avranno solo le idee più eccellenti. Cfr, https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/sites/horizon2020/files/H2020_IT_KI0213413ITN.pdf

¹⁰ Programma europeo per la competitività delle PMI. E’ un programma che attua lo Small Business Act, in cui viene rispecchiata la volontà politica della Commissione di dare il giusto riconoscimento al ruolo centrale delle PMI nell’economia dell’UE, cfr. ec.europa.eu/growth/smes/cosme

¹¹ Il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici (FEIS) è un’iniziativa varata congiuntamente dal gruppo BEI, costituito dalla Banca europea per gli investimenti (BEI) e dal Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), e dalla Commissione europea per colmare le attuali lacune di investimento nell’UE. Il suo obiettivo precipuo è attrarre finanziamenti per investimenti strategici. Cfr. https://enrd.ec.europa.eu/european-fund-strategic-investments-efsi_it

¹² Uysal, Gürhan, *SME Supports in the EU: Benchmarking American and Japanese Models*, Journal of Business and Economics, 2(7), July 1, 2011, pp.507-511. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2574168>

competitività e il tenore di vita. Gli elevati livelli del debito pubblico e privato contribuiscono a frenare gli investimenti. In questo contesto, le politiche dovrebbero mirare a consolidare la ripresa e a stimolare la convergenza verso i paesi con i migliori risultati. Sarà possibile avviare una ripresa sostenibile e rilanciare il processo di convergenza soltanto se tutte le istituzioni dell'UE e gli Stati membri agiscono insieme. A tal fine è necessario un forte coinvolgimento del Parlamento europeo e dei parlamenti nazionali, delle parti sociali, delle autorità nazionali, regionali e locali e della società civile nel suo insieme¹³.

Lo sforzo coordinato e l'impegno costante da parte di tutti gli Stati Membri e di tutte le Autorità europee e nazionali sono richiesti anche nell'ambito dell'Action Plan¹⁴ europeo sulla Capital Markets Union (CMsU), pubblicato il 30 settembre del 2015 e successivamente revisionato, con l'obiettivo di contribuire a creare un vero mercato unico dei capitali in tutti gli Stati membri dell'Unione Europea entro la fine del 2019. Cruciale è la definizione di una regolazione armonizzata e adeguata in materia di tutela del risparmiatore e di integrazione e piena funzionalità di infrastrutture di mercato interdipendenti. La CMsU ha il macro-obiettivo di sopprimere gradualmente le barriere economiche e legali alla creazione di un ecosistema finanziario, maggiormente diversificato e che favorisca la trasversalità e la condivisione del rischio tra i Paesi, attraverso mercati dei capitali interconnessi. Vista dal lato di chi investe i propri risparmi, in estrema sintesi, la CMsU intende: favorire gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi da società, soprattutto PMI, per ridurre la dipendenza che hanno le imprese dal sistema bancario tradizionale; e agevolare gli investimenti transfrontalieri e accrescere la competitività internazionale dell'Unione nell'attrarre capitali da Paesi terzi¹⁵.

¹³ Commissione europea, Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo, al comitato delle regioni e alla banca europea per gli investimenti, *Analisi annuale della crescita 2016: consolidare la ripresa e promuovere la convergenza*, COM(2015) 690. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0690&from=en>

¹⁴ L'action plan del 2015 consiste in una lista di oltre 30 azioni e relative misure aventi il fine di stabilire gli elementi costitutivi di un mercato dei capitali integrato in Europa entro il 2019. Nel giugno 2017, la Commissione lo ha aggiornato e completato rafforzando le azioni già previste e introducendo nuove misure per rispondere all'evoluzione delle priorità e sfide. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>

¹⁵ Indirizzo di salute della Presidente Vicaria della Consob Anna Genovese, Convegno Banca d'Italia e Consob, *A venti anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?* 2018 pp. 4-

Per quanto riguarda gli Stati Uniti gli interventi a favore delle PMI risalgono ad anni più remoti. Nonostante siano la patria del capitalismo delle grandi imprese, da oltre mezzo secolo mostrano una specifica attenzione alle politiche per la piccola impresa: nel 1953 venne istituita la Small Business Administration - ente di supporto con l'obiettivo principale di aiutare, assistere e proteggere gli interessi delle piccole imprese e preservare un sistema imprenditoriale libero e competitivo - e fin dal 1963 il Presidente degli Stati Uniti proclama solennemente la National Small Business Week in cui viene evidenziato il contributo dei piccoli imprenditori e del lavoro autonomo al sistema imprenditoriale americano. La mission della SBA è rimasta invariata negli anni, nonostante essa sia cresciuta notevolmente in termini di assistenza fornita e la sua struttura si sia evoluta dal 1953. Altri sistemi analoghi di protezione delle PMI sono rintracciabili per esempio in Brasile, Cina, India, Messico, Sudafrica. Come si vedrà dai dati forniti nel paragrafo successivo, anche in America le PMI rivestono un ruolo cardine. Queste sono oggetto di un'attenta politica di sostegno che è sviluppata attraverso due veicoli a cui si guarda con interesse in Europa: la già citata Small Business Administration, organismo pubblico che centralizza tutto il supporto statale alle PMI in forma di crediti agevolati e garanzie, e le Small Business Investment Companies (SBICs), operatori di venture capital che raccolgono fondi privati a beneficio delle piccole imprese facendo leva sui meccanismi pubblici di garanzia originati dalla SBA. La sua caratteristica fondamentale consiste nel fatto di essere un'Agenzia indipendente il cui capo è nominato dal Presidente degli Stati Uniti e confermato dal Senato. E' una struttura, quindi, che opera all'interno della pubblica amministrazione statunitense, garantendo un flusso informativo diretto, ma che, allo stesso tempo, essendo indipendente, mantiene una sua autonomia decisionale dal processo politico. Il Piano Strategico è il risultato di un lungo dialogo e di una continua interazione con i leader della comunità imprenditoriale delle PMI. Ogni obiettivo principale contiene sub-obiettivi direttamente legati alla performance, sia a livello individuale dell'azienda che della Agenzia federale. La SBA mette a disposizione delle PMI una vasta gamma di programmi specifici per ogni area, con l'obiettivo di

5. Disponibile su:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/intervento_genovese_20181106.pdf/2f2c7779-351d-49f1-851d-d28561bd8613

incoraggiare la creazione di nuove imprese e lo sviluppo delle piccole esistenti. In particolare, semplifica e valuta la regolamentazione eccessivamente onerosa per le PMI e riduce quelle barriere al credito ed alla partecipazione alle gare d'appalto, che rendono la competizione con le grandi imprese non equa. Il modello USA costituisce senza dubbio un parametro importante e imprescindibile, quale esempio di un sistema in cui le PMI da oltre 50 anni ricevono una tutela ed un sostegno concreti. Non si può prescindere, però, dalla consapevolezza della differenza sostanziale tra gli USA e l'Europa continentale e più specificamente tra gli USA, Paese tipicamente di common law e l'Italia, Paese tipicamente di civil law. E, ugualmente, non si può prescindere dalle differenze e peculiarità culturali, dalle diverse tradizioni storiche, dalle specifiche caratteristiche regolatorie e di ordinamento giuridico, dalle problematiche poste dall'appartenenza dell'Italia alla Comunità Europea, e dalle competenze riconosciute agli enti locali. La cautela, pertanto, costituisce un elemento essenziale nel procedere anche nella ricerca di forme e strumenti di tutela delle PMI¹⁶.

E' stato osservato che l'Europa come sistema è più competitiva degli Stati Uniti, ove questi siano considerati complessivamente e non solo come settore *high-tech*. Forzando un po' si potrebbe arrivare a dire che l'Europa è più sistemicamente competitiva sia degli Usa che dei paesi emergenti asiatici, perché ha un costo del lavoro più alto e un mercato del lavoro meno selvaggio. Quello che è certo è che quanto gli Usa hanno ottenuto per il fatto di essere riusciti a concentrare un ammontare assoluto di risorse - finanziarie ed umane - enorme e fuori portata per i singoli paesi europei in alcuni campi strategici, i paesi europei sono riusciti a bilanciare usando in modo più omogeneamente diffuso cultura, professionalità e in genere risorse umane maggiori e più omogeneamente distribuite nella società¹⁷.

Ad oggi, la sfida principale dell'UE è gestire la transizione verso un'economia basata sulla conoscenza. Ora è venuto il momento di porre risolutamente le esigenze di PMI al primo posto della politica comunitaria e di tradurre in realtà la visione del 2000 dei capi di Stato e di governo dell'UE: fare di quest'ultima un ambiente d'eccellenza a livello mondiale per le PMI. A livello nazionale e locale, i modelli di funzionamento

¹⁶ Piga, G., Di Pierro, G., *Small Business Act: dagli Stati Uniti al Lazio*, Unindustria s.a. p. 8.

¹⁷ Hutton, W., *Europa vs Usa*, Fazi Editore, s.l. 2004

delle PMI variano molto, così come la natura stessa di queste imprese (comprendenti artigiani, microimprese, imprese familiari, dell'economia sociale, ...). Una politica che miri ad affrontare le necessità delle PMI deve dunque saper riconoscere questa diversità e rispettare fino in fondo il principio di sussidiarietà.

1.2 Il contributo apportato dalle PMI nell'economia e le sfide da affrontare

A partire dagli anni Novanta, il diffondersi del fenomeno della globalizzazione ed i costanti e repentini sviluppi tecnologici, hanno significativamente ampliato le opportunità disponibili per le PMI. Queste ultime, infatti, godono di una forma organizzativa particolarmente adatta per uno scenario globalizzato, perché coniugano specializzazione produttiva e flessibilità organizzativa. Questi due aspetti, se ben gestiti, rappresentano un vantaggio in termini di competitività, ma l'apertura dei mercati ha posto le PMI di fronte ad una serie di problemi unici¹⁸. La globalizzazione mette in competizione le imprese di grandi dimensioni con quelle piccole, le quali si trovano ad affrontare fallimenti del mercato e barriere strutturali. Infatti, le PMI potrebbero non essere in grado di accedere ai finanziamenti o di investire nella ricerca e nell'innovazione o potrebbero non disporre delle risorse necessarie per rispettare i regolamenti in materia di ambiente. D'altro canto, potrebbero mancare di capacità di gestione e di una limitata conoscenza delle opportunità di espansione internazionale¹⁹. Nel 1987, l'entrata in vigore dell'Atto Unico Europeo, pose le basi per il completamento del Mercato Interno²⁰ di quella che sarebbe divenuta poi l'Unione Europea²¹: un mercato unico in cui si garantisce la libertà di circolazione di merci, persone, servizi e capitali. Da qui nacque un'area economica priva di barriere, oggi la più grande al mondo.

¹⁸ Istituto Ricerche Economiche e Sociali (IRES), *Le PMI al tempo della crisi. Politiche per le PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua*, Rapporto di Ricerca n. 07/2011 settembre 2011 p.13. Disponibile su: <http://www.fondazionedivittorio.it/it/piccole-medie-imprese-al-tempo-della-crisi>

¹⁹ Commissione Europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2015 p.5. Disponibile su: <https://publications.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/79c0ce87-f4dc-11e6-8a35-01aa75ed71a1>

²⁰ Il Trattato di Roma del 1957 aveva previsto un mercato comune che non era stato però ancora completato. La nuova nozione di mercato unico entrò in vigore il 1° gennaio 1993.

²¹ Nata con il Trattato di Maastricht firmato dai paesi membri della Comunità Europea nel 1992.

Le politiche per l'impresa dell'Unione Europea hanno contribuito nel corso degli ultimi decenni alla crescita del benessere e dell'occupazione del Mercato Interno, nel quale le piccole e medie imprese hanno rappresentato uno dei principali motori del processo di integrazione europea. Nonostante ciò gli interventi attuati fino ad ora non hanno saputo abbattere completamente gli ostacoli che questo target si trova ancora oggi ad affrontare a causa dell'eccessiva regolamentazione e burocrazia. L'importanza di riuscire a trovare soluzioni efficienti è dettata dal fatto che l'Europa non può prescindere da un'industria competitiva per riottenere il suo ruolo di protagonista globale. A tal fine, è necessario focalizzare l'attenzione sull'economia reale e sulle PMI per realizzare un'autentica politica industriale ed una corrente politica commerciale per rispondere alla crisi economica ed alla crescente aggressività commerciale dei Paesi terzi negli ultimi anni²². Quello che un tempo era un tema molto italiano o al massimo europeo, oggi è divenuto un argomento globale di confronto. Ed è curioso osservare come alcune possibili soluzioni ai problemi europei e italiani delle PMI, specie sotto il profilo finanziario, vengano oggi proprio dall'esperienza americana²³.

I dati sulla distribuzione delle imprese nel territorio europeo evidenziano il ruolo primario che queste imprese detengono nell'economia dell'UE: ad oggi se ne contano più di 24 milioni²⁴ e costituiscono il 99,8% della totalità delle imprese europee, il 66,4% dell'occupazione (due posti di lavoro su tre) e più della metà del valore aggiunto²⁵ (56,8%)²⁶.

²² Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa (CNA), *60 anni di Europa per le PMI*, marzo 2017. Disponibile su: <http://www.cna.it/cna/dipartimenti-e-uffici/politiche-comunitarie/notizie/25-marzo-19572017-60-anni-di-europa-le-pmi>

²³ Ajassa, G., Responsabile ufficio studi Bnl/Bnp Paribas, *Finanziare le Pmi il problema italiano è diventato globale*, 01 giugno 2015. Disponibile su: https://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2015/06/01/news/finanziare_le_pmi_il_problema_italiano_diventato_globale-115854256/

²⁴ La cifra si riferisce a tutte le PMI che non svolgono attività finanziarie.

²⁵ Differenza tra il valore della produzione di beni e servizi e i costi sostenuti da parte delle singole unità produttive per l'acquisto di input produttivi presso altre aziende.

²⁶ Commissione Europea, *Annual report on European SMEs, SME growing beyond borders*, 2017/2018 p. 13. Disponibile su: https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review_en

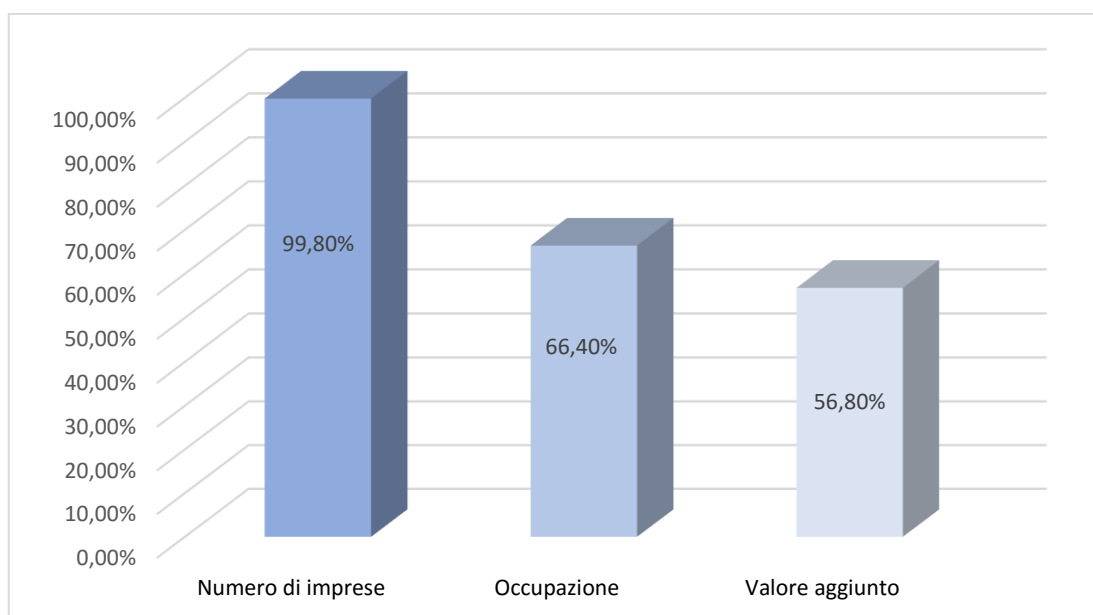


Grafico 1.1: Dati sulle PMI europee: numero, occupazione, valore aggiunto (SME Annual Report 2017/2018)

Per comprendere a pieno le varie tipologie esistenti e la loro rilevanza occorre chiarire la definizione di PMI. A partire da gennaio 2005 è in vigore la nuova definizione deliberata, a livello comunitario, nella Raccomandazione 2003/361/CE²⁷. Si è ritenuto opportuno che le misure a favore delle PMI siano basate su una definizione comune per evitare un'applicazione non uniforme delle politiche e di conseguenza una distorsione della concorrenza tra gli Stati membri. La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Nella categoria delle PMI si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio non superiori a 10 milioni di euro. Si definisce invece microimpresa se occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.²⁸ Oltre al fattore dimensione è importante considerare quello delle risorse significative a cui un'impresa può avere accesso ad esempio perché è posseduta, collegata o associata ad un'impresa più grande. Stabilire se un'impresa rientri nella categoria delle PMI non è

²⁷ La quale sostituisce la Raccomandazione Commissione Europea 1996/280

²⁸ Allegato al Testo della Raccomandazione Commissione Europea 2003/361, art. 2

semplice, ma è indispensabile farlo nel modo corretto per garantire che solo chi ne ha realmente bisogno benefici delle misure di assistenza pubblica²⁹.

Come è possibile notare dal grafico 1.2 la stragrande maggioranza di PMI europee è costituita da microimprese (22.9 milioni), a seguire sono presenti 1.4 milioni di piccole imprese e 0.2 milioni di medie imprese. Al contrario, ci sono solamente 47.000 grandi imprese. Nonostante la notevole preponderanza di numero, le microimprese contribuiscono all'occupazione solamente per il 29,4%, mentre piccole e medie imprese contribuiscono rispettivamente per il 20% e il 17%. D'altro canto, il contributo riguardante il valore aggiunto è equamente distribuito e varia dal 17,6% (piccole PMI) al 20,8% (microimprese).

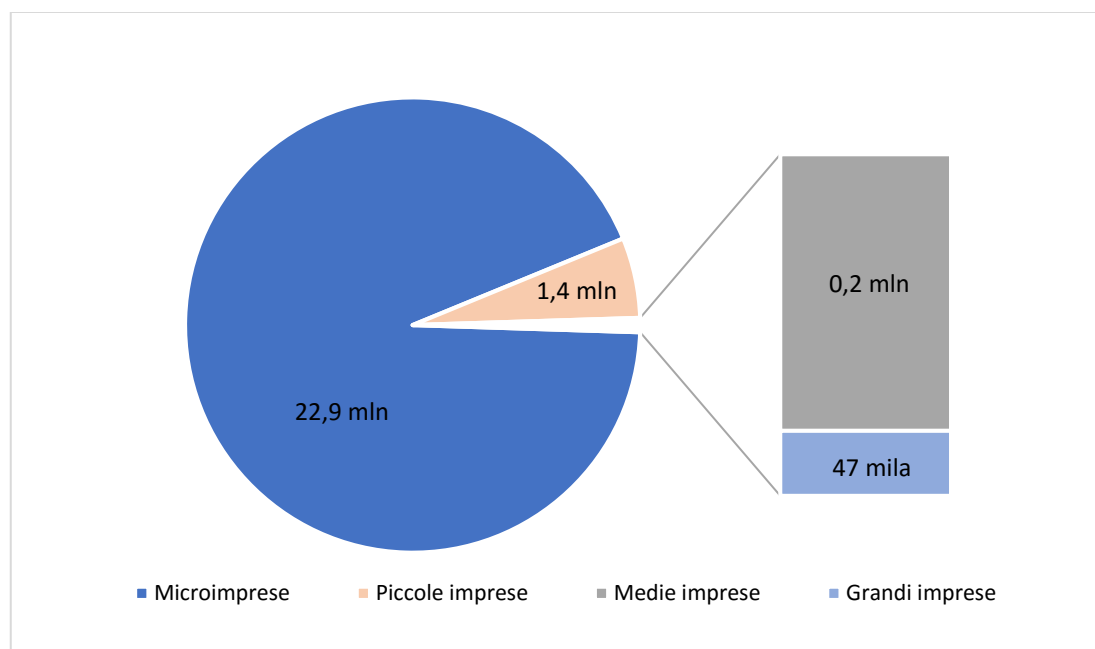


Grafico 1.2: Tipologia di imprese europee (SME Annual Report 2017/2018)

Le PMI presenti in tutti gli Stati Membri sono prevalentemente concentrate in cinque settori: servizi di ricettività e ristorazione, costruzioni, manifattura, commercio al dettaglio e all'ingrosso e servizi di assistenza commerciale alle imprese. Nel 2017, hanno rappresentato insieme il 71% del valore aggiunto totale generato e il 77% dell'occupazione. Il primo dell'elenco ha contato da solo il 25% del valore aggiunto e

²⁹ Commissione Europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2015 p.4. Disponibile su: <https://publications.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/79c0ce87-f4dc-11e6-8a35-01aa75ed71a1>

degli impieghi³⁰. L'aspetto che suscita interesse politico nell'incoraggiare le PMI a diventare più innovative e ad esportare maggiormente deriva dall'attuale operatività di circa due terzi di esse in settori caratterizzati da bassi livelli di conoscenza, di intensità tecnologica o di esportazione: ciò è dovuto soprattutto alla prevalenza di micro e piccole imprese. Sui dati riguardanti l'apertura ai mercati esteri si approfondirà nel prossimo paragrafo³¹. A proposito di innovazione, vari Stati Membri sono intervenuti in anni più recenti promuovendo agevolazioni specifiche per due categorie speciali: start-up³² e imprese in fase di espansione (scale-up) e PMI innovative³³. Non esiste una definizione europea di PMI innovativa e sono regolate diversamente di paese in paese. Per esempio, in Italia, non è importante la data di costituzione. E' necessario però che, oltre ad appartenere alla categoria di PMI secondo la Raccomandazione 361/2003/CE, non siano quotate in borsa, abbiano l'ultimo bilancio certificato e posseggano almeno due dei seguenti requisiti: spese in ricerca e sviluppo pari ad almeno il 3% del maggior valore tra fatturato e costo della produzione (escludendo le spese per immobili); impiego di personale altamente qualificato in misura pari almeno a un quinto della forza lavoro complessiva; essere detentrici, licenziatarie o depositarie di un brevetto o un software registrato in campo industriale o biotecnologico. A livello sovranazionale sono state inserite nel programma SME Instrument di Horizon 2020, che mira a sostenere la creazione e il rafforzamento dimensionale di imprese altamente innovative con progetti a elevato potenziale di crescita. Lo strumento conta su una dotazione finanziaria complessiva di quasi 3 miliardi di euro. I finanziamenti pubblici da soli però non bastano: l'UE ha bisogno di incoraggiare le aziende a investire di più nella ricerca e a mirare a campi in cui possono lavorare con il settore pubblico per promuovere l'innovazione. Questo a sua volta crea nuovi posti di lavoro e opportunità commerciali: ogni euro investito dall'UE genera circa 13 euro di valore aggiunto per

³⁰ Commissione Europea, *Annual report on European SMEs, SME growing beyond borders*, 2017/2018 p. 13. Disponibile su: https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review_en

³¹ V. pp. 20,22

³² Categoria introdotta nell'ordinamento giuridico italiano con il decreto-legge 179/2012.

³³ Il decreto-legge 3/2015 (Investment Compact) ha assegnato larga parte delle misure già previste a beneficio delle start-up innovative a tutte le PMI che operano nel campo dell'innovazione tecnologica, a prescindere dalla data di costituzione, dall'oggetto sociale e dal livello di maturazione purché detengano determinati requisiti.

le aziende. Aumentando gli investimenti fino al 3% del PIL entro il 2020 si creerebbero altri 3,7 milioni di posti di lavoro³⁴. Anche per le start-up non esiste una definizione ufficiale a livello europeo, ma vengono solitamente presi in considerazione tre criteri: l'età (inferiore a cinque/dieci anni in base al settore), il grado di innovazione del prodotto o del modello di business e l'intenzione di crescere in numero di impiegati e/o nel mercato in cui operano³⁵. Secondo un'indagine su 15 paesi membri dell'OCSE nel periodo 2004-2014, le imprese giovani (fino a 5 anni di vita), pur impiegando soltanto il 20% dell'occupazione complessiva, hanno generato quasi la metà del totale dei posti di lavoro. Guardando all'Europa nello specifico, il secondo European Monitor Startup (2016) ha preso in considerazione oltre 2500 start-up, le quali coinvolgevano 6.340 fondatori e 23.774 lavoratori: il che significa che ognuna creava in media 12 lavoratori. Il dato più interessante è l'entità delle assunzioni dagli stadi iniziali a quelli maturi: si passa da 4.8 a 110.9 posti di lavoro in media³⁶. Nel 2018, si prevede di assumere in media 7,5 lavoratori nei prossimi 12 mesi. Le start-up, spesso esperte in tecnologie più recenti, presentano una combinazione di caratteristiche: rapida crescita, forte propensione all'innovazione dei prodotti, dei processi e dei finanziamenti, grande attenzione ai nuovi sviluppi tecnologici e ampio uso di modelli commerciali innovativi, spesso basati su piattaforme collaborative. A fronte di queste evidenze, la Commissione Europea ha ritenuto opportuno rendere più efficiente il mercato unico anche per questi soggetti, dato che migliorare l'ecosistema in cui si sviluppano queste imprese può, in ultima analisi, avere un effetto benefico diretto sull'occupazione e sulla crescita nell'UE³⁷.

Al 2008, erano poche le start-up che invece di prosperare ed espandersi in Europa e nel mondo, si limitavano a sopravvivere dopo la fase critica dei primi 2-3 anni, e ancora meno quelle che si trasformavano in imprese più grandi. La percentuale di imprese che

³⁴ Commissione europea, *Horizon 2020: il programma quadro dell'UE per la ricerca e l'innovazione*, 2014 p.9. Disponibile su:

https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/sites/horizon2020/files/H2020_IT_KI0213413ITN.pdf

³⁵ Definizione presa da EU startup monitor 2018.

³⁶ German Startups Association, *European Startup Monitor*, 2016. Disponibile su: <http://europeanstartupmonitor.com/>

³⁷ Commissione Europea, comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Le nuove imprese leader dell'Europa: l'iniziativa Start-up e Scale-up*, COM (2016) 733 final p. 2

non crescevano o che crescevano meno del 5% era di oltre il 45% in Europa, contro il 37% degli Stati Uniti.³⁸ Secondo lo stesso studio, le imprese che crescevano repentinamente erano anche quelle che creavano maggiori posti di lavoro rispetto alle altre. Il problema principale dell'Europa è stato individuato nella mancanza di dinamismo: la scarsa presenza di imprese che crescono velocemente è connessa all'altrettanto scarsa porzione di imprese che si restringono o addirittura escono dal mercato. La stragrande maggioranza delle imprese si trova ad un livello statico, il quale è portatore di poca sperimentazione e riallocazione delle risorse dalle attività meno produttive a quelle che invece hanno potenzialità. Per superare questo punto di stallo è necessario che le imprese siano disposte a rischiare di più: l'innovazione richiede sperimentazione nel mondo reale, non solo nel laboratorio di ricerca e sviluppo. Un incentivo per andare in questa direzione deve essere quello di premiare la ricerca, penalizzare l'inerzia e ridurre i costi del fallimento³⁹. L'European Innovation Council ha individuato quattro fattori chiave intorno ai quali si concentrano le raccomandazioni da parte dell'Europa. *Funding*: una svolta innovativa richiede ingenti investimenti per un periodo prolungato di tempo e questo tipo di finanza manca all'Europa. Il canale del prestito bancario non è adatto a supportare questa crescita, è necessario sviluppare altre forme di finanziamento quali il venture capital, ancora troppo ristretto e frammentato. *Awareness*: si ha bisogno di un'iniziativa che attragga i migliori innovatori e connetta gli ecosistemi locali e settoriali. *Scale*: solo un approccio continentale può a far competere l'Europa con gli Stati Uniti o la Cina. *Talent*: l'Europa necessita di esempi modello da seguire che incoraggino l'imprenditoria e combattano l'avversione al rischio⁴⁰. Piacevolmente, sembra che “la cultura del fallimento” tanto elogiata in Silicon Valley stia prendendo piede anche in Europa e in

³⁸ Bravo-Biosca, A., *A look at business growth and contraction in Europe*, 2011 p. 9. Disponibile su: http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/events/A_look_at_business_growth_and_contraction_in_Europe.pdf

³⁹ Bartelsman, Eric., *Searching for the sources of productivity from macro to micro and back. Industrial and Corporate Change*, 2010, Vol. n. 19. Pp. 1891-1917. Disponibile su: 10.1093/icc/dtq059.

⁴⁰ Commissione Europea, *Europe is back: accelerating breakthrough innovation. Full set of recommendations from the Independent High-Level Group of Innovators on establishing a European Innovation Council (EIC) 2018* pp. 6-8. Disponibile su: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/eic_hlg_bz_web.pdf

Italia: sette founder su dieci in caso di fallimento della loro attuale start-up, ne fonderebbero un'altra.

Come accennato nel primo paragrafo, gli Stati Uniti riconoscono il ruolo cruciale delle piccole e medie imprese per la crescita economica del Paese e per lo sviluppo della competitività nel mercato globale già da molti anni.

Nel 2017 il Presidente Trump, nel proclamare la Settimana nazionale della piccola impresa ha sottolineato che “la nostra economia, da costa a costa, dipende ogni giorno dalle piccole imprese” e che “non meno di 57 milioni di americani lavorano per le piccole imprese - quasi la metà di tutti i posti di lavoro del settore privato negli Stati Uniti.” In effetti, le PMI negli Stati Uniti sono circa 28 milioni ed esprimono il 49% dell'occupazione e il 46% del valore aggiunto. Concentrandoci sulle start-up, uno studio mostra che senza di esse non ci sarebbe crescita del lavoro nell'economia americana. Si è notato che, durante gli anni di recessione, la creazione di posti di lavoro netta da parte delle start-up rimane stabile, mentre la distruzione di lavoro nelle imprese già esistenti è profondamente sensibile al ciclo economico⁴¹. Se questo è vero, tuttavia, è bene precisare che in termini di occupazione totale e salari, le start-up tendono ad avere un impatto modesto: esse contano solo per il 2% dell'occupazione totale nell'economia americana; solo quelle che sopravvivono più di undici anni hanno un impatto duraturo positivo sull'occupazione⁴².

Dallo US Startup Outlook 2018 della Silicon Valley Bank, in cui la maggioranza degli intervistati possiede start-up basate principalmente in USA, Cina e Regno Unito, si evince che anche in questi ambienti risulta difficoltoso trovare personale con le skill necessarie: le nuove tecnologie richiedono ingegneri e *data scientists* specializzati, ma il numero dei laureati in queste discipline sta crescendo lentamente. Nella stessa survey, viene affermato da un numero significativo di co-founder/CEO che il raggiungimento di talenti è la più importante questione di politica che il governo deve

⁴¹ Kane, T., *The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction*, Kauffman Foundation Research Series luglio 2010 p.2. Disponibile su: https://www.kauffman.org/-/media/kauffman_org/research-reports-and-covers/2010/07/firm_formation_importance_of_startups.pdf

⁴² Dvorkin M.A., Gascon, C.S., *Startups create many jobs, but they often don't last*, The Regional Economist, Dec 2017 pp. 21-22. Disponibile su: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/startups-create-many-jobs-but-they-often-dont-last>

affrontare poiché la dura competizione provoca un innalzamento dei salari a discapito delle imprese di minori dimensioni.

Infine, per avere un'idea sulla performance recente delle PMI nel mondo, ci si riferisce allo SME⁴³ Annual Report 2017/2018 che confronta la variazione del numero, valore aggiunto e occupazione di PMI in Brasile, Cina, Unione Europea, Giappone, Russia e USA tra il 2015 e il 2016. Per quanto riguarda la crescita del numero di PMI, la Russia presenta il tasso più alto (24,9%) contro il 3% dell'UE e l'1,7% USA. In termini di occupazione si evince che Brasile, Giappone e Russia hanno riscontrato declino e stagnazione rispettivamente dell'occupazione e del valore aggiunto. E' andata meglio per l'Unione Europea, che ha superato anche i competitor americani in termini di crescita cumulata del valore aggiunto negli anni 2015 e 2016 (7% contro 5,4%), vale il contrario per l'occupazione (2,8% contro 5,4%). Infine, la Cina ha sostanzialmente staccato Unione Europea e Stati Uniti sia per il valore aggiunto sia per l'occupazione, cresciuti entrambi del 22,3%.

1.2.1 Il caso di un'Europa frammentata e un focus sull'Italia

Nel precedente paragrafo si è parlato di quale sia lo spessore delle PMI a livello globale. Riguardo l'Europa sono stati analizzati i principali problemi da risolvere per creare un network europeo di imprese innovative e dinamiche affinché questo motore possa essere sfruttato a pieno ai fini di una competitività a livello mondiale. Come accennato, le PMI europee riscontrano diversi problemi quali: mancanza di dinamismo, scarsa innovazione e internazionalizzazione, le cui cause sono individuate nella frammentazione ancora vivida dell'UE dal punto di vista culturale e soprattutto politico che non permette di fornire un sostegno uniformato alle PMI aiutandole a superare le barriere principali: accesso a risorse adeguate dovuto al fatto che si è ancorati a forme di finanziamento che non incentivano l'innovazione; mancanza di personale qualificato a causa di una poco sviluppata cultura di separazione tra proprietà e management ancora in molti Paesi. Va sottolineato quindi che parlando di Europa ci si trovi di fronte ad una galassia eterogenea che rende ancora più ostica la riuscita di un'integrazione a tutti gli effetti.

⁴³ Small and Medium Enterprise: acronimo inglese analogo a PMI

Innanzitutto, il fenomeno presenta una diversa distribuzione territoriale, per esempio: le PMI italiane sono circa il doppio di quelle della Francia e più del doppio rispetto a Germania, Spagna e Regno Unito. Inoltre, una tipica PMI tedesca ha una dimensione pari al doppio di una sua controparte italiana o spagnola e tipicamente la proprietà e il management sono separati⁴⁴. La minore dimensione media delle imprese più grandi è dovuta sia a fattori interni all'azienda nati dalle diversità culturali tra Paesi membri (in alcuni si ha la convinzione che solo attraverso l'intuizione, la dedizione e la mentalità del singolo imprenditore ci si possa affermare); sia a fattori esterni quali il contesto normativo e burocratico, i tempi della giustizia, l'accesso al credito e il sistema bancario. Nel caso dell'Italia, già durante gli anni Ottanta, la tendenza media delle imprese italiane era di consolidamento, non di espansione. I piccoli e medi imprenditori avevano per lo più una mentalità conservatrice ed erano poco inclini a rimettersi in gioco per diventare più grandi.

Anche la percentuale di addetti delle imprese varia di paese in paese: il nostro Paese è leader tra i maggiori Paesi dell'Unione Europea per rilevanza dell'occupazione nelle PMI con il 78,7% degli addetti delle imprese valore nettamente superiore alla media europea del 69,4%. Per il peso degli addetti addensati nelle PMI, l'Italia sopravanza Regno Unito (75,3%), Spagna (72,8%), Germania (62,9%) e Francia (61,4%). In particolare, ciò è riscontrabile nel settore manifatturiero in cui l'Italia è il secondo Paese dell'Unione per addetti nelle PMI manifatturiere. Esse rappresentano i tre quarti (76,5%) degli addetti del settore, seguono Spagna (69,7%), Regno Unito (65,5%), Francia (52,7%) e Germania dove le PMI concentrano meno della metà (45,6%) degli addetti manifatturieri. Nondimeno, le esportazioni dirette delle imprese manifatturiere per dimensione di impresa indicano che le PMI italiane hanno venduto all'estero per 162,2 miliardi di euro, pari al 9,8% del PIL nazionale, davanti a Spagna con il 5,7%, Germania con il 4,1%, Regno Unito con il 2,0% e Francia con l'1,8%. Infine, è interessante sottolineare che in Italia l'incidenza dell'export diretto delle PMI (soprattutto piccole) sul PIL supera di due volte mezzo quello tedesco⁴⁵. In generale,

⁴⁴Ott, J., Anderson, J., *Restoring Financing and Growth to Europe's SMEs*, Bain & Company e Institute of International Finance (IIF), ottobre 2013. Disponibile su: <https://www.bain.com/insights/restoring-financing-and-growth-to-europes-smes/>

⁴⁵ Confartigianato imprese, *Piccola impresa: tradizione che ha futuro*, Ufficio Studi Documenti, 12° Rapporto annuale 2017 pp. 61-63. Disponibile su:

il contributo della performance dell'export sull'intera economia europea è altamente concentrato: Belgio, Danimarca, Spagna, Italia, Paesi Bassi e Regno Unito contano per più dei due terzi dell'export totale delle PMI. Inoltre, nel 2016 le PMI hanno esportato per quasi il 70% in altri Paesi membri, mentre nel resto del mondo per solo il 30%⁴⁶.

Eppure, se da un lato le PMI italiane garantiscono occupazione, dall'altro sono in ritardo in termini di produttività rispetto al resto d'Europa. Secondo i dati Eurostat, il sistema produttivo italiano si posiziona al penultimo posto della classifica europea, precedendo solamente la Spagna. La produttività delle PMI italiane è pari al 40% rispetto a quello delle grandi imprese, contro il 66% della Germania e 76% della Francia che guidano la classifica.

Un altro fronte su cui il nostro Paese è ancora lontano da benchmark internazionali riguarda le start-up e PMI innovative. Nel panorama europeo il tema delle start-up e delle PMI Innovative viene affrontato in modo differente dai governi e, ad oggi, non esiste una legislazione uniforme né una politica comune per il sostegno alle piccole realtà che investono in innovazione tecnologica e in ricerca e sviluppo. Ad esempio, paesi come Germania e Regno Unito non hanno adottato una classificazione giuridica e fiscale per definire le PMI Innovative così come non prevedono piani strutturati a supporto di questa tipologia di aziende. Diversamente, Francia e Irlanda risultano all'avanguardia sia per quanto riguarda la classificazione giuridica, sia per progetti di agevolazioni e incentivi dedicati alle PMI innovative e alle start-up⁴⁷. Come visto sopra, in Italia esiste una normativa specifica a riguardo⁴⁸. Gli aspetti che principalmente contraddistinguono le start-up dalle PMI sono il capitale iniziale per far crescere il business (generalmente più alto per le prime) e le forme di finanziamento. Il supporto da parte di Business Angel (29.0%), Venture Capital

http://areariservata.confartigianato.it/UfficioStudiDocumenti/13/tradizione_futuro_12_rapporto_confartigianato_20062017_web.pdf

⁴⁶ Commissione Europea, *Annual report on European SMEs. SME growing beyond borders, 2017/2018* pp. 83-85. Disponibile su: https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review_en

⁴⁷ Bernoni Grant Thornton, *PMI Innovative: un confronto tra le agevolazioni vigenti nei Paesi europei*, sondaggio effettuato nel corso del 2017, presso le member firm europee da Network Grant Thornton International, 2017. Disponibile su: <http://www.openinnovativepmi.it/news/pmi-innovative-un-confronto-le-agevolazioni-vigenti-nei-paesi-europei/>

⁴⁸ V. paragrafo 1.2 p. 14

(26.3%), o Crowd Investor (18.1%) è più comune per le start-up che per le PMI, le quali spesso si rivolgono solamente ai prestiti bancari tradizionali o ai risparmi dei fondatori⁴⁹. Nonostante in Italia entrambe le categorie di impresa siano cresciute in maniera significativa negli ultimi due anni, fino ad esprimere oltre 2 miliardi di euro di fatturato (773 milioni le start-up e 1,3 miliardi le PMI innovative) e offrire circa 50.000 posti di lavoro⁵⁰, c'è ancora tanto da fare in materia di finanziamenti. Comunque, il tasso di sopravvivenza è superiore al 90%: il 10% delle imprese iscritte al registro speciale prima del 2014 ha cessato l'attività. I principali centri di start-up si sono stabiliti a Londra, Berlino, Parigi, Copenaghen e Lisbona e vari sono i settori in cui sono attivi, tra i quali: sviluppo Software/IT (19,1%), Software come servizio (18,5%) e settori trend del momento come la cosiddetta tecnologia verde (4%) o il Fin-Tech (5.1%). E' stato rilevato che l'88% delle start-up considerate nel campione⁵¹ ha intenzione di internazionalizzarsi nei prossimi 12 mesi e le mete ambite per la crescita sono sia all'interno dell'Eurozona (85%), sia altrove (40%) come: Stati Uniti (43,4%) e recentemente anche Asia (25,8%).

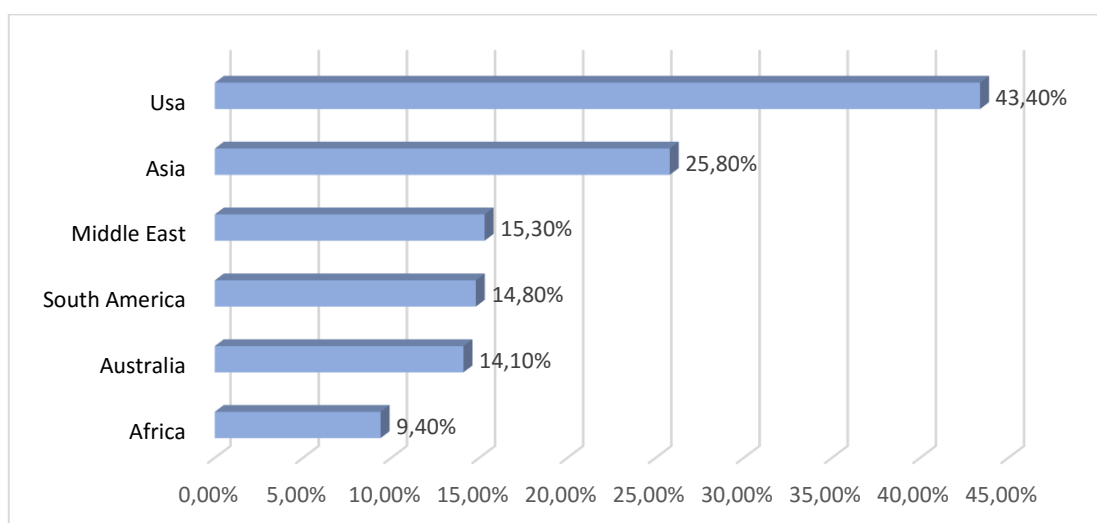


Grafico 1.3: Mercati desiderati per l'internazionalizzazione oltre i confini EU (EU Startup Monitor 2018)

⁴⁹ Commissione europea, *European startup monitor*, Report 2018 p. 32. Disponibile su: <http://startupmonitor.eu/>

⁵⁰ Ministro dello sviluppo economico Carlo Calenda, *Relazione Annuale al Parlamento sullo stato d'attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative*, 2017 p. 5. Disponibile su: https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Relazione_annuale_startup_e_pmi_innovative_2016.pdf

⁵¹ Gli intervistati avevano la possibilità di scegliere più opzioni

Tuttavia, crescere oltre i confini del paese d'origine comporta alcune sfide da affrontare. Le principali, a detta dei fondatori intervistati⁵², sono: differenze tra legislazione e regolamentazione (59,1%) soprattutto in termini di tasse (38,2%), seguite da differenze culturali (32,4%) e barriere linguistiche (26,8%)⁵³.

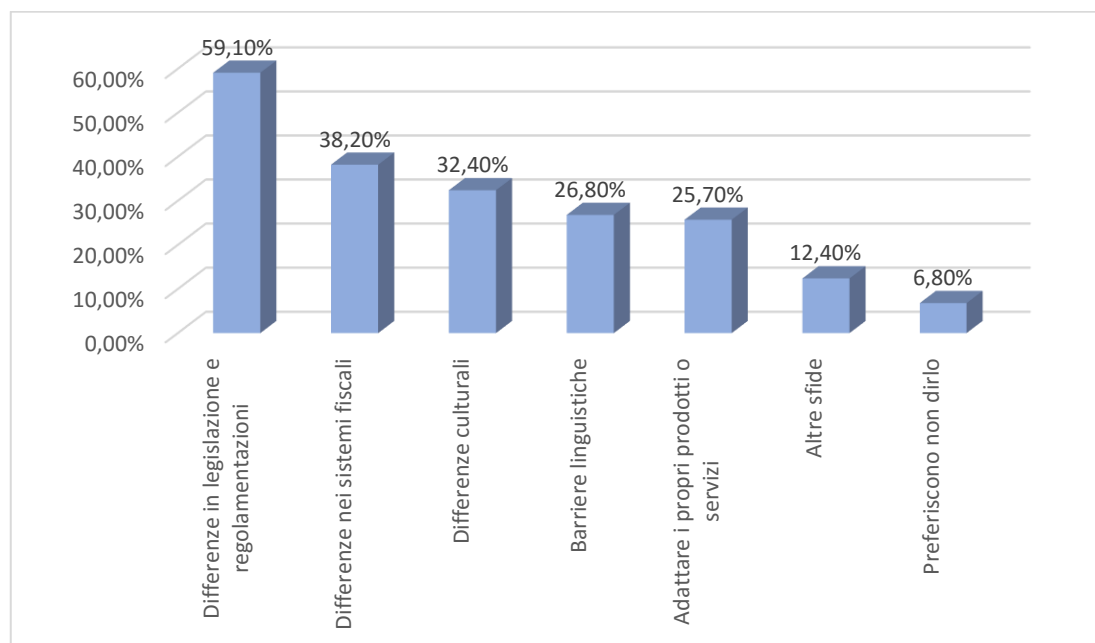


Grafico 1.4: Sfide per l'internazionalizzazione delle start-up europee (EU Startup Monitor 2018)

I risultati della consultazione pubblica lanciata dalla Commissione all'inizio del 2016, hanno evidenziato che le informazioni in merito delle norme nazionali e dell'UE sono spesso frammentarie e difficili da assimilare. Inoltre, si incontrano difficoltà nell'assumere personale con sede in altri paesi UE a causa della differenza fra le norme fiscali e occupazionali in diversi Stati, il che può indurre ad operare in giurisdizioni al di fuori dell'UE con maggiori potenzialità di crescita comportando perdite in posti di lavoro nell'Unione. L'Europa ha bisogno di una normativa che semplifichi avvio, gestione e chiusura delle imprese, casi di successo esemplificativi e un ponte solido e strutturato per connettere start-up e imprese esistenti. Bisogna creare le condizioni perché molte decidano di restare e altrettante arrivino in Europa da altre aree del mondo: va ricordato che il successo della Silicon Valley dipende dagli "immigrants".

⁵² Gli intervistati avevano la possibilità di scegliere più opzioni

⁵³ Commissione europea, *European startup monitor*, Report 2018 pp. 14-15. Disponibile su: <http://startupmonitor.eu/>

A proposito di cooperazione, è opportuno creare ecosistemi interconnessi in modo efficace a livello di UE, un migliore uso di acceleratori e incubatori e una piattaforma per collegare le start-up con i potenziali partner. I dati dell'European Startup Monitor 2018 fanno ben sperare sul fronte della partnership: il 78,6% stanno attivamente cooperando con PMI, di cui il 60,2% oltre confine. Le cooperazioni startup-PMI sono quasi tre volte più comuni di quelle con le grandi imprese e l'obiettivo principale è accedere a nuovi mercati.

Successivamente alla crisi economica e finanziaria del 2008/2009, le PMI europee hanno contribuito notevolmente alla ripresa ed alla conseguente espansione. Considerando il settore non finanziario, hanno contato per il 47% della crescita totale del valore aggiunto dal 2008 al 2017 e per il 52% della crescita cumulativa dell'occupazione (grafico 1.5).

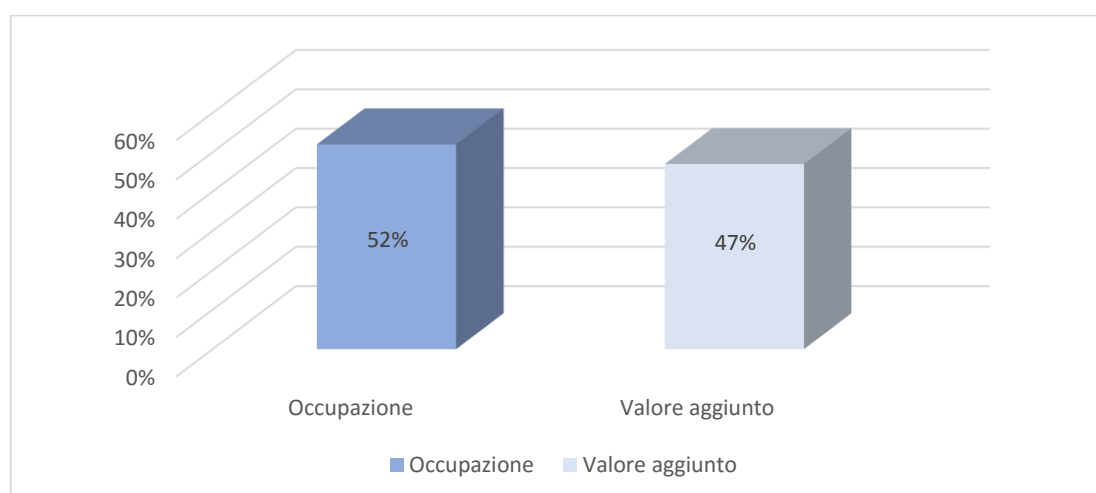


Grafico 1.5: Contributo delle PMI europee in % della crescita cumulativa dell'occupazione e della crescita totale del valore aggiunto nel periodo 2008-2017

E' possibile affermare che hanno avuto un ruolo strategico per la ripresa economica: il loro contributo ha ecceduto quanto ci si aspettava sulla base della loro relativa importanza nell'economia totale. In contrasto, il contributo delle SME americane nello stesso periodo è marcatamente inferiore di quanto ci si fosse aspettati.

La comparazione della performance di USA, EU-28 e Giappone nel periodo considerato mostra che la crescita cumulativa dal 2009 al 2016 del valore aggiunto e occupazione delle PMI americane è più del doppio di quella europea, anche se l'aumento di PMI negli Stati Uniti è stato inferiore del 30%. Invece, occupazione e valore aggiunto delle PMI giapponesi è diminuito sensibilmente nello stesso periodo.

Nello specifico, dal 2009 al 2017, l'Europa ha corso a diverse velocità: in sei paesi membri il valore aggiunto nel 2017 è ancora inferiore ai livelli pre-crisi (Cipro, Grecia, Spagna, Croazia, Italia e Portogallo); per quanto riguarda l'occupazione, il livello rimane al di sotto del 2008 in 15 stati membri (Bulgaria, Cipro, Repubblica Ceca, Danimarca, Grecia, Spagna, Francia, Croazia, Irlanda, Italia, Lituania, Lettonia, Portogallo, Romania e Slovenia)⁵⁴.

⁵⁴ Commissione Europea, *Annual report on European SMEs, SME growing beyond borders, 2017/2018* pp. 62-72. Disponibile su: https://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/performance-review_en

CAPITOLO 2

QUALI SONO LE FORME DI FINANZIAMENTO DELLE PMI E I PROBLEMI RELATIVI AD ESSE

2.1 Premessa

Prima di trattare singolarmente le principali forme di finanziamento disponibili per le PMI e le difficoltà che esse incontrano nel reperire fondi da indirizzare alla crescita e all'innovazione, si è ritenuto opportuno discutere di come diversi orientamenti regolamentari, nonché caratteristiche strutturali di diversi Paesi, abbiano inciso sull'evoluzione delle stesse forme e sullo sviluppo della competitività delle imprese, in particolare in Europa e Stati Uniti.

La forma di regolazione politica dell'economia, prevalente nei paesi anglosassoni e soprattutto negli USA, è di tipo pluralista: l'organizzazione degli interessi è caratterizzata da un numero elevato di associazioni volontarie di piccole dimensioni. Il sistema di rappresentanza degli interessi è quindi poco centralizzato e con scarse capacità di coordinamento e la disciplina del mercato viene realizzata in misura rilevante attraverso forme di autoregolamentazione, senza incidere sensibilmente sui livelli di conflittualità del sistema.

D'altro canto, in Europa - in particolare nei paesi continentali e nell'UE - la regolamentazione assume aspetti più formali a livello di normative pubbliche, e, nello stesso tempo, il sistema di rappresentanza degli interessi è costituito da organizzazioni più centralizzate e coordinate.

Nel corso degli anni si è visto come il dinamismo del sistema Usa si accompagna a forme degenerative di ampia portata (bolle speculative e scandali vari), mentre la più equilibrata qualità della vita del sistema europeo si affianca a rigidità eccessive (ad esempio mercato del lavoro) che frenano lo sviluppo⁵⁵.

Infatti, nonostante la crescente integrazione economica e monetaria e la graduale convergenza verso il modello anglosassone anche sotto il profilo della *corporate*

⁵⁵ Kay, J. *The Truth about Markets: Their Genius, Their Limits, Their Follies*, London: Penguin, 2003

*governance*⁵⁶, in Europa le rigidità nei mercati ancora sono presenti e la collocano ad un livello inferiore. Ciò non sembra aver penalizzato in modo particolare i grandi gruppi europei nei loro processi di crescita che, depurati dagli effetti dei cambi, sono stati di intensità paragonabile a quella degli omologhi statunitensi. All'opposto, il sistema economico europeo è stato meno dinamico di quello statunitense come capacità di far crescere le imprese di medie dimensioni.

Guardando nello specifico all'Italia, i problemi che affliggono la competitività del Paese, anche nei confronti dei principali partner europei, sono di natura analoga a quelli di cui l'Europa nel suo insieme soffre nei confronti delle aree più dinamiche (Stati Uniti soprattutto). Si tratta di inefficienze e rigidità legate alla politica economico-istituzionale ed all'assetto dei mercati: infrastrutture, trasporti, energia, ricerca, formazione, mercato del lavoro, mercati finanziari, sistema pensionistico, liberalizzazioni, servizi pubblici locali, pubblica amministrazione, giustizia, ecc. Per la maggior parte di questi fattori, la posizione italiana sembra peraltro sensibilmente peggiore rispetto a quella media europea.

La posizione degli Stati Uniti è decisamente di primo livello per quanto riguarda la tecnologia, l'ambiente microeconomico e l'operatività strategica delle imprese. Meno brillante è la posizione americana con riferimento al ruolo delle istituzioni pubbliche (superata nettamente da Finlandia, Danimarca e Regno Unito), comunque migliore di quella del Giappone e di alcune importanti economie europee quali Francia, Spagna, Italia⁵⁷. Il distacco americano, maturato soprattutto nella seconda metà degli anni novanta ma mantenutosi anche nelle criticità del 2001 e del 2002, è consistito nel progressivo avanzamento tecnologico, nella capacità di reazione delle imprese, nell'accorta politica finanziaria, sostenuta da un sistema bancario coerente con le scelte adottate a livello centrale.

E' ormai opinione dominante che la maggiore flessibilità e rapidità di cambiamento che caratterizzano il modello anglosassone rispetto a quello europeo conferiscano vantaggi competitivi non solo nel breve ma anche nel lungo periodo, con un radicale mutamento di veduta nei confronti di quanto si pensava fino agli anni Ottanta⁵⁸. Nello

⁵⁶ Barca, F. e Becht, M. *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, 2002 pp.10

⁵⁷ Zanetti G., Alzona, G., *Europa e Italia: la sfida della competitività*, Il Mulino, 2004 pp.143-146

⁵⁸ Ibidem.

specifico, si fa sempre più sentita l'esigenza di strumenti di finanziamento alternativi, soprattutto a causa della crisi economico-finanziaria degli ultimi dieci anni.

2.2 Le forme tradizionali: il finanziamento bancario

L'avvio dei processi di industrializzazione ha consentito di valutare il significativo ruolo che l'azione creditizia è in grado di svolgere nel supportare lo sviluppo economico. Nei paesi in ritardo su questo fronte però, le banche effettuavano i finanziamenti attraverso l'assunzione di partecipazioni al capitale delle imprese destinatarie. Questa formula organizzativa⁵⁹ finiva col legare le sorti delle banche a quelle dell'industria a causa del forte coinvolgimento tra i due soggetti. Fu questo, assieme alla mancanza di forme di vigilanza pubblica, uno dei motivi che scatenò la grande crisi del '29⁶⁰. Lo stretto rapporto banca-impresa, anche identificato come "nefasta fratellanza siamese"⁶¹, consentì alla crisi di trasmigrare con facilità dall'industria alla finanza. Tale evento fu decisivo per l'acquisizione, da parte di numerosi Stati dell'area occidentale, della consapevolezza che solo la presenza di un adeguato complesso di regole fosse in grado di prevenire situazioni simili a quelle pocanzi sperimentate. Si è assistito così alla nascita delle regolazioni bancarie - dal Glass Steagall Act statunitense (1933)⁶² alla legge bancaria italiana del 1936 - con le quali fu imposta una netta separazione tra banca commerciale e banca d'investimento per evitare che il fallimento dell'intermediario comportasse altresì il fallimento della banca tradizionale. In questo modo, si impediva, di fatto, che l'economia reale fosse direttamente esposta al pericolo di eventi negativi prettamente finanziari. È da sottolineare però come il timore di altri sconvolgimenti futuri abbia indotto lo sviluppo di una normativa troppo vincolistica che in Europa e soprattutto in Italia si risolse in un meccanismo negatorio del mercato e della concorrenza. Bisognerà aspettare la seconda metà degli anni Settanta del Novecento per una decisiva svolta

⁵⁹ Modello di banca mista: istituto autorizzato ad operare sia nel breve (esercizio del credito) che nel medio-lungo periodo (attività finanziarie e di investimento); svolgeva attività in due modi: mediante servizio del credito e mediante concessione di quote partecipative nelle imprese.

⁶⁰ Fu una crisi di natura reale, causata essenzialmente da una caduta dei consumi accompagnata più in generale da un ristagno della domanda.

⁶¹ Espressione di Raffele Mattioli

⁶² Abolita nel 1999.

nell'orientamento delle autorità di vigilanza bancaria, nell'intento di favorire un profilo più dinamico del sistema e di attivare la concorrenza indotta dal processo di integrazione economica europea⁶³. Tra l'altro, le riforme hanno consentito alle banche maggiori opportunità di accorpamento, sia a livello territoriale, sia tra segmenti diversi del settore finanziario; sono stati attenuati i vincoli a favore della separatezza banche-imprese fino alla completa cancellazione, consentendo un maggior coinvolgimento delle banche nella proprietà di imprese industriali.

Analizzando i sistemi bancari di Europa e Nord America nel periodo 1990-2002, si può notare come la quota europea di istituzioni finanziarie sia sempre più elevata di quella nordamericana: ciò riflette indubbiamente il diverso ruolo delle banche nel finanziamento delle imprese, più esteso in Europa rispetto al Nord America, dove invece assume maggiore importanza il ruolo dei mercati mobiliari. Si pensi che in Europa le banche concedono il 70% dei finanziamenti, in confronto al solo 20 % negli Stati Uniti⁶⁴.

Osservando gli sviluppi dei sistemi di entrambi i continenti, è stato constatato che la crescita del sistema bancario può sostenere il dinamismo del sistema industriale anche se una parte consistente del finanziamento passa attraverso il mercato di borsa. Viceversa, dove il sistema bancario è in difficoltà, lo sviluppo dell'intero sistema produttivo viene frenato, soprattutto se il mercato di borsa non rappresenta ancora un'alternativa sostanziale all'intermediazione creditizia⁶⁵.

2.2.1 I differenti approcci alla regolamentazione bancaria dopo la crisi del 2007-2009: Europa vs USA

Come accennato nella premessa, i diversi orientamenti regolamentari hanno influenzato i sistemi di finanziamento dei vari Paesi, incidendo sulla relativa crescita. In particolare, va individuato il differente approccio di regolazione del sistema bancario successivo alla crisi finanziaria del 2007-2009. Occorre rilevare la lentezza e

⁶³ Capriglione, F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Cedam 2015 pp.48-53

⁶⁴ Ringe, Wolf-Georg, *Capital Markets Union for Europe - A Political Message to the UK* (March 9, 2015). *Law and Financial Markets Review* 9 (2015), p. 5; Oxford Legal Studies Research Paper No. 26/2015. Disponibile su

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2575654> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575654>

⁶⁵ Zanetti G., Alzona, G., *Europa e Italia: la sfida della competitività*, Il Mulino, 2004 pp.143-146

talune criticità del processo di revisione delle regole in Europa rispetto all'immediata risposta data negli Stati Uniti con il Dodd-Frank Act del 2010⁶⁶.

A partire dal 2008, è evidente la rapidità di risposta degli Stati Uniti nel sostegno all'economia e alle banche, anche attraverso la politica monetaria con Quantitative Easing (QE) su titoli di Stato e con la cartolarizzazione e l'acquisto da parte della Fed (di concerto con il Tesoro e con garanzie pubbliche) di crediti bancari deteriorati, nonché con la cartolarizzazione di crediti *in bonis* e l'acquisto attraverso agenzie pubbliche.

D'altro canto, sono due gli aspetti della regolazione europea che presentano delle criticità: i rischi di eccesso di regolamentazione sulle banche e la sorveglianza "*one-size-fits-all*"⁶⁷ delle banche in Europa rispetto al "*tiered approach*"⁶⁸ negli Stati Uniti⁶⁹. L'Unione Bancaria Europea (UBE) si fonda su tre pilastri: il Meccanismo di Vigilanza Unico che prevede regole sul capitale (CRR/CRD IV 2013); il Meccanismo

⁶⁶ Il Dodd-Frank Act è un intervento di riforma di Wall Street il cui nome ufficiale è Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Divenuta legge federale il 21 luglio 2010 fu voluta da Barack Obama in seguito alla Grande recessione, la legge modifica significativamente i meccanismi di regolazione della finanza statunitense con lo scopo di migliorare la tutela dei consumatori. Il Dodd-Frank Act comprende 15 titoli e 541 articoli di legge per un totale di più di 8.000 pagine ("Borsa Italiana").

Il primo titolo prevede l'istituzione di due agenzie incaricate di monitorare il rischio sistemico e lo stato dell'economia, stabilisce inoltre una serie di regole sul controllo delle banche da parte della Federal Reserve. Il secondo titolo assegna alle autorità di controllo dei mercati il compito di mettere, in caso di necessità, gli intermediari finanziari in diverse forme di amministrazione controllata a fronte di difficoltà finanziarie se queste rappresentano un rischio per la stabilità dei mercati finanziari, in questo titolo sono compresi i salvataggi di banche e i bail-in. Il terzo titolo concentra il controllo sulle banche in un solo organismo (*Office of the Comptroller of the Currency*) di controllo dipendente dal Board del Federal Reserve System. Il quarto titolo prevede che operatori di hedge funds e fondi di private equity vengano sottoposti ai controlli della SEC. Il quinto titolo istituisce, all'interno del Dipartimento del Tesoro, il *Federal Insurance Office* con lo scopo di controllare tutte le operazioni che riguardano le assicurazioni e riassicurazioni. Il sesto titolo introduce la cosiddetta Volcker Rule che limita le operazioni speculative effettuate dalle banche. I titoli successivi si occupano, tra le altre cose, di istituire un'agenzia che ha lo scopo di vigilare sull'operato delle agenzie di rating, di unificare diverse agenzie nella *Consumer Financial Protection Agency*, che vigila sui settori delle carte di credito, di debito e sui mutui immobiliari con lo scopo di monitorare il livello di rischio per i contribuenti americani e di istituire meccanismi di rendiconto e di governance per le istituzioni finanziarie allo scopo di migliorare la trasparenza dei mercati finanziari.

⁶⁷ Secondo questo principio vengono adottate misure uniche per tutti i soggetti a cui ci si rivolge, indipendentemente dalla loro diversa natura e dalle loro diverse caratteristiche.

⁶⁸ Approccio multilivello che tiene conto delle diversità fra soggetti destinatari della regolazione, opposto all'approccio unitario europeo.

⁶⁹ Masera R., *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Cap.1, Ecra, 2016

di Risoluzione Unico (BRRD 2014) e il Sistema di Garanzia dei Depositi Europeo (DGSD 2014).

Sul primo punto è bene ricordare che dal momento della loro definizione nel 1988 (Basilea I), i requisiti prudenziali sono stati concepiti per una loro applicazione a banche attive a livello internazionale e per garantire un *level playing field*⁷⁰ su scala globale. In Europa, invece, la trasposizione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale nella legislazione comunitaria (Direttive 89/299/EEC e 89/647/EEC e CRD I, II, III e IV) ha sempre fatto riferimento a tutte le banche (e imprese di investimento). La Commissione Europea nel 2013 ha affermato che questo ambito di applicazione così ampio è necessario nel contesto della UE, in cui le banche autorizzate in uno Stato membro hanno facoltà di prestare servizi nell'ambito dell'intero mercato unico dell'Unione e, pertanto, è più verosimile che intraprendano attività di carattere transnazionale. Inoltre, applicare le norme internazionali solo a un segmento di banche europee determinerebbe effetti distorsivi sulla concorrenza e potenziali arbitraggi regolamentari⁷¹. Le nuove modalità d'intervento che la BCE è in grado di effettuare nell'ambito dei poteri ad essa riconosciuti dal Meccanismo di Vigilanza Unico appaiono decisamente più invasive rispetto a quelle in passato attuate dall'autorità nazionale. A livello soggettivo, le banche vengono classificate come *significant* e *less significant*. Le cosiddette banche *significant*⁷² vengono sottoposte dalla BCE a stress test sui requisiti patrimoniali e all'Asset Quality Review concernente la valutazione della qualità dei loro attivi. Nondimeno, alcune materie⁷³ vengono attribuite direttamente ai vertici dell'Unione piuttosto che alle autorità nazionali, ridimensionando ulteriormente i poteri discrezionali tipicamente propri degli organi di supervisione domestici. E' lampante come queste forme tecniche di vigilanza, oltre ad

⁷⁰ Parità di trattamento. Se ogni banca potesse decidere un differente grado di patrimonializzazione, ne discenderebbero livelli differenti dell'attivo, ma diversi livelli di attivo danno luogo nel tempo a un guadagno di quote di mercato da parte delle banche che hanno scelto un grado minore di patrimonializzazione.

⁷¹ Commissione Europea 2013.

⁷² La BCE ha poteri di vigilanza diretta su intermediari creditizi che presentano particolari caratteristiche, tra le quali: dimensione (attivi superiori a 30 miliardi di euro); importanza economica per un paese specifico o area economica; ammontare di attività cross border (superiori al 20% sul totale degli attivi).

⁷³ Per esempio, rilascio e revoca della licenza bancaria nonché autorizzazioni all'acquisizione di partecipazioni rilevanti.

essere esercitate da soggetti di nazionalità diversa da quella delle banche a cui sono sottoposte, mettono a dura prova la tenuta degli enti creditizi, costretti tra l'altro ad un aggravio di costi per il potenziamento delle funzioni di *compliance* e di controlli interni. Da qui lo scenario di un sistema bancario i cui soggetti sono spesso in affanno, essendo gravati da un'ingente massa di crediti deteriorati e da una progressiva perdita di fiducia da parte dei risparmiatori⁷⁴.

Le regole sul capitale sono state inasprite molto di più che negli Stati Uniti e in base al principio sbagliato di applicazione indifferenziata rispetto alle dimensioni e ai modelli operativi. Al contrario, la Federal Reserve si è assicurata di fornire una regolazione e supervisione adeguata in base alla grandezza delle banche e della complessità e rischiosità della loro attività⁷⁵. Per esempio, riguardo l'introduzione dell'indicatore di liquidità NSFR⁷⁶, sia dalle raccomandazioni dell'EBA⁷⁷ di fine 2015, sia dal *Consultation Paper* della Commissione Europea del maggio 2016, emerge l'intendimento di applicare il requisito in base al principio *one-size-fits-all*. Negli Stati Uniti, viceversa, sempre nel maggio 2016, le tre Agenzie di regolazione secondaria per le banche (Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency) hanno sottolineato che la proposta di introduzione dell'NSFR si attiene al *tiered approach*: in particolare, la regola non verrebbe applicata alle *community banks*⁷⁸.

⁷⁴ Capriglione, F., *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*, Rivista trimestrale del diritto dell'economia. Vol. 1/2017 pp.3-4

⁷⁵ Yellen I. (2014) "*Tailored Supervision of the Community Banks*", Speech at the Independent Community Bankers of America 2014 Washington Policy Summit, Washington, D.C., May 1.

⁷⁶ Il *Net Stable Funding Ratio* è definito come rapporto tra l'ammontare di provvista stabile disponibile e l'ammontare di provvista stabile obbligatoria. Questo rapporto deve mantenersi continuativamente a un livello almeno pari al 100%.

⁷⁷ L'European Banking Authority (EBA), è un'Autorità europea di vigilanza microprudenziale dotata di autonomia e personalità giuridica, insieme all'European Securities and Markets Authority e all'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Queste insieme all'autorità di vigilanza macroprudenziale (Comitato europeo per il rischio sistemico) fanno parte del SEVIF (Sistema europeo di Supervisione finanziaria), un network di autorità il cui scopo è garantire che le norme applicabili al settore finanziario siano attuate in modo da preservare la stabilità finanziaria, creare fiducia nel sistema finanziario e assicurare una sufficiente protezione dei consumatori di servizi finanziari. Questo sistema autoritativo di vertice europeo è in vigore dal primo gennaio 2011 su proposta del gruppo de Larosière.

⁷⁸ Il termine *community bank* viene generalmente utilizzato per descrivere banche di medie e piccole dimensioni che si trovano e operano su aree geografiche limitate. Esse si occupano prettamente dello svolgimento delle attività bancarie tradizionali di prestito alla clientela e di raccolta fondi, principalmente derivante da depositi locali da parte della clientela

Il rafforzamento patrimoniale delle banche, nell'ambito di una regolamentazione unitaria per tutti i Paesi dell'Eurozona, era un obiettivo corretto. È lecito, tuttavia, domandarsi se il trade-off fra regolazione e crescita sia stato opportunamente valutato nelle due dimensioni micro e macro-prudenziali. Per quanto riguarda il sistema bancario, si è in presenza di una costruzione normativa che, in vista della salvaguardia e dell'integrità del mercato bancario, riconosce all'EBA poteri ben diversi e decisamente più ampi di quelli riconducibili ad una mera logica di coordinamento⁷⁹. Come si è specificato sopra, in materia di fabbisogno di capitale richiesto alle banche, si ravvisa una potestà di controllo diretto sulle singole istituzioni bancarie indipendentemente dalla dimensione europea che le medesime presentino.

D'altra parte, nell'ambito del Meccanismo di Risoluzione Unico, l'analisi delle implicazioni per le banche italiane, soprattutto per quelle di minori dimensioni, appare complessa. In particolare, le regole di "bail-in" (salvataggio interno) sono correttamente rivolte alle finalità di non scaricare sul contribuente le perdite delle banche e di evitare meccanismi di azzardo morale, ma sono state articolate con modalità criticabili e di complessa gestione (diversamente da quanto avvenuto negli Stati Uniti nel contesto del Dodd-Frank Act)⁸⁰. Un problema particolarmente delicato sta nel valutare se il nuovo sistema di risoluzione, nella sua configurazione concreta, favorisca la ristrutturazione oppure se sospinga di fatto verso il fallimento le banche piccole, con evidenti effetti distorsivi. La liquidazione ordinaria verrebbe esclusa solo se il dissesto dell'intermediario non permettesse di salvaguardare la stabilità sistemica e la risoluzione sarebbe necessaria nell'interesse pubblico, ma in questo caso non rientrano le banche di minori dimensioni.

Molti osservatori hanno sottolineato che il combinato disposto di questi fattori è alla radice della caduta degli investimenti, in particolare degli investimenti pubblici e privati a lungo termine e, quindi, delle stesse relazioni fra la regolazione bancaria, la

⁷⁹ Pellegrini, M., *L'Architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione* (EU Financial Supervision System) (2012). Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2012 p. 52

⁸⁰ Masera R., *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Cap.1, Ecra, 2016

crescita e la stabilità finanziaria⁸¹. La contrazione ha colpito in particolare l'Italia, incidendo pesantemente sulla produttività. Anche per l'inaridirsi del credito, il rapporto investimenti/PIL è sceso nel 2013-2014 al di sotto del 17%, ovvero sui valori minimi dal dopoguerra⁸².

I profondi cambiamenti che è possibile riscontrare nel sistema di supervisione bancaria e nella procedura di risoluzione delle crisi sono destinati a pesare sugli appartenenti al settore insieme agli esiti di una crisi finanziaria che di fatto ritardano un adeguato riavvio della crescita. Le continue revisioni delle regole, sempre più numerose e complesse, che si applicano alle banche, rendono la *compliance* sempre più onerosa in termini di addetti e di costi per gli istituti di taglio medio-piccolo; creando uno svantaggio competitivo che non trova giustificazioni nel perseguimento della stabilità finanziaria e che contrasta con il principio di regolazione unitaria. L'approccio unitario a regole e supervisione delle imprese bancarie non è corretto, diventa controproducente, crea svantaggi per le piccole-medie banche e, di conseguenza, per il credito alle famiglie e alle PMI a livello locale⁸³.

2.2.2 Lo stato di accesso al credito delle PMI: principali criticità e barriere strutturali

La crisi finanziaria del 2008 ha colpito più duramente le piccole imprese in tema di accesso al credito a causa del loro essere maggiormente dipendenti dal capitale delle banche per il finanziamento della loro crescita. Il credito bancario, sotto forma di prestito, è una delle principali risorse di finanziamento esterno delle imprese di minore dimensione⁸⁴, ma allo stesso tempo è stato da sempre fonte di criticità. Mentre le imprese maggiori hanno una pluralità di opzioni di finanziamento, le PMI tendono a utilizzare con più intensità il debito a breve termine, concesso principalmente dalle

⁸¹ Carpinella A., Bassanini F. and Reviglio E., *On the effects of the current regulatory framework on Long-Term Investments*, LTIC Position Paper presented at the Annual D20 Meeting, Beijing, China Development Bank, 2016 May 26-27.

⁸² Masera R., *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Cap.1, Ecra, 2016

⁸³ Ibidem.

⁸⁴ Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Maksimovic, V., *Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?* Journal of Financial Economics 89, 2008 pp.467-87. Disponibile su: <https://econpapers.repec.org/paper/tiutiutis/7078f1cc-51a6-4556-b193-df23609e10.htm>

banche commerciali e convertito di fatto in una fonte di lungo periodo mediante il periodico rinnovo delle linee di affidamento connesse. Il ricorso al debito bancario trova ragione nella modesta trasparenza informativa delle PMI⁸⁵: spesso questo tipo di imprese preferisce non rendere pubbliche le proprie informazioni per evitare che possano beneficiarne i competitors. Perciò, essendo l'opacità informativa, riguardante per esempio i bilanci, non adatta alla quotazione, le piccole imprese prediligono ricorrere ai finanziamenti bancari⁸⁶.

Analizzando lo stato di accesso al credito negli Stati Uniti, sono emerse le seguenti criticità.

Le banche hanno affermato di voler finanziare le piccole imprese ma allo stesso tempo di avere problemi nel trovare prenditori di denaro solvibili. D'altro canto, i proprietari di piccoli business affermano che nonostante sia appurata la loro solvibilità, la maggior parte delle banche risulta diffidente e non interessata a concedere loro prestiti. Questo fenomeno è definito gap finanziario delle PMI e si verifica quando vi sono imprese che hanno merito creditizio, ma non riescono a raccogliere risorse finanziarie perché il mercato è imperfetto⁸⁷, ossia esiste un deficit informativo. Si pensi che la quota di prestiti concessi alle PMI sul totale dei prestiti erogati era del 50% nel 1995 ed è scesa fino al 30% nel 2012⁸⁸.

Inoltre, sono stati evidenziati alcuni fattori ciclici persistenti dalla crisi che potrebbero ancora limitare l'accesso al credito bancario.

Dal lato della domanda di fondi, le imprese si sono imbattute in un significativo calo di vendite e di valore degli asset posti come garanzie (soprattutto immobili commerciali e residenziali), potenzialmente intaccando la loro solvibilità. Per questi motivi le banche hanno continuato a mostrare avversione al rischio anche nel periodo di ripresa.

⁸⁵ Birindelli G., Modena M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, 2010

⁸⁶ Schammo, P., *Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market*, 3 Marzo, 2017. (2017) 14(2) *European Company and Financial Law Review* 271-313. Disponibile su

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2927111> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2927111>

⁸⁷ Birindelli G., Modena M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, 2010

⁸⁸ Mills, K., and McCarthy, B., *The State of Small Business Lending: Credit Access During the Recovery and How Technology May Change the Game* (July 22, 2014). Harvard Business School General Management Unit Working Paper No. 15-004. Pp. 25 Disponibile su

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2470523> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2470523>

In aggiunta, con la crisi, si è assistito al fallimento di molte banche locali, ossia quelle istituzioni che sono più vicine alla concessione di prestiti a piccole realtà.

Dal lato dell'offerta, l'eccesso di regolazione ha portato le banche ad aumentare il livello di capitale, intaccando la possibilità di concedere prestiti alle piccole imprese che sono per natura più rischiose dei grandi business, poiché più sensibili ai cambiamenti dell'economia, con tassi di fallimento maggiori e meno asset da utilizzare come collaterale. Economisti della Federal Reserve hanno dimostrato che l'aggiunta di limiti regolamentari sta costringendo le banche ad assumere ulteriore personale a livello di controllo e applicazione delle regole, il che influenza negativamente i guadagni delle community bank⁸⁹.

Oltre a questi fattori, va tenuto conto anche di barriere strutturali che ostacolano l'accesso al credito delle PMI.

Sicuramente di queste fa parte la tendenza al consolidamento del sistema bancario tramite il fenomeno sempre più diffuso di aggregazione (nel 2011 le banche territoriali americane erano 7.000 a fronte delle 14.000 presenti nella metà degli anni Ottanta)⁹⁰. Inoltre, la ricerca di un prestatore di fondi da parte di un prenditore qualificato e il viceversa richiedono alti costi e tempi lunghi. Le piccole imprese appartengono ad un mondo eterogeneo, del quale le soluzioni automatizzate⁹¹ che dovrebbero valutare la solvibilità delle stesse, non riescono a cogliere tutte le peculiarità. Data la vastità di business esistenti, i quali si differenziano per dimensione, industria, settore, innovazione, ambizioni di crescita, i prestatori di fondi trovano difficoltà nel valutare la solvibilità delle PMI e i rischi connessi con l'attività. Una valutazione puntuale ad ampio spettro, anche su aspetti qualitativi, comporta per la banca, soprattutto di grandi dimensioni, elevati costi che non sembrerebbero giustificati per prestiti di importo esiguo. I costi di transazione sono talmente alti rispetto ai profitti che eventualmente ne conseguirebbero che le banche di maggiori dimensioni preferiscono non

⁸⁹ Ibidem pp. 11-12

⁹⁰ Martin, A., In Hard Times, One New Bank (Double-Wide), New York Times 28 August 2010.

⁹¹ Un'applicazione metodica e rigida di modelli di rating/scoring, a loro volta basati su fonti informative limitate e orientate al passato, come i bilanci, potrebbe determinare fenomeni di razionamento del credito verso comparti o aree significative dell'economia non giustificati dall'effettivo grado di rischio delle aziende.

considerare assolutamente la richiesta di prestiti di ammontare inferiore a certe soglie, tipicamente \$100.000 o \$250.000⁹².

Recentemente, alcuni studi hanno preso in considerazione le grandi banche disputando la teoria che solo le piccole imprese hanno un vantaggio nel fare credito alle PMI. È stato evidenziato che le grandi banche avendo un network più ampio possono raggiungere le piccole imprese più facilmente. Ciò che risalta è come la percezione dei principali ostacoli nel finanziamento di PMI da parte dei grandi istituti varia in base al tipo di proprietà e all'appartenenza a paesi sviluppati o in via di sviluppo: banche private e di proprietà estera individuano come possibile scoglio la competizione del settore e il contesto macroeconomico, mentre le banche governative classificano come principali barriere la regolazione e il contesto macroeconomico. Nei paesi sviluppati l'ostacolo principale sembra essere la competizione, nei paesi in via di sviluppo invece il contesto macroeconomico⁹³.

In Europa la letteratura si è interrogata su quali fossero le determinanti del numero di rapporti bancari intrapresi e mantenuti da PMI. È stato evidenziato che per abbattere le asimmetrie informative e i costi cosiddetti di screening e monitoring sarebbe ottimale che ogni impresa avesse un rapporto di concessione di prestiti con una singola banca. In questo modo si ridurrebbe anche la probabilità che il credito venga negato⁹⁴. In più, evidenze empiriche hanno mostrato come il numero di relazioni intraprese con le banche aumenta con la grandezza dell'azienda⁹⁵. Infine, intermediari più sofisticati sono raramente disponibili a finanziare PMI per via delle loro tipiche location rurali poiché non richiedono offerta diversificata di servizi finanziari⁹⁶. Per queste ragioni si può affermare che le PMI hanno un ristretto gruppo di banche da cui ottenere il credito.

⁹² Mills, Karen and McCarthy, Brayden, *The State of Small Business Lending: Credit Access During the Recovery and How Technology May Change the Game* (July 22, 2014). Harvard Business School General Management Unit Working Paper No. 15-004. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2470523> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2470523>

⁹³ Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Martinez Peria, M. S., *Bank Financing for SMEs around the World: Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices* (November 1, 2008). World Bank Policy Research Working Paper Series pp. -, 2008. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1312268>

⁹⁴ von Thadden, E.L., *Testing for competition in banking: Long-term investments, short-term investment and monitoring*, 1995. *Review of Economic Studies*, Vol. 62, pp. 557-575

⁹⁵ Petersen, Mitchell A., and Raghuram G. Rajan, 1994, *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*, *Journal of Finance* 49, 3-37.

⁹⁶ Ferri G. e M. Messori (2000), *Bank-firm relationship and allocative efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 1067-95

L'ondata di consolidazioni avvenuta nel sistema bancario europeo a seguito di notevoli M&A⁹⁷ ha sollevato il timore che la diminuzione di banche specializzate in lending relationship⁹⁸ potesse avere effetti dirimenti per le imprese locali e conseguentemente per la crescita economica.

In Europa, dal 2009 al 2016 la percentuale di PMI con difficoltà di accesso ai finanziamenti è diminuita dal 16% al 9%, anche se la situazione varia molto da paese a paese: in Grecia e a Cipro, l'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI rappresenta un problema di grandi dimensioni (24% in entrambi i paesi)⁹⁹. Inoltre, l'accesso ai finanziamenti rappresenta in generale un ostacolo più per le imprese a forte crescita che per altri tipi di PMI¹⁰⁰. Nello specifico, le difficoltà di accesso al prestito bancario stanno interessando particolarmente le imprese più piccole e innovative. Il tasso di approvazione delle domande di prestito bancario presentate dalle PMI è aumentato, passando dal 60% nel 2014 ad una media del 70% nel 2016. Tuttavia, il tasso di domande respinte resta elevato in alcuni paesi dell'UE, come in Grecia (20%), Lituania (20%), Lettonia (20%) e nei Paesi Bassi (17%)¹⁰¹. Il grafico 2.1 sottostante, mostra il tasso di concessione di prestiti bancari, la percentuale indica le PMI che hanno richiesto e ottenuto l'intero importo domandato.

⁹⁷ Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE
CESIFIN, Consolidamento bancario, innovazione e accesso al credito, Firenze, 10 dicembre 2007

⁹⁸ Per relationship lending (o credito di relazione) si intende una forma di intermediazione bancaria nella quale la banca eroga credito ad un individuo sulla base di un precedente rapporto di prestito o deposito di lunga durata. La relazione di clientela qui è contraddistinta da interazioni frequenti e multiple con il cliente, la banca in questo modo acquisisce il maggior numero di informazioni riservate ("soft information") che può così utilizzare in modo esclusivo.

⁹⁹ Commissione Europea, Scheda tematica per il semestre europeo, Accesso delle PMI ai finanziamenti, 22 novembre 2017 pp. 3-5. Disponibile su:
https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester_thematic-factsheet_small-medium-enterprises-access-finance_it.pdf

¹⁰⁰ Hölzl, W., & Janger, J., *Does the analysis of innovation barriers perceived by high growth firms provide information on innovation policy priorities?* Technological Forecasting and Social Change, volume 80, n. 8, 2013, pagg. 1450-1468.

¹⁰¹ Commissione Europea, Scheda tematica per il semestre europeo, Accesso delle PMI ai finanziamenti, 22 novembre 2017 p. 6

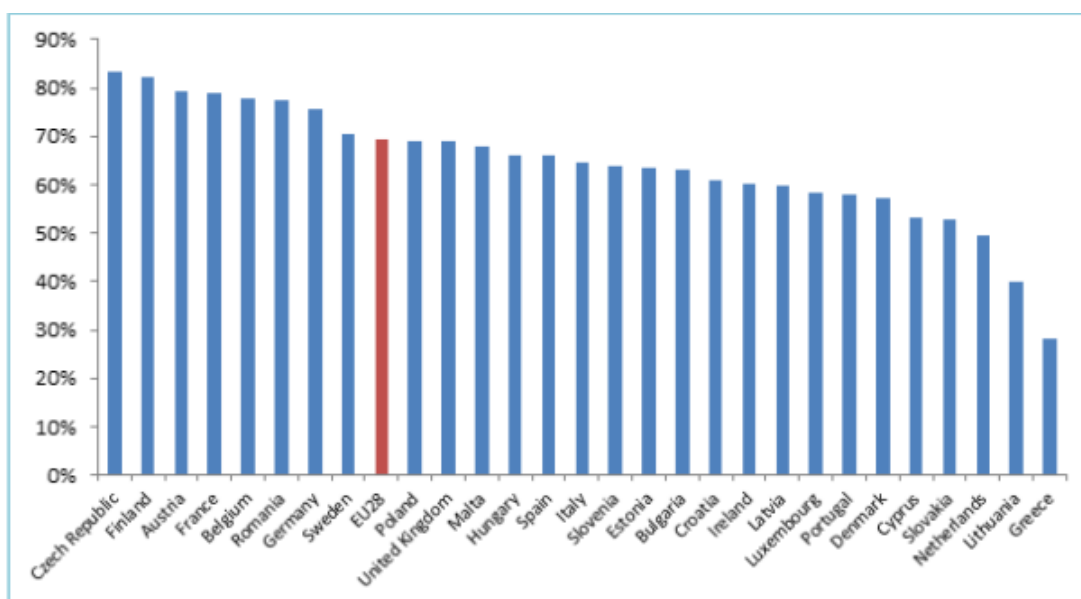


Grafico 2.1. Fonte: SAFE (2016).

Oltre alle difficoltà sopra esposte, un motivo di preoccupazione per le banche è rappresentato da chi ha saputo sfruttare il razionamento del credito presente ormai dal 2008. Nel 2011 nasce infatti *Amazon Lending*¹⁰², una piattaforma di erogazione di prestiti alle piccole e medie imprese presenti, in qualità di rivenditori, sulla piattaforma Amazon. Il meccanismo funziona nel seguente modo: un algoritmo analizza i dati delle imprese da un punto di vista commerciale e finanziario; in seguito, il sistema invita quelle con un merito di credito soddisfacente per fare l'applicazione e richiedere un prestito. Gli importi dovuti sono poi trattenuti automaticamente dal conto di ciascuna azienda ogni due settimane, rendendo così possibile monitorare in tempo utile eventuali situazioni di difficoltà finanziaria. Se quest'ultime venissero riscontrate, Amazon ha la facoltà di trattenere la merce che il venditore detiene nel magazzino e di bloccarne la vendita fino al pagamento della rata dovuta. I finanziamenti consistono in prestiti a breve termine (massimo 12 mesi) che vanno da un minimo di 1.000 dollari a un massimo di 750 mila. Nonostante i tassi di interesse siano cospicui (variano dal 6% al 17%), nel giugno del 2017 Amazon aveva annunciato di aver toccato i 3 miliardi di dollari concessi in prestito dalla data di fondazione. Le aziende che ne hanno beneficiato sono oltre 20mila, e più della metà hanno fatto ricorso a un secondo prestito una volta estinto il primo. Per ora il meccanismo ha preso piede in USA, Gran

¹⁰² Iniziativa del colosso mondiale dell'e-commerce Amazon, fondato da Jeff Bezos

Bretagna e Giappone, ma la volontà è quella di espandersi anche in Canada, Francia, Italia, Spagna, India e Cina¹⁰³.

La globalizzazione sta aumentando la competizione e riducendo i margini e le commissioni. L'aumento della liquidità dei mercati finanziari sta fornendo diretto accesso ai mercati, permettendo alle imprese più grandi di bypassare gli istituti finanziari. Così, le banche si trovano a dover espandere i loro business attraverso i finanziamenti alle PMI e a dover imbattersi in rischi e connessi costi elevati. Sempre più istituti stanno migrando da strategie *product based* a *customer oriented* focalizzandosi sulla creazione di relazioni solide e fornitura di servizi specializzati in base al tipo di cliente¹⁰⁴. Tra le azioni intraprese per migliorare i servizi forniti dalle banche alle PMI troviamo¹⁰⁵: la creazione di speciali unità di supporto per clienti altamente rischiosi come le start-up, la segmentazione delle imprese in modo da sviluppare prodotti più adatti ad ognuna.

In conclusione, lo scarso funzionamento dei sistemi finanziari può seriamente minare i fondamentali microeconomici di un paese, comportando minore crescita in reddito e occupazione. Un meccanismo ben funzionante e sostenibile richiede che le istituzioni finanziarie migliorino la loro abilità nel fornire servizi finanziari per le PMI attraverso meccanismi commerciali che riducono i costi e minimizzano l'esposizione al rischio. Solo così il finanziamento delle PMI diventa più profittevole e le banche saranno incoraggiate a costruire programmi di finanziamento targetizzati¹⁰⁶.

¹⁰³ Colli Vignarelli, F., *Amazon dichiara guerra alle banche, già erogati 3 miliardi di prestiti alle piccole imprese*, 2017 disponibile su Business Insider Italia: <https://it.businessinsider.com/amazon-dichiara-guerra-alle-banche-3-miliardi-di-prestiti-alle-pmi/>

¹⁰⁴ Casalino, Mazzone, *Externalization of a banking information systems function. Features, regulatory and critical aspects*, in *The Interdisciplinary Aspects of Information Systems Studies*, D'atri-De marco, Casalino (eds), Physica-Verlag, Springer, Heidelberg, Germany, pp. 89 - 96, 2008

¹⁰⁵ V. UNCTAD/ITE/TEB/Misc.3, United Nations Conference on Trade and Development, *Improving the Competitiveness of SMEs in Developing Countries, The Role of Finance to Enhance Enterprise Development*, public report, United Nations, New York and Geneva, 2002.

¹⁰⁶ N. Casalino, S. Ivanov, T. Nenov, *Innovation's governance and investments for enhancing competitiveness of manufacturing SMEs*. Law and economics yearly review, Vol. 3, Part 1, pp. 179-184, 2014. Disponibile su: http://www.laweconomicsyearlyreview.org.uk/Law_and_Economics_Yearly_Review_LEYR_Journal_vol_3_part_1_2014.pdf

2.2.3 Ruolo delle BCC in Italia per il finanziamento di PMI

Il settore bancario italiano è caratterizzato dalla presenza di gravi situazioni patologiche al suo interno.

Con l'introduzione del meccanismo di risoluzione si assiste ad un significativo ridimensionamento dell'intervento pubblico. Vengono superate, dunque, le pregresse logiche di socializzazione delle perdite, misure rappresentative di un impianto sistemico che, in anni ormai lontani, aveva individuato nella raccolta del risparmio il cardine di una costruzione nella quale l'attività bancaria è al centro di ogni *input* propulsivo per la crescita economica. Il nuovo quadro disciplinare ha traslato la supervisione bancaria alla BCE inferendo un duro colpo all'istituto di controllo nazionale: Banca d'Italia è progressivamente passata da forme di vigilanza invasive ad altre permissive, come in occasione della recente riforma delle BCC. E' stata incentivata la costituzione di pochi, grandi gruppi di banche cooperative, sì da facilitare (in ragione del carattere *significativo*) la traslazione del controllo su di essi alla BCE¹⁰⁷.

La concentrazione dell'industria bancaria italiana ha interessato anche le BCC. Dal 1990 al 2002 ci sono state 240 operazioni di aggregazione¹⁰⁸ che si sono intensificate fino ad oggi. Il processo di crescita e consolidamento ha prodotto il rapido abbandono della singolarità e l'innalzamento della dimensione media¹⁰⁹. Il confronto con nuovi territori e diversa clientela ha innalzato il grado di complessità organizzativa e gestionale facendo evolvere il modello funzionale e dimensionale della BCC e di conseguenza modificando il concetto di localismo.

Per di più, la rigidità della normativa applicata a tali banche le ha intrappolate operativamente nelle loro aree di insediamento non consentendo un'efficace diversificazione del rischio. Inoltre, la loro caratteristica di banche operanti in aree

¹⁰⁷ Capriglione, F. *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*, Rivista trimestrale del diritto dell'economia, Vol. 1/2017 pp.15-19

¹⁰⁸ Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Antonio Finocchiaro, *Globalizzazione e localismo: ruolo delle banche di credito cooperativo nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, Convegno Banca, Impresa, Risparmio: BCC e PMI strategie vincenti per crescere insieme, 8 novembre 2002 p. 7

¹⁰⁹ Discorso di Lorenzo Bini Smaghi, Membro del Comitato esecutivo della BCE CESIFIN, *Consolidamento bancario, innovazione e accesso al credito*, Firenze, 10 dicembre 2007. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp071210.it.html>

geografiche circoscritte, le ha rese da sempre l'interlocutore creditizio privilegiato delle piccole e medie imprese, ossia le realtà imprenditoriali più colpite dalla crisi¹¹⁰. In particolare, in occasione della relazione al disegno di legge¹¹¹ della riforma delle banche del credito cooperativo, viene evidenziata la debolezza strutturale del settore causata sia dal tradizionale modello di business basato sull'erogazione di credito al dettaglio (quindi esposto all'andamento dell'economia reale), sia dalla loro dimensione, spesso contenuta, che difficilmente permette di ridurre i costi fissi e di effettuare investimenti in innovazione e sviluppo¹¹². A fronte di tali considerazioni, il punto di forza del modello BCC racchiuso nel concetto di "piccolo è bello" sembra oggi perdere gran parte della sua valenza¹¹³. L'obiettivo delle nuove disposizioni del 2016 consiste nel raggiungimento di una maggiore solidità patrimoniale, cercando di evitare un impatto diretto sulla struttura cooperativa e sull'essenza mutualistica delle BCC attraverso norme che ne mutassero i connotati tipici o addirittura ne imponessero la trasformazione in S.p.A. come avvenuto nel caso delle banche popolari più grandi¹¹⁴. Tuttavia, appare difficile tenere fede attentamente alla mutualità e al localismo nel caso in cui le BCC appartengano a un grande gruppo. Il regolatore sostiene che l'efficace funzionamento dei nuovi meccanismi di supervisione e risoluzione presupponga l'esistenza di un minor numero di intermediari di dimensioni più rilevanti che in passato. Questo va principalmente a discapito di quelle banche, come le BCC, che più delle altre si caratterizzano per elevato numero e ridotta dimensione¹¹⁵. L'assunzione di una dimensione maggiore è richiesta dalla struttura

¹¹⁰ Capriglione F., *L'autoriforma delle banche di Credito Cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, in *Contr. impr.*, 2016, 1, pp. 51 ss.

¹¹¹ Legge 8 aprile 2016, n. 49. Il modello disegnato dal legislatore prevede un gruppo composto da un intermediario bancario quale capogruppo, costituito in S.p.A. e dotato di un patrimonio netto di almeno un miliardo di euro, e dalle banche di credito cooperativo (BCC) affiliate alla capogruppo attraverso un contratto, detto "di coesione".

¹¹² Camera dei Deputati, Conversione in legge del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, recante 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, presentato il 15 febbraio 2016, reperibile sul sito www.camera.it

¹¹³ Capriglione F., *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 102

¹¹⁴ Troisi A., *Economicità ed operatività del gruppo bancario cooperativo nei mercati nazionali ed europei*, *Rivista Trimestrale del diritto dell'economia* 4/2016, pp. 368 - 369

¹¹⁵ Banca Centrale Europea, *Parere sulla riforma delle banche di credito cooperativo, su un sistema di garanzia per la cartolarizzazione delle sofferenze e sull'autorizzazione dei fondi di investimento*

dell'Unione Bancaria, che impone costi di *compliance* sostenibili soltanto da parte dei grandi operatori, in base all' approccio regolamentare e di vigilanza “*one size fits all*”¹¹⁶ che, evidentemente penalizza i piccoli intermediari spingendoli fuori dal mercato, senza preoccuparsi troppo delle loro particolarità e tantomeno di eventuali punti di forza garantiti proprio dalla ridotta dimensione¹¹⁷. Tanto è vero che l'aumento di dimensione e complessità organizzativa consente oggi ad alcune BCC di offrire un maggiore sostegno rispetto agli anni precedenti rivolto però ad imprese di più grande dimensione¹¹⁸.

Nelle zone meridionali italiane le asperità sono accentuate dall'esistenza di un settore produttivo che stenta a svilupparsi e presenta un notevole ritardo, a cui si aggiunge l'allarmante fenomeno dell'usura e la marginalità delle fonti di finanziamento alternative al credito bancario¹¹⁹. Al fine di accrescere la solidità delle economie locali, risulta necessario l'utilizzo di strumenti che permettono di individuare immediatamente un eventuale difficoltà finanziaria dei prenditori di fondi. Ad essi andrebbero rivolte servizi di consulenza riguardo l'individuazione della posizione di mercato e l'analisi di problemi di gestione al fine di migliorare il loro stato economico finanziario.

L'inasprirsi della concorrenza, interna e internazionale, ha messo a dura prova la solidità di quelle banche di minore dimensione che beneficiavano delle segmentazioni territoriali e non avevano ancora considerato una riorganizzazione. In aggiunta, il sistema bancario italiano si trova ad affrontare le rischiosità scaturite da una crescita dell'economia molto contenuta e dalle turbolenze dei mercati finanziari. Con le trasformazioni subite dal sistema del credito cooperativo negli ultimi anni del processo di concentrazione si è pervenuti ad assetti più idonei a sostenere il confronto

alternativi a investire in crediti, (CON/2016/17). Disponibile su:

https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/it_con_2016_17_f_signed.pdf

¹¹⁶ Masera, *Regole e supervisione delle banche: approccio unitario vs modello per livelli e implicazioni per la morfologia del sistema delle banche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, suppl. al n. 4, p. 39 ss.

¹¹⁷ Bodellini, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Cacucci, 2017 p. 236

¹¹⁸ Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Antonio Finocchiaro, *Globalizzazione e localismo: ruolo delle banche di credito cooperativo nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, Convegno Banca, Impresa, Risparmio: BCC e PMI strategie vincenti per crescere insieme, 8 novembre 2002 pp.12-13

¹¹⁹ Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta, *Economia e sviluppo del Mezzogiorno*, 2018. Disponibile su: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2018/Panetta_20180611.pdf

competitivo, raggiungendo una maggiore integrazione al suo interno e avviando iniziative di ristrutturazione produttiva¹²⁰.

Nell'era della globalizzazione, in cui i progressi della tecnologia e delle comunicazioni tendono a ridurre le distanze informative tra gli operatori, il modello di banca locale deve evolvere cogliendo le sollecitazioni provenienti dal mutato contesto competitivo. Il radicamento territoriale e la conoscenza personale non costituiscono più un vantaggio; a questi deve accostarsi un potenziamento dell'area di sostegno alla crescita delle economie del territorio, attraverso una rafforzata capacità di analisi e di valutazione delle iniziative imprenditoriali, anche quelle di piccoli e medi imprenditori locali proiettati in una dimensione di più ampio respiro.

In questa direzione la cooperazione di credito potrà contribuire alla crescita sociale ed economica delle comunità di riferimento, in un mondo che integra sempre più mercati¹²¹.

2.3 I mercati di crescita per le PMI: il mercato AIM ed EXTRAMOT Pro

Agli inizi degli anni Novanta del Novecento si registrò una trasformazione del mercato dei capitali, la quale interagì sulla finanza d'impresa, sul ruolo degli intermediari finanziari e degli investitori. La globalizzazione economica ha riguardato soprattutto le attività finanziarie determinando una sempre maggiore "finanziarizzazione dell'economia" che ha trovato esplicitazione soprattutto attraverso l'entità dei flussi finanziari internazionali, la rapidità di circolazione delle informazioni, la spinta degli investitori all'utilizzo di intermediari professionalmente dediti alla gestione del risparmio.¹²² Più in particolare, si è verificato un incremento della quota di risparmio delle famiglie direttamente investita nelle imprese attraverso il ricorso ai mercati azionario e obbligazionario, a scapito della quota depositata dalle famiglie presso le banche e da queste ultime poi utilizzata per concedere finanziamenti alle imprese. Si modificano anche gli obiettivi dei risparmiatori che si interessano a forme di investimento più remunerative ovviamente a fronte dell'assunzione di rischi più

¹²⁰ Ibidem.

¹²¹ Ibidem.

¹²² Capriglione, Francesco. *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Cedam 2015

elevati e complessi da valutare. Tuttavia, in alcuni paesi d'Europa, tra cui l'Italia, i recenti studi presentano un basso livello di partecipazione ai mercati azionari sia dei risparmiatori¹²³, che detengono portafogli poco diversificati, a prevalente componente obbligazionaria¹²⁴, sia delle stesse imprese che stentano a quotarsi. Per la quotazione sui mercati regolamentati¹²⁵, è necessario possedere requisiti sostanziali (come struttura finanziaria equilibrata, marginalità in crescita) e requisiti formali (relativi a certificazione del bilancio, *governance*). Pertanto, per agevolare il processo alle imprese più piccole è stato creato AIM Italia, un sistema multilaterale di negoziazione¹²⁶ (MTF), i cui numerosi vantaggi riguardano la semplicità di accesso e la poca burocrazia¹²⁷, senza trascurare allo stesso tempo la trasparenza informativa. Nell'arco di 10 anni AIM Italia è stato in grado di attirare più di 100 imprese che hanno raccolto circa 3.38 miliardi di euro. Il 2017 e in particolare il primo semestre 2018 hanno generato un contributo molto rilevante, superiore ai due terzi del totale. Per altro nel computo sono considerate anche le SPAC (*special purpose acquisition companies*), ovvero società di nuova costituzione che si quotano in Borsa raccogliendo capitale che verrà poi impiegato per l'acquisizione di società non quotate¹²⁸. Recentemente, con la MiFID II¹²⁹, sono stati introdotti gli SME Growth Market (o Mercati di crescita per le PMI¹³⁰), al fine di assicurare un approccio ancor più

¹²³ Dai dati per la Relazione Consob per l'anno 2017 risulta che il 20% dei decisori finanziari afferma inoltre di non avere familiarità con alcun prodotto finanziario (il dato si attesta al 15% per il sottocampione degli investitori), mentre il restante 80% fa riferimento più frequentemente a depositi bancari, titoli di Stato e obbligazioni bancarie, p.200

¹²⁴ Questo accade a causa della scarsa cultura finanziaria dei cittadini.

¹²⁵ E' il caso del segmento STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti) del Mercato MTA di Borsa Italiana nasce nel 2001 per valorizzare le PMI con caratteristiche di eccellenza e per sostenere la loro visibilità verso gli investitori italiani ed esteri.

¹²⁶ Art 1 comma 5-*octies* TUF definisce i sistemi multilaterali di negoziazione come sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti. Sono stati introdotti con la MIFID (Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004) ed hanno iniziato ad operare nel 2007.

¹²⁷ Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, s.a. Disponibile su:

<https://www.borsaitaliana.it/piu-borsa/quotarsiinborsa/presentazionemercati.pdf>

¹²⁸ Osservatorio Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Quaderno di Ricerca, Politecnico di Milano, novembre 2018. Disponibile su:

<http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

¹²⁹ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014

¹³⁰ Art 69 TUF. La Consob su domanda del gestore, registra un sistema come mercato di crescita per le PMI se dispone di regole, sistemi e procedure efficaci, atti a garantire che siano soddisfatte le seguenti condizioni:

proporzionato in materia di accesso, permanenza, regolamentazione e vigilanza per incoraggiare le IPO da parte delle PMI. Al primo settembre 2018, i mercati che nell'Unione Europea hanno optato per essere classificati come SME Growth Market sono solo due: AIM UK e AIM Italia¹³¹.

Le quotazioni svolgono un ruolo cruciale nell'economia dell'Unione Europea considerato che le dimensioni dei mercati dei capitali sono positivamente correlate con lo sviluppo economico. Negli Stati membri in cui i mercati dei capitali e, in particolare, i mercati azionari, sono poco sviluppati, la crescita si pone sempre al di sotto della media¹³². Dal 2007, nell'Unione Europea sono stati raccolti 28,4 miliardi Euro dalle PMI tramite la quotazione sui mercati a queste dedicati e 52,8 miliardi di Euro sul mercato secondario. Va segnalato che la raccolta di capitali sui mercati destinati alle PMI nell'Unione Europea è diminuita passando da una media annua di 11 miliardi di euro negli anni 2005-2007 a una media annua pari a 2,8 miliardi di euro nel periodo

a) almeno il 50 per cento degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema sono PMI, sia al momento della registrazione come mercato di crescita per le PMI sia successivamente, con riferimento a ciascun anno civile;

b) sono stabiliti criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema;

c) al momento dell'ammissione alla negoziazione di uno strumento finanziario sul mercato sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento. Tali informazioni possono consistere in un appropriato documento di ammissione o in un prospetto se i requisiti di cui al regolamento 2017/1129/UE sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione;

d) sul mercato esiste un'adeguata informativa finanziaria periodica, messa a disposizione dall'emittente o da altri per suo conto, che comprenda quantomeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione;

e) gli emittenti, le persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse strettamente legate, come individuati rispettivamente dai punti 21), 25) e 26) dell'articolo 3, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 596/2014, rispettano i requisiti loro applicabili dettati dal citato regolamento;

f) le informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti sono conservate e divulgate pubblicamente;

g) esistono sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal regolamento (UE) n. 596/2014.

Inoltre, il gestore di un mercato di crescita per le PMI può prevedere requisiti aggiuntivi a quelli sopra elencati.

¹³¹ Plattner L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, 2018. Disponibile su: <http://www.cnpds.it/documenti/plattner.pdf>

¹³² C. Kaeser e M.S. Rapp, *Capital markets and economic growth: Long-term trends and policy challenges*, 2014, in http://www.Europeanissuers.eu/_lib/newsflash/research_paper_-_release_version_-_march_2014.pdf.

2008-2015¹³³. Nell'Unione Europea sono oltre 2.000 le società quotate nei mercati dedicati alle PMI, con una capitalizzazione superiore a 100 miliardi di Euro¹³⁴.

	 Mercati dedicati alle PMI in Europa
N. di società quotate	Oltre 2.000
Capitalizzazione di mercato	Superiore a 100 miliardi EUR

Tabella 2.1: Caratteristiche dei mercati dedicati alle PMI in Europa (AFME 2017)

Occorre, peraltro, notare che i mercati azionari sono in larga misura utilizzati da PMI di recente costituzione e in rapida crescita. Nel periodo 2000-15, la percentuale di società che hanno scelto la quotazione a meno di 3 anni dalla costituzione è stata costantemente superiore alla percentuale di quelle con una anzianità pari o superiore a 15 anni¹³⁵.

I principali mercati per le PMI sono ubicati in Francia, Germania, Spagna, Italia, Svezia e Regno Unito. Sul punto vale la pena rammentare che nel nostro Paese, rispetto alla fine del 2011, lo stock di impieghi bancari destinati al sistema produttivo (società non finanziarie e imprese industriali), si è ridotto di ben 180 miliardi¹³⁶. Nonostante la drastica riduzione del credito bancario, permane una forte dipendenza delle PMI domestiche rispetto al credito bancario. Dall'analisi della struttura del passivo delle PMI italiane risulta un'incidenza dello stock di debiti bancari rispetto al patrimonio superiore al 100% per le imprese con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro, mentre in Germania, Francia e Spagna tale incidenza è, in media, del 48%. Tale dipendenza determina, altresì, una stretta correlazione dei finanziamenti bancari alle PMI agli stress del sistema bancario. Pertanto, per ovviare a tale dipendenza, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti alternative di finanziamento, affinché queste possano sostenere la propria crescita e patrimonializzazione nonché affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria¹³⁷. Nondimeno, è

¹³³ AFME for Europe, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, marzo 2017 p.18. Disponibile su: <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-highgrowth-2017.pdf>

¹³⁴ Plattner L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, 2018. Disponibile su: <http://www.cnpds.it/documenti/plattner.pdf>

¹³⁵ Ibidem.

¹³⁶ Centro studi CNA, luglio 2018

¹³⁷ Giordano L. e Modena M., *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte*

importante che si guardi all'accesso al capitale di rischio come complementare e integrativo del credito bancario, non come sostituto. I mercati per le PMI possono contribuire alla crescita dimensionale delle imprese italiane con evidenti ricadute positive in termini di occupazione, efficienza, produttività e, non da ultimo, di riduzione dell'evasione fiscale¹³⁸. Una diffusa presenza di emittenti quotati determina effetti positivi sull'economia reale poiché sussiste una diretta correlazione tra investimenti nei mercati azionari e crescita dell'economia¹³⁹. A supporto della realizzazione dei progetti di crescita di queste imprese è stata creata la piattaforma ELITE¹⁴⁰ che si propone di avvicinare gradualmente le imprese al mercato dei capitali: si parte da una fase di training propedeutica all'implementazione dei cambiamenti necessari per avere accesso a una serie di opportunità di business e funding.

Negli ultimi anni le PMI europee hanno iniziato ad affacciarsi anche al mercato obbligazionario: dall'Italia alla Spagna passando per la Germania le piazze finanziarie si sono attrezzate creando segmenti ad hoc. Per entrare nel club i requisiti di ammissione sono meno stringenti e i costi ridotti, ma anche in questo caso devono essere disposte a rendere trasparenti i loro bilanci. Per ora il ricorso a questi strumenti resta limitato, anche se gli addetti ai lavori sono pronti a scommettere su un ulteriore sviluppo. In Italia nel marzo 2013 è nato ExtraMot Pro, il mercato dedicato alle obbligazioni delle imprese di taglia media e small. Sono i cosiddetti mini-bond, introdotti con il «Decreto sviluppo» dell'agosto 2012, con regole più precise contenute nel «Destinazione Italia» del 2013. E se al debutto erano 21 le società disposte a ricorrere a queste formule, oggi gli emittenti sono 196, l'80% di essi alla prima esperienza sul mercato dei capitali. I mini-bond sono titoli di debito con un orizzonte

delle medie imprese italiane, 2017, p. 6, in <http://www.consob.it>.

¹³⁸ Bobbio E., Bugamelli M., Lotti F. e Manaresi F., *Imprese e produttività: quanto conta l'evasione fiscale*, 15 giugno 2018, in <http://www.lavoce.info/archives/53637/impres-e-produttivita-quanto-contalevasione-fiscale/>.

¹³⁹ Cournède B., Denk O. and Hoeller P., *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper, 2015, n. 14, in https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-policy-papers_2226583x

¹⁴⁰ ELITE è il programma internazionale del London Stock Exchange Group nato in Borsa Italiana nel 2012 con la collaborazione di Confindustria e dedicato alle aziende ambiziose con un modello di business solido e una chiara strategia di crescita. Si propone di accelerare lo sviluppo delle imprese attraverso un innovativo percorso di supporto organizzativo e manageriale basato su modelli di pianificazione e controllo sia a livello strategico che industriale e su un *framework* di governo societario per rendere imprese già meritevoli ancora più organizzate, trasparenti, competitive e più attraenti nei confronti degli investitori a livello globale.

di medio-lungo termine attraverso i quali le imprese reperiscono fondi dagli investitori (sia istituzionali che altri soggetti qualificati), dietro il pagamento di un tasso di interesse sotto forma di cedola. Il denaro accumulato viene utilizzato per investimenti, normale attività di impresa e per tentare il grande salto con l'internazionalizzazione¹⁴¹. Per una piccola e media impresa l'ingresso nel mercato obbligazionario consente di aumentare il proprio standing e la propria visibilità a livello nazionale e internazionale, con risvolti positivi sulla rete di relazioni aziendali, ma anche in termini di capacità competitiva, forza contrattuale nelle negoziazioni, possibilità di affermare la propria leadership e attrarre risorse sempre più qualificate, sia a livello manageriale che di investitori qualificati nel capitale. Inoltre, i mini-bond consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse per un certo numero di anni, al contrario di quanto possa assicurare il credito bancario per alcune PMI¹⁴². Il principale ostacolo non è tanto l'ammontare dei costi della procedura, quanto la volontà di innovare davvero il business, soprattutto dal punto di vista della *governance*, sganciandosi dalle logiche familiari a vantaggio di una gestione manageriale¹⁴³.

2.3.1 Le problematiche legate allo sviluppo dei mercati dedicati alle PMI

La quotazione è ritenuta necessaria per effettuare il salto dimensionale in quanto le fonti tradizionali come autofinanziamento o finanziamento bancario sono limitate nell'ammontare. La quotazione in borsa risulta utile anche per diversificare fonti di finanziamento, attrarre risorse qualificate e aumentare la capacità competitiva. I costi di quotazione dovrebbero essere considerati come investimenti e insieme ai benefici che essa comporta. Inoltre, diversamente dal finanziamento bancario, i costi di

¹⁴¹ Sironi, M., *Nuovi strumenti di finanziamento delle imprese, alternativi al sistema bancario*, Il Giornale della Finanza, 23 aprile 2017. Disponibile su: <https://giornaledellafinanza.it/2017/04/23/nuovi-strumenti-di-finanziamento-delle-imprese-alternativi-al-sistema-bancario/>

¹⁴² Osservatorio Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Quaderno di Ricerca, Politecnico di Milano, novembre 2018. Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/>

¹⁴³ Bussi, C., *L'Italia guida in Europa la crescita delle Pmi a colpi di mini-bond*, 9 aprile 2018. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2018-04-08/l-italia-guida-europa-crescita-pmi-colpi-mini-bond-133724.shtml?uuid=AELb2dTE>

quotazione si sostengono una volta sola, ma danno l'accesso al canale di finanziamento del mercato in via permanente.

Nonostante ciò, ancora la metà delle SME dell'area euro considerano i prestiti bancari e le linee di credito (rispettivamente 51% e 52%) come fonti di finanziamento rilevanti per il loro business. Gli strumenti basati sul mercato come titoli azionari (11%) e di debito (3%) o il factoring (9%) sono solitamente considerati molto meno come fonte di finanziamento. Nel grafico 2.2 sono elencate le forme di finanziamento per rilevanza secondo gli imprenditori di PMI europee a cui è stata posta la seguente domanda: “Le seguenti forme finanziamento sono rilevanti per la tua impresa, ovvero le hai considerate in passato o hai considerato di usarle in futuro?”.

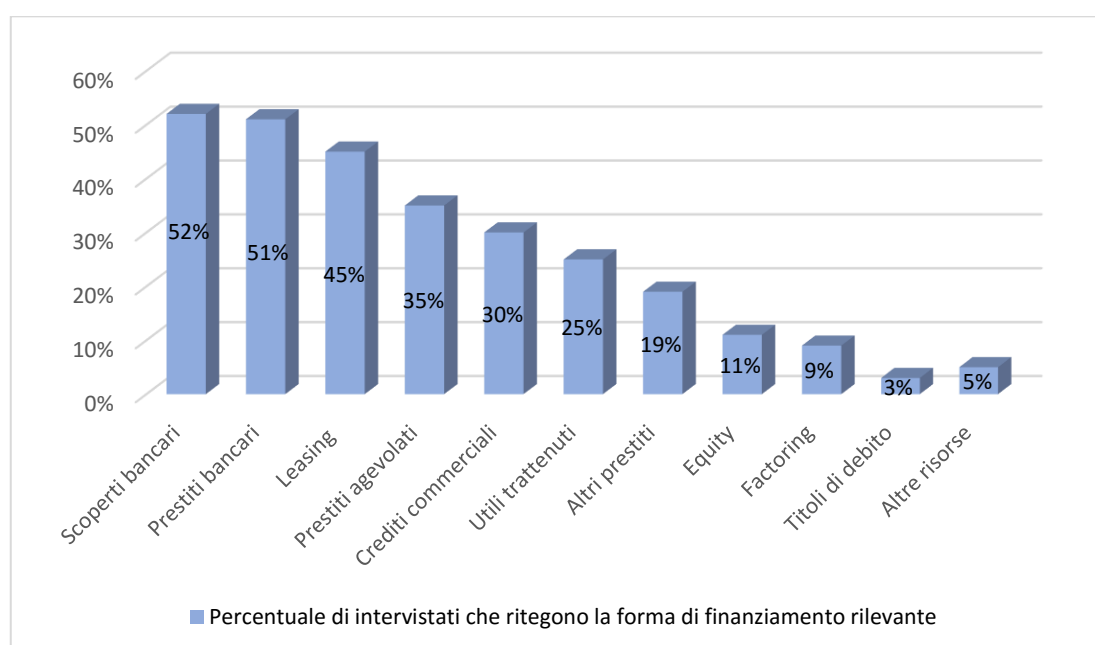


Grafico 2.2: Tasso di rilevanza delle forme di finanziamento per le PMI europee (SAFE, 2016)

Generalmente l'uso di tutti gli strumenti si intensifica con l'aumentare della dimensione dell'impresa¹⁴⁴.

In Italia, il numero di società quotate sul mercato regolamentato¹⁴⁵ è rimasto pressoché stabile per tutti gli anni 2000 (290-300); in Spagna, nello stesso periodo (2000-2014),

¹⁴⁴ European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, novembre 2018, p. 14. Disponibile su:

<https://www.ecb.europa.eu/stats/accesstofinancesofenterprises/html/ecb.safe201811.en.html>

¹⁴⁵ L'art. 1, comma 1, let. w-ter TUF definisce il mercato regolamentato come un sistema multilaterale che consente o facilita l'intorno, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di

il numero di società quotate è passato da 1.720 a 3.419; il Regno Unito registra 1.858 società quotate nel 2014, Francia e Germania rispettivamente 495 e 595¹⁴⁶. Occorre segnalare un netto miglioramento negli ultimi anni, grazie soprattutto alla quotazione di numerose PMI su AIM Italia: al 31 luglio 2018 le società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. erano 433 (di cui 109 su AIM Italia e 235 su MTA)¹⁴⁷.

I motivi per cui non si assiste ad un consistente sviluppo del mercato dei capitali dedicati alle PMI possono essere ravvisati sia dal lato dell'offerta – ovvero, la costante riduzione di società che scelgono la quotazione per finanziare la crescita, sia dal lato della domanda – ovvero, la scarsa presenza di un numero adeguato di investitori dedicati.

Per analizzare il primo aspetto, sono state definite le principali ragioni per cui il finanziamento tramite banche è preferito dalle PMI in Europa.

In primo luogo, si trova un fattore culturale, tipico soprattutto del sistema italiano. Infatti, le PMI, per la maggior parte a conduzione familiare, sono restie alla trasparenza informativa e alla frammentazione della compagine sociale. In più, spesso chi ha necessità di reperire fondi, non è sufficientemente consapevole dell'esistenza di forme di finanziamento alternative¹⁴⁸. Perciò entra in gioco un aspetto molto importante su cui si deve puntare: accrescere l'educazione finanziaria dei soggetti così da poter individuare la più adeguata opzione di finanziamento tramite conoscenze base della finanza aziendale, la conoscenza delle salienti differenze tra finanziamento tramite equity o debito o le implicazioni per il management e il controllo del business¹⁴⁹.

interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente.

¹⁴⁶ Giordano L. e Modena M., cit., pp. 5 e 6.

¹⁴⁷ CONSOB, Bollettino statistico, n. 12, giugno 2018, in <http://www.consob.it/web/areapubblica/bollettino-statistico>

¹⁴⁸ Commissione Europea, Inception impact assessment, *Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, maggio 2018, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-6181849_en, p. 1 ss.

¹⁴⁹ Schammo, P., *Capital Markets Union and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment* (May 1, 2015). in F Allen, E Carletti and J Gray (eds), *The New Financial Architecture of the Eurozone* (European University Institute, RSCAS, Florence School of Banking and Finance, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2605549> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2605549>

In secondo luogo, le PMI richiedono ristretti ammontare di capitale per la crescita del loro business e a causa degli elevati costi di due diligence ed obblighi di informativa, molte di esse considerano il mercato dei capitali una via per il finanziamento profondamente dispendiosa. Considerando i costi di quotazione, secondo una analisi del mercato statunitense, in tutte le dimensioni delle quotazioni (da piccole a grandi), i costi per il servizio di collocamento rappresentano la parte più che preponderante (tra il 71% e il 79% dei costi medi totali). Pertanto, vi sono forti dubbi che la deregolamentazione delle condizioni di accesso possa ridurre significativamente (o anche moderatamente) i costi di quotazione¹⁵⁰. Tuttavia, una riduzione delle spese organizzative e di documentazione che concernono, principalmente, la redazione del prospetto informativo è possibile, e l'Unione Europea si sta muovendo in tale senso soprattutto per quel che concerne le offerte promosse da società quotate sui Mercati di crescita per le PMI e le operazioni sul mercato secondario.

Un'altra ragione è che in confronto agli Stati Uniti, in Europa sono presenti molte più imprese di dimensione ridotta. Data la loro dimensione non accedono al mercato dei capitali anche perché le banche hanno dei vantaggi da offrire: possiedono infrastrutture e competenze adatte per finanziamenti di piccola scala e favoriscono la nascita di una relazione duratura tra banca e impresa che spinge le PMI a rivolgersi al settore bancario. Per di più, nella *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)* di novembre 2018, l'accesso ai finanziamenti viene visto dai paesi dell'area euro come ultimo dei problemi (solo il 7% lo considera). Questa visione differisce da paese in paese, per esempio solo in Grecia assume importanza a doppia cifra (17%)¹⁵¹.

Infine, gli ecosistemi locali debbono essere messi nella condizione di potersi sviluppare in maniera adeguata anche tenuto conto della pressione legata alla concorrenza con operatori di maggiore dimensione. Con ecosistemi locali si intende la rete di operatori domestici specializzati in reperimento di risorse finanziarie per le PMI, i quali vanno costruiti in modo da evitare eventuali scandali finanziari che possono compromettere la reputazione del mercato e la fiducia che ripongono nello

¹⁵⁰ Coffee, J. C. *Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth On Main Street*, 23 maggio 2018, p. 8. ss, in <https://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-115-ba16-wstate-jcoffee-20180523.pdf>

¹⁵¹ Ibidem.

stesso gli investitori. Ora, a 10 anni dal suo lancio, è possibile affermare che AIM Italia è divenuto un mercato di interesse per le PMI italiane in crescita e si è formato un robusto ecosistema di operatori specializzati in PMI, che sono in grado di assistere con competenza e serietà le imprese che intendono intraprendere il percorso della quotazione¹⁵².

Per quanto riguarda il secondo macro aspetto concernente il mancato sviluppo dei mercati, si è constatato che le famiglie europee e gli investitori istituzionali hanno ingenti risorse che potrebbero essere investite, ma purtroppo un flusso molto basso viene effettivamente convogliato nelle PMI quotate. La quota di azioni detenute direttamente dalle famiglie europee è scesa dal 28% del 1975 al 10-11% del 2007 e la percentuale di investitori *retail* rispetto all'intero azionariato è meno della metà degli anni Settanta del secolo scorso¹⁵³. L'avversione al rischio ma anche idee preconcepite sui rendimenti a lungo termine dei mercati azionari sono forse i principali fattori negativi che hanno allontanato il *retail* dal mercato azionario, e, in particolare, dalle PMI.

2.3.2 Verso la Capital Markets Union: l'importanza di un mercato unico dei capitali

L'obiettivo principale è creare le condizioni per un mercato integrato di capitali che faccia da complemento al settore bancario e aiuti a diversificare il sistema finanziario. Ciò potrebbe ridurre il costo di raccolta del capitale, in particolare per le PMI, ma anche smorzare l'elevata dipendenza dal finanziamento bancario. Il che potrebbe migliorare l'attrattiva dell'Europa come posto dove investire¹⁵⁴.

Il concetto di Capital Markets Union è rimasto ambiguo dal primo momento in cui se ne è parlato, probabilmente un'"ambiguità costruttiva" che permettesse agli attori del

¹⁵² I Nomad, ossia il soggetto che assicura a Borsa Italiana l'appropriatezza dell'emittente rispetto alla quotazione, attivi su AIM Italia sono circa 20. Accanto a questi troviamo un buon numero di legali, revisori, advisor finanziari, società di comunicazione, market maker, collocatori on line, che operano abitualmente accanto alle società nella fase di quotazione e successivamente alla stessa

¹⁵³ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, 30 settembre, 2015, p. 20, in <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN>.

¹⁵⁴ Juncker, J.C., *A new start for Europe: my agenda for jobs, growth, fairness and democratic change*, (Strasbourg 15 July 2014), 7 disponibile su http://ec.europa.eu/priorities/docs/pg_en.pdf

sistema economico con pensieri divergenti di interpretarlo secondo i loro interessi personali¹⁵⁵. Come è stato detto nel capitolo 1¹⁵⁶, l'obiettivo della CMU è quello di apportare benefici oltre che ai business, in particolare PMI, a diversi attori quali investitori, compagnie assicurative, fondi pensione, banche o altri partecipanti ai mercati. Questi si distinguono per avere diverse esigenze o risorse, differenti livelli di educazione finanziaria e di accesso a informazioni rilevanti, pertanto vanno analizzati distintamente per valutare cosa la CMU possa offrire ad ognuno di essi.

Nell'obiettivo a lungo termine della creazione del mercato unico, il contesto bancario rimane ancora fortemente influenzato da differenze linguistiche e culturali che impediscono le relazioni tra banche e tra esse e le imprese al di fuori dei confini nazionali. Queste frizioni sono dovute a barriere economiche esogene, quali sistema legale, pratiche di vigilanza e corporate *governance*; e barriere economiche endogene, le quali dipendono dalle relazioni banca-impresa e dalla condivisione di informazioni tra intermediari¹⁵⁷.

La libera circolazione di capitali è uno dei fondamentali principi sui quali l'Unione Europea è stata fondata. Nonostante i progressi che sono stati fatti negli ultimi cinquanta anni, il mercato dei capitali europeo è ancora sottosviluppato e frammentato. L'Europa ha bisogno di trovare il proprio modello di regolazione federale: la storia degli Stati Uniti insegna che istituendo un regime di *disclosure* ed enforcement credibile e che sprona l'evoluzione del diritto secondo le nuove sfide e opportunità che si presentano, la CMU è un obiettivo di realizzabile.

Dal lato dell'offerta di fondi, l'incremento di benessere di cittadini europei e il flusso di denaro presso fondi pensione, sta creando un pool di capitali che, con le appropriate facilitazioni può migrare verso il mercato di titoli assicurando sempre la stabilità sistemica e la protezione dell'investitore. Gli attori chiave sono gli asset manager, i quali non essendo coinvolti in alti livelli di trasformazione di liquidità, sono meno fragili delle banche.

¹⁵⁵ Héritier, A., *Policy-making and Diversity in Europe: Escape from Deadlock*, Cambridge University Press, 1999, p. 17

¹⁵⁶ Cfr. Par. 1.1

¹⁵⁷ Buch, C.M., *Distance and International Banking*. Institute of World Economics WP, n. 1043, Kiel, Germany, 2001

Perché negli Stati Uniti si è sviluppato facilmente il mercato dei capitali

E' lecito domandarsi come negli Stati Uniti, partendo da una disparata serie di potenze allocate nei diversi stati, si sia riuscito a creare un sistema nazionale di finanza, una Capital Market Union che va da una costa all'altra.

Per prima cosa, è possibile notare come il rapporto titoli/prestiti nel periodo 1850-1978 sia molto più elevato in USA che in EU, anche se nell'ultimo periodo la differenza va restringendosi¹⁵⁸.

Va sottolineato come fino agli anni novanta del novecento sia stata presente un'ostilità verso le grandi banche. Infatti, le banche individuali sono state relativamente piccole fino a che, da quel momento in poi, si è cominciato ad assistere ad una maggiore concentrazione. Inoltre, fino al XX secolo, gli Stati Uniti non avevano una banca centrale. Così, questa frammentazione ha reso inattuabile la concessione di prestiti su larga scala da parte della banca singola ed ha favorito le condizioni per lo sviluppo del finanziamento del debito basato sul mercato¹⁵⁹. Nello stesso tempo in cui le banche stavano proliferando e il sistema bancario si stava frammentando, le imprese industriali si stavano concentrando. Nondimeno, quel tipo di banche non era grande abbastanza da diversificare il rischio derivante dai finanziamenti cosiddetti *junk* come potevano essere quelli ferroviari. In aggiunta, erano svantaggiate nel fare credito a lungo termine per via del rischio di corsa agli sportelli. Pertanto, l'intermediazione creditizia tramite i mercati avrebbe potuto mitigare questi problemi. L'uso dei mercati nazionali al posto delle istituzioni locali per l'intermediazione del debito ha dato vita ad un mercato dei capitali unico¹⁶⁰. Oltre alle ragioni sovraesposte (diffidenza per le grandi istituzioni e ingenti fondi necessari alle grandi imprese), anche una serie di interventi legislativi hanno contribuito allo sviluppo del mercato dei capitali. Tra queste sono di rilievo: il Glass-Steagall Act e l'istituzione di un regolatore federale, la Security and Exchange Commission.

¹⁵⁸ Goldsmith, R., *Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688-1978*, University of Chicago Press, 1985

¹⁵⁹ Calomiris, C., *The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914*, in *The coordination of economic activity within and between firms*, 1995, at 257. Disponibile su: <https://core.ac.uk/download/pdf/6777976.pdf>

¹⁶⁰ Gordon, J. N. and Judge, K., *The Origins of a Capital Market Union in the United States* (March 31, 2018). Working Paper No. 584; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 395/2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3154676> pp. 9-13

Con il primo è stata imposta la separatezza tra banche commerciali e di investimento, tenendo fuori le banche dalla sottoscrizione di titoli di debito o equity per le imprese private e negoziando titoli per proprio conto. Le banche d'investimento impararono velocemente che il mercato del credito era più profittevole di quello dell'equity. D'altronde le imprese sono in costante bisogno di credito e le banche di investimento erano molto incentivate a sviluppare meccanismi di mercato per l'intermediazione creditizia. Per converso, in Europa, una banca universale con una forte impronta commerciale dal lato dei prestiti, sarebbe stata riluttante nel cannibalizzare i propri canali di credito a favore dell'evolversi di alternative basate sul mercato¹⁶¹.

In aggiunta, la creazione della SEC (1934) ha agevolato la soppressione delle normative statali sui valori mobiliari. A seguito della Grande Depressione, sono stati promulgati obblighi di informativa estensivi e intraprese azioni che hanno bloccato le azioni vigorose che i singoli stati avevano introdotto fino ad allora. Il tutto accompagnato da una coordinazione dei regimi dei diversi stati tramite lo Uniform Securities Act nel 1956¹⁶².

Altri elementi chiave sono competenza istituzionale, sia pubblica che privata, e uniformità tra stati membri.

Negli Stati Uniti, la principale barriera per il finanziamento bancario delle grandi imprese su scala nazionale era un sistema bancario su base statale. In questo caso, il mercato dei capitali non essendo eccessivamente dipendente dal supporto dello stato, ha consentito l'incanalamento dei fondi oltre questa barriera. Al contrario in Europa si è sperimentato un forte sistema bancario con un conseguente mercato dei capitali debole.

Dunque, ora c'è il bisogno di promuovere forme di finanziamento ulteriori rispetto al classico prestito bancario e incentivarne l'utilizzo, soprattutto nel caso di piccole e medie imprese.

¹⁶¹ Gordon J. N., *The Empty Call for Benefit-Cost Analysis in Financial Regulation*, 43 *Journal of Legal Studies* S351 (2014); John A. et al, *Principles of financial regulation* (2016), at 438.

¹⁶² Seligman, J., *The transformation of wall street: a history of the securities and exchange commission and modern corporate finance*, Wolters Kluwer 1982.

2.4 Le forme alternative: private equity, business angel e venture capital

Se da un lato sono stati compiuti passi in avanti nel promuovere la quotazione per le piccole e medie imprese, dall'altro hanno cominciato a farsi strada anche operatori del mercato dei capitali (private equity, tra cui angel investor e venture capital) che investono in società non quotate sul mercato regolamentato, le cosiddette società chiuse. Ciò ha permesso alle imprese di accedere a rilevanti risorse finanziarie senza dover attingere a fondi tramite la quotazione, con la conseguenza che molte imprese vengono costituite col solo obiettivo di essere cedute nel breve-medio periodo a discapito dell'impostazione di un progetto di crescita di lungo periodo che comporterebbe una maggiore crescita dimensionale e occupazionale delle PMI che non si raggiungerebbe altrimenti¹⁶³.

Per questo motivo, nell'intento di spingere le società verso la quotazione, è necessario ampliare quanto più possibile la platea degli investitori in PMI, affinché i benefici della crescita delle stesse PMI non siano appannaggio di un ristretto gruppo di investitori istituzionali specializzati o di *high net worth individual* quali sono tipicamente i soggetti che operano nel private equity. E' importante che i beneficiari della creazione di valore da parte delle PMI siano quanti più possibile in modo che tale surplus non resti limitato entro un circolo chiuso ma possa essere condiviso con gli investitori *retail*, con i fondi comuni di investimento che gestiscono il risparmio privato, nonché i fondi pensione¹⁶⁴.

Il presidente dell'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) Cipolletta, nel seminario del Consob Day dedicato a Finanza e regole per la crescita delle imprese, ha segnalato come nell'ultimo decennio il ricorso al finanziamento bancario sia andato riducendosi nel tempo, per fare spazio al contributo del mercato dei capitali e di fonti di finanziamento alternative al canale bancario.

¹⁶³ Paschke, B., *Hearing "Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth on Main Street"*, Securities Industry and Financial Markets Association, 23 maggio 2018. Disponibile su: <https://financialservices.house.gov/UploadedFiles/HHRG-115-BA16-WState-BPaschke-20180523.pdf>.

¹⁶⁴ Plattner L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, 2018. pp. 6-7. Disponibile su: <http://www.cnpds.it/documenti/plattner.pdf>

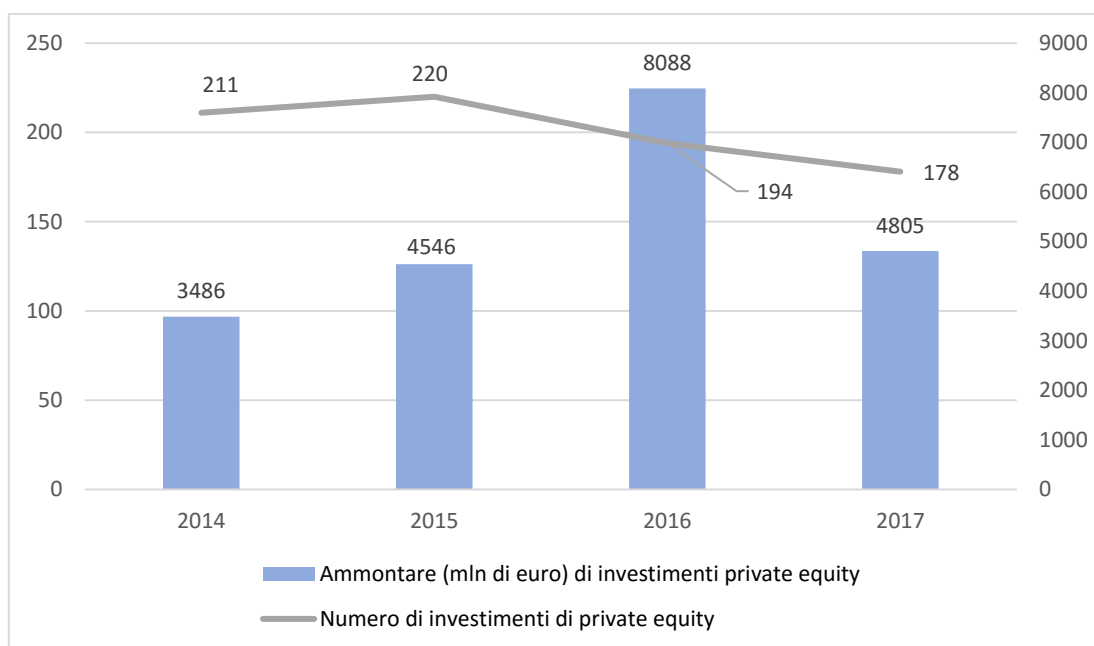


Grafico 2.3: L'evoluzione degli investimenti di private equity dal 2014 al 2017.
**Il Sole24Ore, Antonio Criscione, La ricetta Consob per le Pmi: crescita attraverso
finanza e regole, 12 giugno 2018**

Inoltre, ha spiegato che un sistema di finanziamento articolato e diversificato porta a una maggiore resistenza del sistema economico. A tal proposito, il commissario Consob, Carmine Di Noia, ha affermato che «la crescita di un'impresa passa attraverso la capacità di reperire fonti di finanziamento adeguate e differenziate, insieme ad assetti organizzativi e competenze adeguati, che rappresentano uno strumento per migliorare i risultati e garantire la sua sostenibilità nel lungo termine»¹⁶⁵. Va sottolineato però che in Italia le statistiche indicano che la dimensione del *private equity* è molto ridotta, non solo rispetto a Stati Uniti e Regno Unito, ma anche ad altri partner europei. Secondo le statistiche di Invest Europe, gli investimenti in *private equity* valgono in Italia solo lo 0,13% del Pil, contro lo 0,22% della Spagna, lo 0,28% della Germania, lo 0,68% della Francia e l'1,3% del Regno Unito (Grafico 2.3).

¹⁶⁵ Criscione A., *La ricetta Consob per le Pmi: crescita attraverso finanza e regole*, 12 giugno 2018. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-11/la-ricetta-consob-le-pmi-crescita-attraverso-finanza-e-regole-192430.shtml?uid=AEcDrR4E>

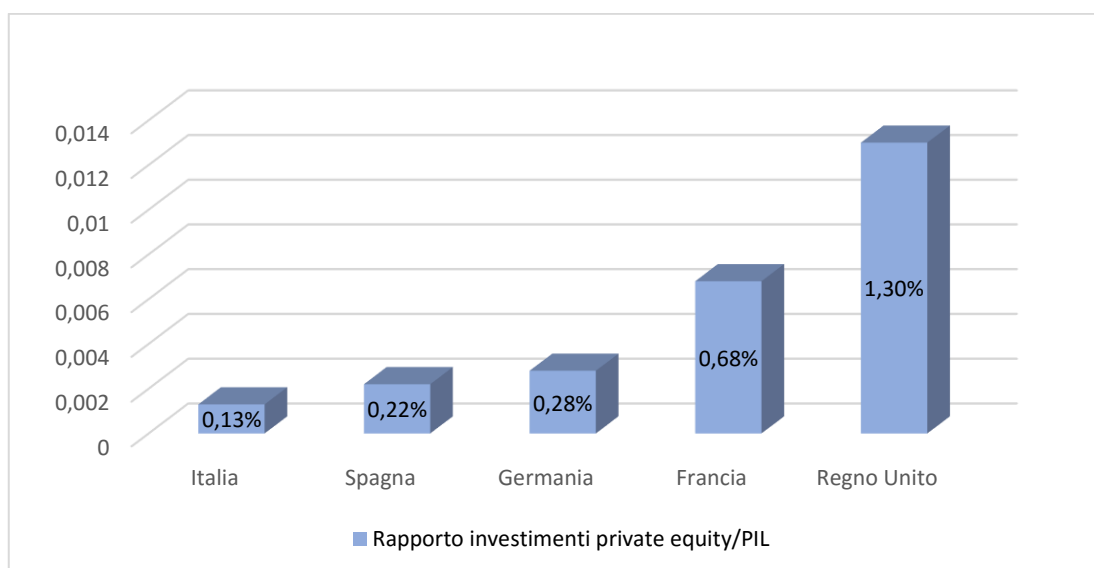


Grafico 2.4: Rapporto investimenti in private equity su PIL di alcuni Paesi europei nel 2017

Un forte ostacolo alla diffusione di queste modalità di apertura è rappresentato dalla struttura delle imprese italiane: spesso piccole, chiuse nell'ambito familiare, lontane dagli operatori che potrebbero accompagnarle nel processo di crescita. Individuare quindi le imprese che potrebbero beneficiare di questa opportunità è tutt'altro che semplice. Un'apertura sia della struttura di proprietà, attraverso iniezioni di equity, che della *governance*, immettendo nelle imprese nuove competenze, sarebbe fondamentale per riportare il nostro paese su un processo di crescita sostenuto. Possono aiutare molto in questa direzione gli operatori di private equity¹⁶⁶.

Il business angel¹⁶⁷, o angel investor¹⁶⁸, sono investitori particolari che affiancano le start-up contribuendo, soprattutto dal punto di vista finanziario, ad accrescere la capacità produttiva dell'azienda. Ottenere il supporto di questi investitori/manager esperti non è scontato perché, apportando capitali propri, i business angels devono valutare attentamente l'idea imprenditoriale individuandone rischi e opportunità. Esistono dei network, IBAN (Italian Business Angel Network) e EBAN (European Business Angels Network), che hanno il compito di agevolare l'incontro tra la

¹⁶⁶ Cerved, *Rapporto Cerved PMI 2018* pp. 114,134. Disponibile su: <https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2018/11/PMI-2018-intero.pdf>

¹⁶⁷ La definizione inserita a fine 2018 nel TUF nell' art. 1, co.1, lett. M-undecies.1 è la seguente: gli investitori a supporto dell'innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno euro 40.000 nell'ultimo triennio.

¹⁶⁸ A volte ci si riferisce ad essi anche con il termine investitori informali.

domanda e l'offerta all'interno dei territori piuttosto circoscritti. Una ulteriore forma associativa è rappresentata dai Business Angel Club ossia gruppi di investitori riuniti con lo scopo di condividere le proprie conoscenze e confrontarsi in modo diretto¹⁶⁹. E' bene precisare che l'aiuto di un business angel non si limita alla sola erogazione del capitale, ma consiste anche nella condivisione di know-how e rete di contatti che può mettere a disposizione. L'apporto di capitale di rischio nasce spontaneamente sulla base della fiducia, della convenienza e dell'apprezzamento reciproco tra investitore ed imprenditore. L'intervento di un business angel avviene di solito nella fase dell'early-stage e il suo impegno economico varia tra i 10 e i 500.000 euro¹⁷⁰.

L'investimento tramite business angel permette di attenuare problematiche di asimmetria informativa che si manifestano nel rapporto con l'imprenditore: grazie alla sua precedente specializzazione e all'approfondita conoscenza del settore, esso svolge attività di screening ed evaluation ad un costo inferiore rispetto agli altri soggetti finanziatori. Attraverso un meccanismo continuativo nell'attività di monitoring dell'investimento, riesce a contrastare i fenomeni di moral hazard partecipando direttamente alla gestione aziendale. Tuttavia, oltre all'essere riluttanti culturalmente all'aprire la propria azienda ad azionisti o manager, gli startupper incontrano difficoltà nel presentare se stessi o un business plan completo e vincente, nell'individuare o adeguarsi ai requisiti legali/amministrativi dei portatori di capitale di rischio o di credito¹⁷¹. Oltre a ciò, i principali limiti nell'intervento dei business angel potrebbero essere la disponibilità del capitale ridotto, possibili divergenze in termini di strategia e obiettivi e in ultimo, track record e competenze difficilmente valutabili. Inoltre, dal lato degli investitori potrebbe preoccupare la mancanza di opportunità di uscita dal mercato. Per ovviare a ciò, sarebbe d'aiuto lo sviluppo dell'industria venture capital e lo sviluppo del mercato secondario per le private shares. Facendo un confronto tra Stati

¹⁶⁹ Santangelo, N., *Business angels: come attirare l'attenzione degli investitori*, 5 giugno 2017.

Disponibile su: <https://www.pmi.it/economia/finanziamenti/articolo/53099/business-angel-come-attirare-l'attenzione-degli-investitori.html>

¹⁷⁰ AFME (Association for Financial Markets in Europe), *Raising finance for Europe's small & medium-sized businesses*, settembre 2015 pp. 21-23. Disponibile su:

<https://www.afme.eu/en/reports/publications/Raising-finance-for-Europe-small-medium-sized-businesses-smes/>

¹⁷¹ Anselmo, P., *Introduzione alla figura del business angel*, Italian Business Angel Network

Association (IBAN), ottobre 2015. Disponibile su: https://www.datocms-assets.com/32/1446205200-La%20figura%20del%20business%20angel_VentureUp.pdf?ixlib=rb-1.1.0

Uniti e Europa, è emerso che i business angel americani investono nel doppio delle imprese rispetto alle controparti europee e che l'ampiezza delle transazioni è approssimativamente 1.7 volte maggiore rispetto a quella europea¹⁷². Inoltre, le transazioni sul NASDAQ Private Markets hanno raggiunto il valore di 1.6 miliardi nel 2015, mentre in Europa sono state lanciate iniziative private ma molte non sono prosperate¹⁷³.

Secondo l'economia tradizionale, il venture capital è una forma di finanziamento ad alto rischio, in grado però di fruttare ritorni eccezionali nel caso in cui vada a buon fine. I venture capital operano sul fronte degli investimenti ad alto rischio, al pari dei business angel, ma a differenza loro non utilizzano fondi personali. La costituzione di una venture capital prevede il reperimento di capitali che provengono in genere dai fondi istituzionali. I maggiori finanziatori dei venture capital sono gli enti previdenziali e le fondazioni bancarie, nonché enti pubblici e le assicurazioni. Il venture capital può intervenire in qualsiasi fase di una start-up, della quale acquisisce quote di mercato. In questo modo può dare un sostegno economico/finanziario ma anche operativo, rendendo disponibili risorse gestionali, manageriali e specialistiche, nonché contatti per lo sviluppo. Esiste una lista di venture capital che operano in Italia ai quali è possibile sottoporre il proprio progetto di start-up nella speranza che venga considerato valido e, quindi, finanziabile. E' la tipologia di finanziamento che offre i capitali maggiori, per tali ragioni gli investimenti si rivolgono principalmente a progetti di grande respiro. Si ragiona nell'ordine dei milioni di euro, mediamente 3,8 milioni per investimento. Si sceglie questa opzione per le start-up che necessitano di investimenti superiori ai 2 milioni di euro. Tuttavia, la quotazione è vista come possibilità di effettuare l'uscita dall'investimento e il fatto che non sia sempre un'opzione perseguibile crea degli effetti negativi nel mercato del venture capital, il quale non fornisce una strada di sbocco per le imprese che hanno raggiunto un certo grado di maturità. Una recente ricerca mostra che, a partire dal 1979, quasi la metà

¹⁷² BAE, EBAN, Halo report, Center for Venture Research, Angel Capital Association. Estimated values, 2015. Disponibile su: <https://angelresourceinstitute.org/reports/halo-report-full-version-ye-2015.pdf>

¹⁷³ Ibidem. Una recente iniziativa è l'Euronext Expert Market proveniente dal principale mercato pan-europeo dell'Eurozona, Euronext. Il mercato ha l'obiettivo di incontrare i bisogni delle aziende non quotate che cercano soluzioni finanziarie alternative.

delle società poi approdate sul mercato dei capitali statunitense era stata precedentemente oggetto di finanziamento da parte di venture capital¹⁷⁴.

Esistono tantissime tipologie di Venture Capital, ognuna delle quali specializzata in uno o più settori, pertanto è difficile individuare un settore in cui è più richiesto questo finanziamento, anche se ICT e digital sono forse quelli più quotati. Il grafico 2.3 mostra l'andamento dal 2014 al 2017 degli investimenti VC in Italia sia in termini di numero che di ammontare.

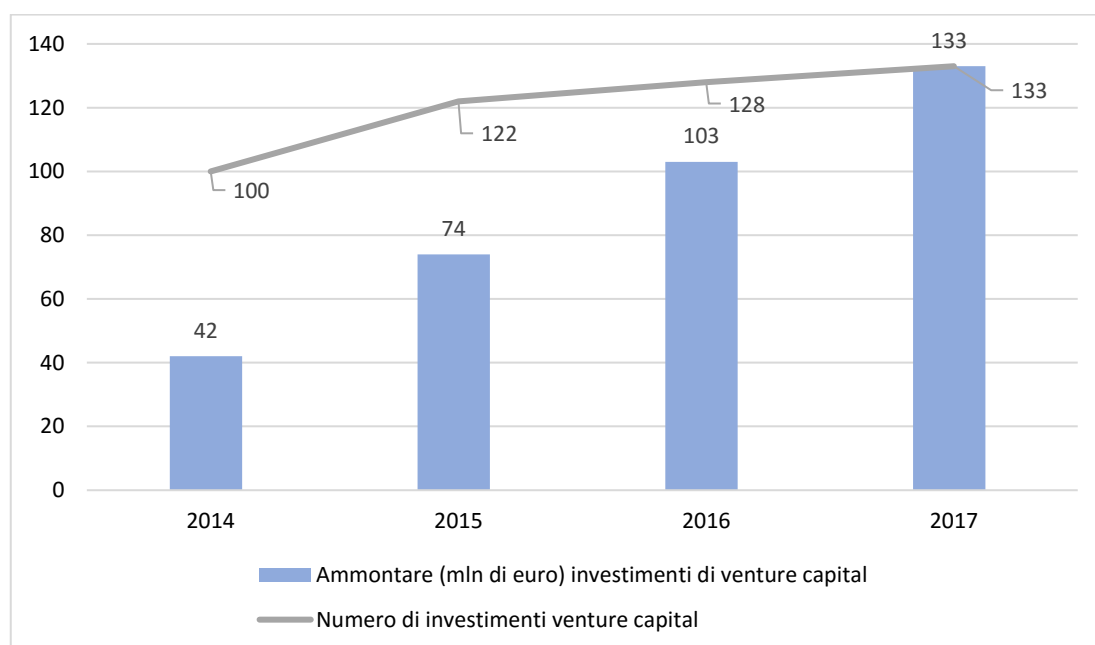


Grafico 2.5: L'evoluzione degli investimenti di venture capital dal 2014 al 2017.
Il Sole24Ore, Antonio Criscione, La ricetta Consob per le PMI: crescita attraverso finanza e regole, 12 giugno 2018

In confronto, gli altissimi livelli di nel 2016 il capitale raccolto tramite venture capital è stato di €611 milioni in Spagna, €2 miliardi in Germania e €2,7 miliardi in Francia¹⁷⁵. Nonostante siano in crescita è bene sottolineare che in Europa gli investimenti VC sono di taglia piccola perché rispettivamente i fondi europei di VC sono più piccoli. Si pensi che la quota dell'intero private equity dei fondi VC americani è del 20% contro

¹⁷⁴ Strebulaev, I.A. e Gornall W., *How Much Does Venture Capital Drive the U.S. Economy?* 2015, <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>

¹⁷⁵ Dealroom.co, *European Venture Capital Report*, 2016 p. 7. Disponibile su: <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2017/01/2016-European-Venture-Capital-Report.pdf>

l'11% delle controparti europee¹⁷⁶. In aggiunta, secondo la Banca Centrale Europea, le famiglie americane allocano un terzo dei loro redditi nell'equity, mentre questa frazione è solamente un decimo in Germania e un quinto in Francia e Italia.

La principale strategia perseguita dai regolatori nel creare infrastrutture adeguate a replicare un ecosistema che stimoli la creazione, la crescita e l'innovazione sull'impronta della tanto ambita Silicon Valley, è stata quella di rendere il capitale di rischio più facilmente reperibile per start up e scale up, cercando di contrastare l'avversione al rischio nei confronti di questi progetti riscontrata in molte parti del mondo.

Sono vari gli interventi adottati dai governi nazionali, i quali hanno giocato un ruolo vitale diventando i principali investitori nello scenario europeo delle start-up. Allo stesso modo sono intervenuti i regolatori europei: ai programmi lanciati per fornire fondi a start up e PMI innovative (COSME¹⁷⁷), sono stati aggiunti anche programmi di coaching (SME instrument¹⁷⁸). Un altro approccio è stato quello di implementare misure regolatorie per rendere il VC più accessibile e incoraggiare gli investimenti venture capital attraverso incentivi fiscali. Sono d'esempio l'Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) nell'Unione Europea e Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act che hanno introdotto regole stringenti ideate per aumentare la trasparenza, estendere la divulgazione dell'informazione e migliorare le politiche di risk management degli AIF manager. Solo quelli che rispettano le regole ottengono il "passaporto", che li abilita a gestire fondi all'interno dell'Unione Europea¹⁷⁹.

¹⁷⁶ BCG, IESE Business School, *The State of European Venture Capital*, 2015. Disponibile su: <https://www.bcg.com/it-it/publications/2015/alliances-joint-ventures-growth-state-of-european-venture-capital.aspx>

¹⁷⁷ COSME (il programma europeo per le PMI) è un programma che attua lo Small Business Act (SBA), in cui viene rispecchiata la volontà politica della Commissione di dare il giusto riconoscimento al ruolo centrale delle PMI nell'economia dell'UE, ec.europa.eu/growth/smes/cosme

¹⁷⁸ SME instrument fa parte dell' European Innovation Council pilot (EIC pilot), lanciato il 27 ottobre 2017 all'interno del programma Horizon 2020 Work programme 2018-2020. Fornendo fondi per circa € 1.6 miliardi nel periodo 2018-2020, the SME Instrument idee innovative per prodotti, servizi o processi che sono pronti a conquistare il mercato globale. Non ci sono temi predefiniti per ricevere il support, lo avranno solo le idee più eccellenti.

¹⁷⁹ Directive 2011/61/EU (AIFMD), art. 31-33

Tuttavia, uno dei maggiori problemi del mercato dei VC europei è la sua natura frammentata e differenze regolamentari tra gli stati membri che ostacolano un'attività di investimento cross-border più intensiva¹⁸⁰. Per questo si è intervenuti attuando gli EuVECA affinché le attività dei fund managers si svolgano sotto le stesse condizioni in tutti gli stati membri. Al fine di promuovere fiducia nel mercato dei VC e rendere più capitali disponibili per le imprese emergenti.

Nonostante questi provvedimenti, i fondatori di start-up sono sospettosi nei confronti degli investitori VC: il rischio di perdere sia la proprietà che il controllo dell'impresa ha nutrito scetticismo tra gli imprenditori sul bisogno di attrarre venture capital o altre risorse di capitale di rischio. In Europa, il rischio è interamente sul fondatore e un fallimento sarebbe fatale per la carriera, questo spiega il motivo per cui si è restii nei confronti di queste forme alternative. Probabilmente non è una questione solo di VC, c'è altro che è presente nella Silicon Valley ma che manca all'Europa: un ecosistema di intelligenza artificiale.

Per sopravvivere è imperativo che le imprese esistenti si reinventino con le proprie strategie di innovazione. Solitamente le imprese più giovani presentano caratteristiche quali organizzazione senza una scala gerarchica pronunciata, con comunicazione aperta e una cultura del tipo “*best ideas win*”, a cui le grandi imprese possono accedere coltivando partnership con imprenditori, fondatori e start-up nell'ambito dell'innovazione. Per creare un ecosistema di successo esistono due principali strategie. Una consiste nel lancio di incubatori/acceleratori che permetterebbe alle imprese avviate di accedere ad idee e strategie che non avrebbero mai sviluppato internamente ed alle imprese più giovani di avere accesso a capitali, conoscenze rilevanti e canali di distribuzione internazionali¹⁸¹. L'altra è garantire semplicità e trasparenza. E' importante che gli interessi di entrambe le parti siano allineati: la partecipazione delle grandi imprese all'equity delle start-up potrebbe far temere ai fondatori che in futuro queste vorranno appropriarsi delle loro tecnologie o limiteranno le altre opportunità di finanziamento esterno o collaborazioni con altre grandi imprese.

¹⁸⁰ Commission (EC), *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds* (2015) 30 disponibile su: ec.europa.eu/newsroom/horizon2020/document.cfm?doc_id=14543

¹⁸¹ Fenwick M. and PM Vermeulen, E., *The New Firm: Staying Relevant, Unique & Competitive* (2015) Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-5, 17-22.

E' importante che questi inviino un segnale forte all'ecosistema, facendosi riconoscere come partner fidati che non sacrificherebbero i giovani fondatori per soddisfare solamente i propri interessi. Questi programmi stanno diventando popolari in anni recenti. Nel 2017, Amazon, Apple, Facebook, General Electric e Telefonica hanno annunciato l'apertura di nuovi acceleratori in Francia, India, Regno Unito e Stati Uniti. In conclusione, le partnership large corporation/start-up sono cruciali per lo sviluppo di un ecosistema che punta sull'innovazione ma i regolatori a volte non hanno voluto riconoscerlo e concentrarsi solamente sullo sviluppo del mercato dei capitali e dell'industria del venture capital. Questo tipo di iniziativa invece porterebbe multipli benefici per la società in generale: creerebbe un necessario collegamento tra risorse complementari di finanziamento mediante capitale rischio, aiuterebbe gli imprenditori a identificare partners futuri più adatti per istaurare una relazione duratura e aiuterebbe i policymaker a sviluppare una regolazione più dinamica e reattiva. L'obiettivo è preparare ecosistemi regionali e locali per un mondo con un certo livello di automazione e intelligenza artificiale. Solo così si ha una chance credibile di competere con la Silicon Valley¹⁸².

¹⁸² Fenwick, M., Skultetyova, I., Vermeulen, E. P.M., *Capital Markets Union: Why 'Venture Capital' Is Not the Answer to Europe's Innovation Challenge* (March 3, 2018). Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2018-2; TILEC Discussion Paper No. 2018-010. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3133588> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3133588>

CAPITOLO 3

LE POTENZIALITÀ DELL'EQUITY CROWDFUNDING

3.1 Il crowdfunding

Il termine *crowdfunding* fa riferimento al finanziamento di progetti da parte di un elevato numero di persone (*crowd*: folla) tramite l'elargizione in denaro (*funding*) effettuata tramite Internet.

Per molti questo concetto ha origine in una delle prime forme di microcredito¹⁸³ consistente in una serie di piccole società indipendenti, ma regolamentate, le quali effettuavano prestiti a privati (soprattutto famiglie di contadini). Anche se, per arrivare al crowdfunding come è inteso oggi bisogna aspettare il 2006, quando in un incubatore¹⁸⁴ di progetti ed eventi legati al video blogging era stata prevista anche la possibilità di effettuare una donazione online. Il termine crowdfunding è poi diventato globale con il lancio della piattaforma Kickstarter¹⁸⁵ nel 2009. Questo fenomeno si è diffuso inizialmente nei paesi anglosassoni (soprattutto Australia e Stati Uniti) per poi diffondersi da qualche anno anche in Europa.

Esistono diversi tipi di *crowdfunding*, tuttavia ve ne sono cinque principali¹⁸⁶. Il *reward based*¹⁸⁷ consiste in un investimento di denaro per cui ci si attende di ricevere in cambio una ricompensa, proporzionata a quanto investito, di carattere non finanziario¹⁸⁸, in genere coincidente con un prodotto o servizio¹⁸⁹. Il *donation based*,

¹⁸³ Si tratta dell'Irish Loan Fund di Jonathan Swift risalente al Settecento.

¹⁸⁴ Si tratta del Fundavlog, un portale per la raccolta di denaro, fondato da Michael Sullivan, a cui si attribuisce il termine crowdfunding.

¹⁸⁵ Sito web di finanziamento collettivo nato negli Stati Uniti nel 2009, oggi colosso mondiale del settore.

¹⁸⁶ Le definizioni dei cinque tipi di crowdfunding sono state inserite consultando sia il sito della Consob dedicato all'*investor education* (03/08/2017) consultabili su <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding-approfondimento-1> sia <https://www.crowd-funding.cloud/it/tipologie-di-crowdfunding-237.asp>

¹⁸⁷ Tale metodologia di finanziamento è stata ad esempio utilizzata per raccogliere fondi durante la campagna elettorale che ha condotto alla prima elezione del Presidente degli Stati Uniti d'America, Barack Obama.

¹⁸⁸ Un esempio di questo tipo di crowdfunding è il finanziamento di uno spettacolo teatrale la cui ricompensa potrebbe essere un biglietto in prima fila per assistere alla rappresentazione.

¹⁸⁹ Quaranta, G., *Il crowdfunding, Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n. 4, G. Giappichelli Editore, 2017, pp. 915, ss.

invece, consiste in una mera donazione di una somma di denaro al fine di sostenere un'attività o un progetto senza ricevere nulla in cambio. Il *social lending* o *peer to peer*¹⁹⁰ *lending*, in grossa espansione, consiste in un prestito da parte di privati ad altri soggetti privati, ricompensato con il pagamento di interessi ed effettuato tramite piattaforme online che mettono in contatto i soggetti interessati e trattengono una commissione per il servizio effettuato. Attraverso il *royalty-based*, chi lancia una campagna di crowdfunding offre quote dei guadagni futuri del progetto per il quale richiede il finanziamento. Infine, *l'equity-based crowdfunding*, rappresenta un classico finanziamento da parte di soggetti che investono il loro denaro nel capitale proprio di una società, ovvero acquistano parte delle sue azioni o delle sue quote. Questi rappresentano i modelli classici di questo nuovo modo di fare finanza e di fare impresa, accanto ai quali ne stanno emergendo anche di nuovi, tra i quali il *real estate crowdfunding* di cui si parlerà in seguito¹⁹¹.

In generale, la raccolta può avvenire secondo un modello '*all or nothing*' piuttosto che '*take it all*'. Nel primo caso il successo della campagna è legato al raggiungimento di un *target* minimo; se non viene raggiunto, i fondi sono restituiti ai contributori; nel secondo caso invece tutti i fondi raccolti vengono accettati, indipendentemente dal raggiungimento o meno del *target*. Generalmente, il primo viene utilizzato da *fundraisers* che hanno bisogno da subito di ingenti investimenti per la loro attività, mentre il secondo viene utilizzato più spesso da imprese che hanno business scalabili. Lo sviluppo di questo fenomeno porta inevitabilmente ad una democratizzazione dell'economia consistente nella possibilità da parte dei cittadini di accedere direttamente alle opportunità di investimento e da parte delle start-up di accedere direttamente alle disponibilità finanziarie. Pertanto, la raccolta di capitali passerà attraverso il merito che la comunità riconosce in capo ai proponenti¹⁹².

Ciò che è interessante evidenziare sono i dati sulla diffusione del fenomeno.

¹⁹⁰ "Tra pari". L'espressione si riferisce ad un sistema informatico in cui, in estrema sintesi, i nodi che compongono la rete non hanno alcuna gerarchia, ma interagiscono tra di loro su di uno stesso livello.

¹⁹¹ V. par. 3.3

¹⁹² Mirra, V., *Equity crowdfunding: la guida pratica. Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start up e nuovi finanziamenti*, Le guide di Filodiritto, 2014. Pp. 9-11. Disponibile su: https://www.filodiritto.com/documenti/2014/mirra_crowdfunding-interattivo.pdf

Dagli 880 milioni di dollari nel 2010, le piattaforme di raccolta extra-bancaria hanno raggiunto i 34 miliardi di dollari nel 2016 con Stati Uniti e Asia in testa. Inoltre, il 2016 è stato l'anno in cui, per la prima volta, il giro d'affari mondiale del crowdfunding ha superato il volume d'investimenti generato dai fondi di venture capital. Secondo la Banca Mondiale, gli investimenti attraverso questo canale informale nel 2025 toccheranno quota 93 miliardi di dollari¹⁹³. Volendo approfondire la rilevanza delle diverse tipologie di crowdfunding (Grafico 3.1), è stato evidenziato che la fetta più grande della raccolta (\$25 miliardi su \$34) è stata presa da piattaforme di *peer to peer lending*, a seguire quelle di *donation* (\$2,85 miliardi), appena sotto di *reward* (\$2,68 miliardi) ed infine di *equity* (\$2,56 miliardi)¹⁹⁴.

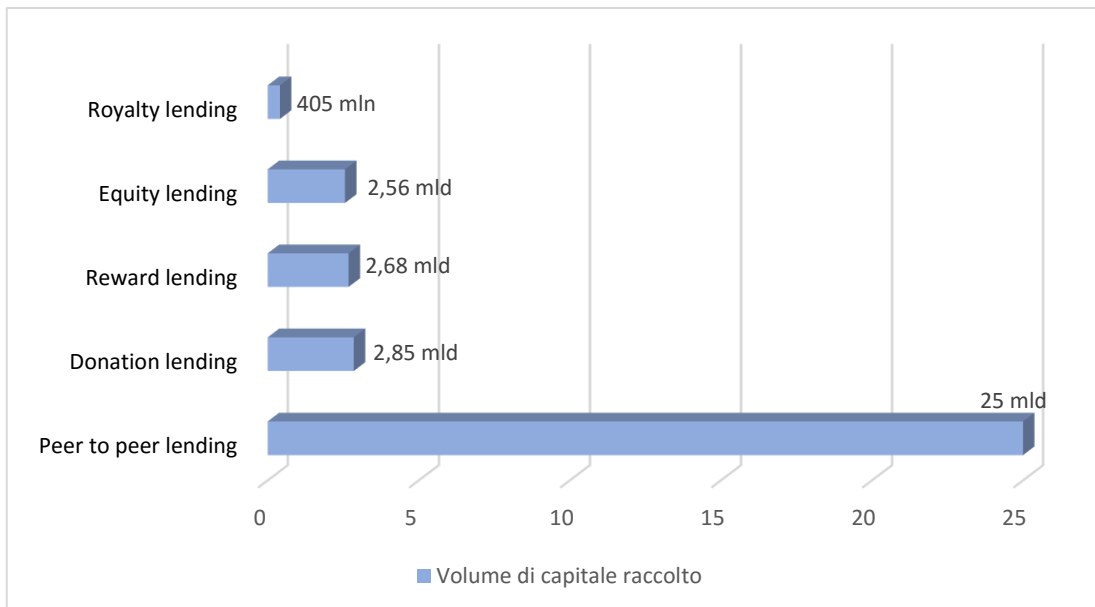


Grafico 3.1: Volume di capitale raccolto in dollari nel 2015 (valore totale \$34,44 miliardi)

Se si vuole osservare il fenomeno dal punto di vista della dimensione geografica (Grafico 3.2), Nord America (17,2 miliardi di dollari) e Asia (10,54 miliardi) guidano il settore come accennato. Segue l'Europa con 6,48 miliardi ed infine America del Sud (85,74 milioni), Oceania (68,6 milioni) e Africa (24,16 milioni)¹⁹⁵.

¹⁹³ Del Barba, M., *Il crowdfunding supera i fondi di VC. Così cresce la finanza alternativa*, Corriere della Sera, Corriere INNOVAZIONE, 25 luglio 2017. Disponibile su: http://corriereinnovazione.corriere.it/2017/07/25/crowdfunding-supera-fondi-vc-e7d89c88-711a-11e7-97e0-849a9c15ef13.shtml?refresh_ce-cp

¹⁹⁴ Massolution/Crowdsourcing.org, *Crowdfunding Industry Report*, 31 marzo 2015. Disponibile su: <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>

¹⁹⁵ Ibidem.

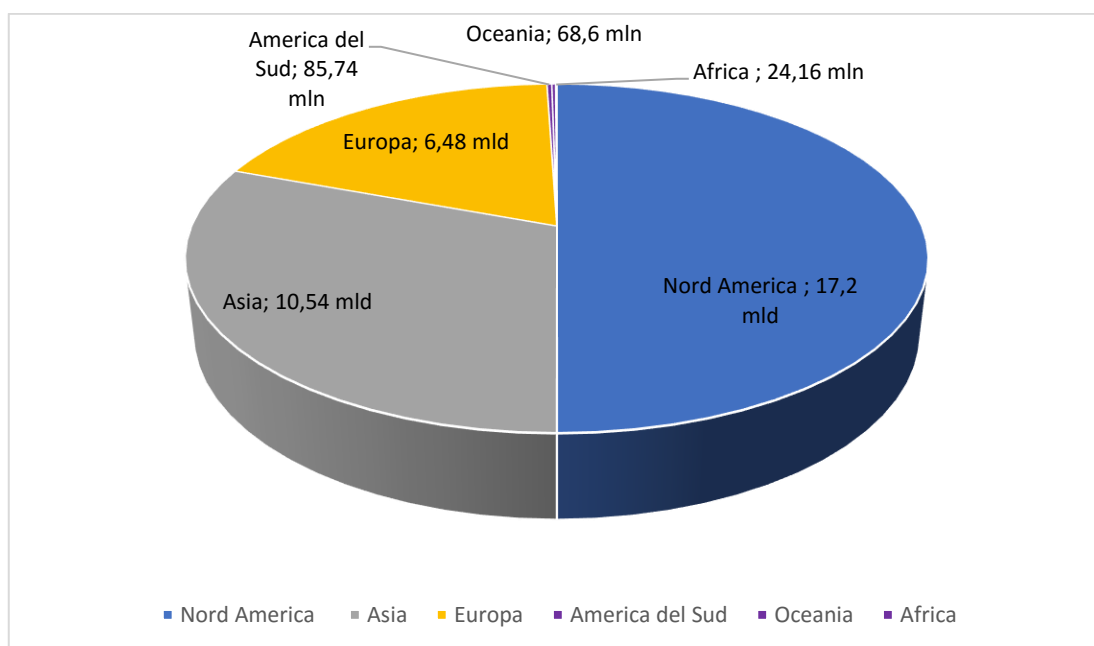


Grafico 3.2: Volume di capitale raccolto per dimensione geografica nel 2015 (in dollari)

A livello europeo, con un focus su *equity* e *lending* crowdfunding nel 2016, il contributo maggiore è dato dal *consumer lending*¹⁹⁶ (€ 2,2 miliardi) seguito dal *business lending*¹⁹⁷ (€ 1,9 miliardi) e dal *real estate lending* (€ 1,5 miliardi, essendo partito da zero due anni prima). L'*equity crowdfunding* ha superato il mezzo miliardo di euro. La stima complessiva del *crowdinvesting* in Europa era di 6,5 miliardi di euro. Si evince, inoltre, il primato del Regno Unito, soprattutto nel *lending* (£ 3,55 mld), seguito con distacco da Francia (€ 249,9 mln) e Germania (€ 204,8 mln)¹⁹⁸.

In Italia, nello stesso anno si è registrata una raccolta legata all'*equity crowdfunding* che sfiorava € 4,4 milioni e per il *lending* appena sotto € 30 milioni, di cui poco più di 23 milioni nel settore *consumer* e poco più di 6 milioni nell'ambito *business*. Il *real estate* era ancora ai nastri di partenza¹⁹⁹. Stando ai dati aggiornati alla prima settimana di gennaio 2019, si evince un ritmo incalzante: a fine 2018 il capitale raccolto tramite

¹⁹⁶ Individui e fondi istituzionali prestano denaro ad un consumatore privato.

¹⁹⁷ Individui e fondi istituzionali prestano denaro ad un'impresa.

¹⁹⁸ Cambridge Centre for Alternative Finance, *Expanding Horizons: The Third European Alternative Finance Industry Report*, Industry Report, 2018

¹⁹⁹ Osservatori Entrepreneurship & Finance, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano, luglio 2018

equity crowdfunding ammonta a € 59,9 mln, di cui solo €41 mln nel 2018; mentre, il capitale raccolto tramite lending è arrivato a €127 mln, con €51,8 raccolti nel 2018²⁰⁰. Il Grafico 3.4 mostra il cospicuo aumento del capitale raccolto dal 2014 al 2018.

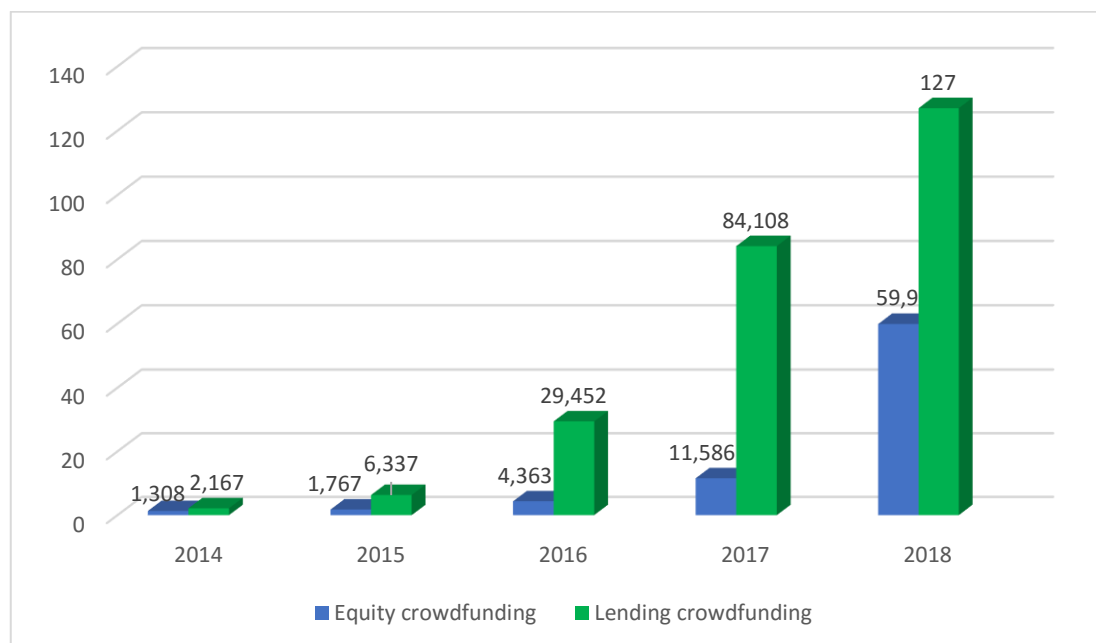
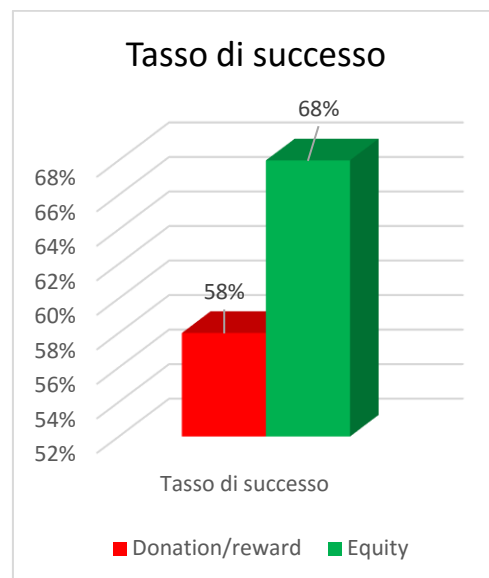


Grafico 3.4: Volume di raccolta delle campagne di equity e lending crowdfunding in Italia 2014-2018 (dati in milioni EUR)

Infine, i dati riguardo la diffusione delle diverse tipologie nel nostro Paese sono i seguenti: 12.780 progetti donation/reward intrapresi fino al 2018, e 307 di equity. Il tasso di successo delle due tipologie appena citate è rispettivamente del 58% e 68%²⁰¹.

²⁰⁰ Starteed, Il Crowdfunding in Italia, Report 2018. Disponibile su: <https://www.crowdfundingreport.it/>

²⁰¹ Starteed, Il Crowdfunding in Italia, Report 2018. Disponibile su: <https://www.crowdfundingreport.it/>



Il settore è in continua evoluzione e sono tre i principali trend previsti per il futuro: la moltiplicazione delle piattaforme di nicchia, dedicate cioè a particolari settori, come il *gaming*, la cultura, la musica, lo sport e il no-profit; l'evoluzione culturale degli investitori: da semplici cittadini con qualche risparmio da gettare nell'agone dell'alta finanza a veri e propri professionisti del crowdfunding; e infine, la nascita di piattaforme aziendali di raccolta fondi: una soluzione innovativa, quest'ultima, per finanziare le attività interne di ricerca e sviluppo²⁰².

3.1.1 I vantaggi per le imprese

Data la considerevole crescita che sta avendo il fenomeno, ci si è interrogati se questa nuova modalità di finanziamento oltre a fornire un'ulteriore alternativa di disintermediazione, generasse anche vantaggi per gli imprenditori.

Tra i benefici non finanziari che scaturiscono dal raccogliere fondi tramite crowdfunding, risalta il feedback preliminare che si ottiene del progetto²⁰³. La folla, essendo vicina al mercato dei prodotti, può essere una buona guida riguardo il

²⁰² Studio effettuato da *CrowFund Blog* disponibile su: <https://crowfundcampus.com/blog/>

²⁰³ Il fondatore della piattaforma di crowdfunding Indiegogo, Danae Ringelmann, ha affermato che le persone le cui campagne non hanno avuto alcun successo, spesso ringraziano i gestori della piattaforma dicendo che nel giro di poche settimane hanno potuto scoprire che la loro idea non sarebbe piaciuta a nessuno, senza dover aspettare i tempi più lunghi che sarebbero trascorsi con un classico metodo di finanziamento. (Bloomberg, 03/28/2014)

potenziale successo di un progetto²⁰⁴. Il crowdfunding, in questo modo, riduce il rischio di fallimento e di incertezza e aumenta l'opzione reale²⁰⁵ del progetto imprenditoriale, offrendo il vantaggio della flessibilità. Secondo uno studio effettuato su un campione di dati appartenente al più grande mercato di crowdfunding, Kickstarter, il feedback fornito dal crowdfunding incide molto sulle successive decisioni degli imprenditori: un aumento del 50% dell'ammontare raccolto con il crowdfunding, aumenta la probabilità di una conseguente commercializzazione del prodotto del 9%. Interrogando 262 imprese che si sono rivolte a Kickstarter per reperire fondi, il 63,4% ha dichiarato di scegliere il crowdfunding per testare il mercato e ottenere un feedback che non si avrebbe rivolgendosi ad un intermediario²⁰⁶. Da sottolineare che il feedback viene fornito a costo zero.

In più, gli investitori che si accingono ad offrire denaro sulle piattaforme online hanno la possibilità di rimanere anonimi oppure di indentificarsi magari inserendo anche il link del proprio profilo social (es. LinkedIn) o del proprio sito web. Evidenze empiriche mostrano che una campagna di successo ha una maggiore porzione di investitori con profili pubblici, in particolare se si espongono nei primi cinque giorni di lancio²⁰⁷. Infatti, il poter identificare gli investitori che hanno aderito al finanziamento di un particolare progetto suscita maggiormente l'attenzione di altri, che a loro volta saranno incentivati ad investire²⁰⁸.

In secondo luogo, rivolgersi al crowdfunding può incrementare le opportunità di ottenere fondi tramite altre forme di finanziamento, come per esempio business angel o venture capital, nel caso in cui le imprese possono vantare una campagna di successo garante dell'esistenza di un mercato per l'attività e di persone che ci credono²⁰⁹. Questo

²⁰⁴ Un approccio allo studio del crowdfunding è proprio la prospettiva "Wisdom of the crowds"

²⁰⁵ Si intende il valore attuale del progetto tenuto conto della possibilità di espansione.

²⁰⁶ Xu, Ting, *Learning from the Crowd: The Feedback Value of Crowdfunding* (September 30, 2018). Pp. 1-4 Disponibile su:

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2637699> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2637699>

²⁰⁷ Vismara, S. (2016), *Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding*, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16 nov 2016, DOI: 10.1111/etap.12261.

²⁰⁸ Questo effetto è noto come cascata informativa. Una premessa del crowdfunding è che gli investitori si affideranno almeno in parte alla saggezza collettiva della folla per prendere decisioni di investimento basate su una mole informativa più vasta. Ci si aspetta ciò secondo l'assunzione di base che le persone possiedono conoscenze maggiori se presi collettivamente e non singolarmente.

²⁰⁹ Ibrahim, D. M., *Crowdfunding Signals* (November 9, 2017). William & Mary Law School Research Paper No. 09 - 369, 53 Ga. L. Rev. ___ (2019). Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3068323>

tipo di visibilità è importante perché gli investitori di crowdfunding spesso erogando piccole somme non riescono ad assicurare alle imprese il finanziamento di stadi successivi della crescita.

Infine, il crowdfunding può risultare un ottimo strumento di marketing per presentare un nuovo prodotto, una nuova impresa o una sua espansione²¹⁰. Infatti, sarebbe riduttivo riferirsi al crowdfunding pensando solo ad aziende di nuova costituzione che vogliono lanciarsi sul mercato. L'elemento di novità può quindi essere ravvisato non solo in una fase di neo-costituzione societaria, ma anche nel caso in cui un'impresa esistente da anni voglia dar vita ad un progetto o commercializzare un prodotto innovativo²¹¹.

Apprendo una piccola parentesi sul finanziamento tramite equity crowdfunding, si può notare come in tal modo le imprese necessariamente disporranno di mezzi propri adeguati alle dimensioni dell'investimento di cui hanno bisogno e tali mezzi saranno procurati da una moltitudine di soggetti (tra cui per obbligo gli investitori qualificati²¹²) che in più apporteranno competenze, relazioni e vigilanza.

Il primo aspetto consentirà di aumentare la dimensione media delle società, mentre il secondo di allargare la compagine sociale, spesso ristretta al nucleo familiare. Di conseguenza sarà possibile superare due limiti tipici delle PMI europee, in particolar modo di quelle italiane²¹³. Si pensi che nel Mezzogiorno ci sono 25.000 imprese di cui 7.000 (27%) che presentano un rapporto debiti/Ebitda inferiore a 2, tale per cui sono definite solvibili da Cerved²¹⁴. E' stato calcolato che ognuna di queste aziende potrebbe finanziare mediamente la propria crescita con 1,35 milioni e non peggiorare

²¹⁰ Commissione Europea, *Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos'è.*, p. 7, Ref. Ares(2015)1989921 - 11/05/2015, 2015

²¹¹ Sganzerla, A., *Proposta di regolamentazione del crowdfunding della Commissione Ue*, Diritto24, 15/03/2018. Disponibile su:
<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatoImpresa/2018-03-15/proposta-regolamentazione-crowdfunding-commissione-ue-120108.php>

²¹² Art. 24, comma 2 del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line del 2013, Aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018. Disponibile su:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592_in_vig_2018.pdf/37067552-9179-489a-b18c-05fc30545d7e

²¹³ Mirra, V., *Equity crowdfunding: la guida pratica. Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start up e nuovi finanziamenti*, Le guide di Filodiritto, 2014. Pp. 9-11. Disponibile su:

https://www.filodiritto.com/documenti/2014/mirra_crowdfunding-interattivo.pdf

²¹⁴ Cerved&Confindustria, Rapporto PMI Mezzogiorno, 2018

il proprio merito creditizio. Malgrado ciò, questo non accade probabilmente perché il costo del debito è ancora elevato e gli imprenditori preferiscono crescere limitatamente invece di aumentare il rapporto debiti/patrimonio netto. In quest'ottica il crowdfunding potrebbe risolvere il problema e rappresentare un primo passo per predisporre anche a raccolte più rilevanti come una quotazione in Borsa²¹⁵.

Si evidenziano vantaggi specifici anche nel social lending. In questo caso, il prestatore paga un tasso di interesse leggermente più alto rispetto ai finanziamenti a medio termine per l'acquisto di impianti e macchinari ma significativamente più basso rispetto ai tassi del normale credito al consumo²¹⁶. In aggiunta, rispetto al canale bancario tradizionale, il social lending: incrementa la possibilità di accesso al credito; consente una maggiore flessibilità dei tassi di interesse nel caso in cui la campagna sia popolare; prevede una soglia minima di prestito generalmente bassa che può attrarre una maggiore platea di soggetti; infine, il prestito è rimborsato attraverso versamenti diretti alla piattaforma, che successivamente distribuisce i rimborsi ai prestatori²¹⁷.

Tuttavia, sarebbe poco ragionevole non tener conto dell'esistenza di rischi in cui si può incorrere. In primis, non si ha una garanzia di successo della campagna e conseguente raggiungimento dell'obiettivo. Oltre a ciò, la proprietà intellettuale diventa di dominio pubblico, è importante informarsi su come proteggerla. Ancora, ogni esempio di trascuratezza, errore o insufficiente preparazione avrà ripercussioni negative sull'immagine dell'impresa e su quella del progetto o iniziativa imprenditoriale, il che può provocare un danno alla reputazione. In ultimo, c'è la possibilità che gli investitori decidano di andarsene²¹⁸.

²¹⁵ Allegreni, F., *Equity crowdfunding come opportunità complementare per finanziare la crescita delle pmi nel sud*, CrowdfundingBuzz, 26/10/2018. Disponibile su: <http://www.crowdfundingbuzz.it/equity-crowdfunding-come-opportunita-complementare-per-finanziare-la-crescita-delle-pmi-nel-sud/>

²¹⁶ Questo avviene grazie alla riduzione dei costi di intermediazione dovuta all'utilizzo di servizi altamente automatizzati. V. Borsa Italiana, P2P lending, 11 settembre 2015 su: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/p2plending-224.htm>

²¹⁷ De Luca, R., *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015. Disponibile su: <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/846>

²¹⁸ Commissione Europea, *Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos'è.*, pp. 9-11, Ref. Ares(2015)1989921 - 11/05/2015, 2015

3.1.2 I vantaggi per gli investitori

La crescita esponenziale del crowdfunding può essere spiegata anche dai numerosi benefici che apporta agli investitori.

Un primo vantaggio consiste nel fatto che le piattaforme forniscono accesso al credit scoring del potenziale prenditore di fondi e notificano in tempo reale le offerte dei prestatori di fondi, aiutando gli investitori a diversificare il proprio portafoglio²¹⁹.

Nel caso di equity crowdfunding, gli investitori si identificano in un'ampia community che ha intenzione di impiegare un piccolo ammontare di denaro in un progetto a cui si sentiranno legati anche dal punto di vista emotivo. Effettuare ricerche di due diligence prima dell'investimento e monitorare lo sforzo manageriale in un secondo momento sarebbe troppo dispendioso proporzionato alla somma erogata. Le piattaforme risolvono questo disincentivo ad investire provvedendo alla due diligence e alla valutazione del progetto prima che sia offerto al pubblico²²⁰, garantendone la qualità dello stesso. Per offrire questo servizio, vengono adottati metodi diversi. Per esempio, l'australiana ASSOBS richiede ad ogni start up di instaurare una business relationship con un business adviser professionale che si occuperà di guidare la società nel processo e monitorarla dopo l'offerta. L'esperienza richiesta nel preparare un pitch²²¹ e il dover fornire le informazioni in modo trasparente in anticipo²²² (non ci sono più le conversazioni dirette con gli investitori interessati) risulta un vantaggio per la folla prestatrice di fondi, ma si rivela allo stesso tempo una sfida per le imprese. In ogni caso, anche se l'emittente mette a disposizione le stesse informazioni a tutti i tipi di investitori, ciò non elimina l'asimmetria sostanziale legata alle capacità cognitive di elaborazione e valutazione delle informazioni stesse. Gli investitori sofisticati, infatti,

²¹⁹ Morse, A., *Peer to Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, NBER Working Paper no. 20899, (January), 2015. Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w20899>.

²²⁰ Fenwick, M., McCahery, J. A. and Vermeulen, E., P.M., *Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending* (September 12, 2017). TILEC Discussion Paper No. 2017-25; ECGI - Law Working Paper No. 369/2017; Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2017-3. Disponibile su: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2967891> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2967891>

²²¹ Il pitch non è altro che un documento in slide che l'imprenditore in cerca di un finanziamento prepara come proprio biglietto da visita per presentarsi ai potenziali investitori.

²²² Lewis, N., *Business Angels vs Equity Crowdfunding: 7 Key Differences*, iBusinessAngel, 2013. Disponibile su: <http://www.ibusinessangel.com/2013/04/business-angels-vs-equity-crowdfunding/>.

non sono disincentivati dall'elevato livello di trasparenza perché ritengono di avere un vantaggio competitivo consistente in specifiche capacità di valutazione dell'investimento rispetto alla generalità dei potenziali sottoscrittori²²³.

E' stato già accennato più volte di come l'asimmetria informativa si verifichi maggiormente nel caso di aziende più piccole e meno conosciute e di come la generalità degli investitori spesso non abbia né tempo né motivazione di cercare, processare e verificare ogni informazione riguardante una specifica azienda²²⁴. Infatti, secondo studi di finanza comportamentale²²⁵, l'investitore medio ha una razionalità limitata e utilizza degli *shortcuts*²²⁶ per prendere decisioni²²⁷. In questo il crowdfunding può aiutare grazie ai segnali²²⁸ forniti sulla qualità della società nel momento in cui viene intrapresa una campagna da parte della stessa. Affinchè i segnali siano efficaci è necessario che siano: osservabili (facilmente reperibili e di rilevanza) e costosi (difficili da replicare per le imprese che versano in cattive condizioni). Effettivamente il crowdfunding rispecchia queste due caratteristiche in quanto implica una notevole divulgazione di informazioni a cui sono associati dei costi²²⁹, anche se è proprio qui che nasce un trade-off tra regime di divulgazione rigido e idee impraticabili

²²³ Mirra, V., Zaottini, D, (Consob), *Equity crowdfunding 2.0: meno oneri per imprese e investitori*, Diritto Bancario Approfondimenti, 2016. Disponibile su:
<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/equity-crowdfunding-20-meno-oneri-imprese-e-investitori>

²²⁴ Da considerare anche le informazioni interne (insider) all'azienda che rimangono tali e quindi sconosciute all'investitore.

²²⁵ Le scelte di investimento sono guidate dal rischio percepito più che dal rischio oggettivamente misurato e comunicato nell'informativa finanziaria. Diversi 'filtri' possono segnare un divario più o meno significativo tra rischio percepito e rischio oggettivo con la possibile conseguenza di una eccessiva assunzione di rischio (rispetto alla propria tolleranza emotiva e/o capacità economica). La psicologia cognitiva mostra che emozioni e distorsioni comportamentali possono essere mitigate attraverso una maggiore consapevolezza dei meccanismi cognitivi che distorcono la percezione del rischio. V. Linciano, N., Soccorso, P., *Le sfide dell'educazione finanziaria*, Quaderni di finanza Consob, n. 84, ottobre 2017

²²⁶ Letteralmente "scorciatoie", termine con cui si intendono decisioni intuitive. Va sottolineato però che ci inducono a fare scelte migliori solo se siamo dei professionisti in materia e non dei principianti.

²²⁷ Jolls, C., Sunstein, C. R, Thaler, R., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1477, 1998

²²⁸ Questi forniscono un'approssimazione della qualità della società nel caso in cui sia difficile e costoso reperire l'informazione.

²²⁹ Shadab, H., B., *Henry Manne and Nonpublic Company Disclosure*, 12 J.L. ECON. & POL'Y 361, 368 (2016)

a causa un'eccessiva regolamentazione. Uno studio²³⁰ ha esaminato il *signalling effect* relativo alla divulgazione di informazioni hard e soft. Con il primo termine si intendono per esempio l'età e la condizione finanziaria della società, con il secondo il capitale sociale e la reattività nei confronti di potenziali investitori sulla piattaforma. I risultati mostrano che sono le informazioni soft che inviano segnali forti, perciò si potrebbe pensare di non richiedere quelle hard alle imprese, alleggerendo il carico informativo senza compromettere la protezione degli investitori.

Sempre a beneficio degli investitori, in Italia, sono state intraprese misure volte all'abbattimento dei costi di transazione come l'introduzione, nel D.L. 3/2015, del possibile regime di dematerializzazione di quote e azioni per PMI e startup innovative che ha gettato le premesse per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte in crowdfunding. Tuttavia, il costo della pratica di cessione (che difficilmente è inferiore a € 400) rappresenta ad oggi un potente disincentivo rispetto all'investimento di piccole somme di denaro²³¹. Altra innovazione rilevante, è stato l'innalzamento al 30% delle aliquote per le detrazioni fiscali (per le persone fisiche) e delle deduzioni (per le persone giuridiche) a favore di chi investe nel capitale di rischio di startup e PMI innovative, sotto le condizioni descritte dal Decreto MEF del 30/1/2014. Le detrazioni fiscali per il 2019 sono ancora maggiori (cfr. la Legge di Bilancio 2019: L. 145/2018) anche se manca ancora l'autorizzazione della Commissione Europea.

Analizzando nello specifico i vantaggi del social lending, si evince che i prestatori, in genere, ottengono un rendimento più alto rispetto ad altri tipi di investimento (in base al rapporto rischio-rendimento²³²) e hanno l'opportunità di scegliere direttamente dove allocare le proprie risorse, data l'assenza di un intermediario, come la banca, che fa da tramite tra prestatore e prenditori di fondi.

²³⁰ Knyazeva, A., Ivanov, V. I., *Soft and Hard Information and Signal Extraction in Securities Crowdfunding* (Nov. 17, 2017). 2nd Emerging Trends in Entrepreneurial Finance Conference. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3051380> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3051380>

²³¹ Consiglio nazionale del notariato, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018. Disponibile su: <https://www.notariato.it/sites/default/files/101-2018-I.pdf>

²³² Si fa presente che non ci sono garanzie a difesa del fallimento del debitore.

Investor Education e Financial Literacy

Nonostante il crowdfunding presenti numerosi incentivi anche per gli investitori, questo permette di impiegare denaro in start up emergenti, per antonomasia altamente rischiose e spesso fallimentari. Dato che la metodologia di finanziamento in questione si rifà ad Internet, spesso ritenuto uno strumento di frode, bisogna avere cura di quegli investitori che, non sono molto acuti nel definire la loro strategia di investimento, ma decidono di approcciarsi a questa novità essendo una forma più accessibile di altre. Il fatto che il crowdfunding favorisca l'incontro tra opportunità ad alto rischio e investitori non consapevoli, ha sollevato pensieri critici: alcuni hanno affermato che una regolazione sulla divulgazione delle informazioni non risolverà il problema, il crowdfunding attenderà comunque alla protezione dell'investitore²³³.

Tuttavia, su questo tema, le autorità sono intervenute sia a livello nazionale che comunitario: per rendere edotto l'investitore delle caratteristiche e dei rischi legali all'investimento in start-up sono previste sessioni di *investor education*²³⁴ appositamente predisposte sul sito internet della Consob²³⁵. Per rendere gli investitori consapevoli del rischio, sono stati costruiti diversi livelli di informativa per costruire un "percorso consapevole", attraversando il quale l'investitore viene accompagnato all'acquisizione di alcuni concetti basilari sull'investimento tramite portali *on-line*, prima di poter aderire alle singole offerte di capitale, anch'esse assistite da specifiche

²³³ Dibadj, R., *Crowdfunding Delusions* (November 5, 2015). *Hastings Business Law Journal*, Vol. 12, No. 1, 2015. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2686460>

²³⁴ Secondo quanto mostrato dalla finanza comportamentale, l'*investor education* può ridurre gli errori di valutazione fatti dagli individui a causa della scarsa cultura finanziaria (caratteristiche di prodotti, relazione rischio/rendimento ecc.), sia dall'utilizzo di approssimazioni per la comprensione e semplificazione dei problemi. Nel contesto statunitense, è possibile riscontrare l'efficacia delle attività di *investor education* attuate per prevenire il ricorso eccessivo all'indebitamento da parte delle famiglie. V. Linciano, N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale dei risparmiatori retail*, Quaderni di finanza, Studi e Ricerche Consob, n. 66, gennaio 2010

²³⁵ Inoltre, l'articolo 24 *bis* del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237 (convertito in legge con modificazioni dalla Legge 17 febbraio 2017, n. 15, recante "Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio") "Disposizioni generali concernenti l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale", stabilisce che il Ministero dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministero dell'istruzione, dell'università e della ricerca, adotta il programma per una "Strategia nazionale per l'educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale", la cui attuazione è assegnata al "Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria".

schede di offerta²³⁶. La possibilità di procedere all'investimento sarà comunque subordinata al superamento di un *test* di appropriatezza, dalla validità biennale, e, inoltre, alla possibilità per il singolo investitore di ricorrere ad un sistema che gli consenta di simulare la propria capacità di sopportare le perdite sulla base delle informazioni fornite. Tali presidi sono il frutto di opzioni regolatorie *cognitive-based*, orientate dalla finanza comportamentale e cognitiva, più che dalla teoria dell'investimento razionale. Il fine è rallentare il processo decisionale degli investitori, che potrebbero essere guidati dall'istinto in maniera più rilevante rispetto a quanto accade per le modalità tradizionali di elaborazione delle decisioni finanziarie.

In anni recenti, la conoscenza economico finanziaria di base (alfabetizzazione finanziaria o *financial literacy*), viene vista come strumento essenziale per incrementare il benessere materiale delle persone grazie al suo ruolo nel migliorare le scelte in tema di formazione e gestione della ricchezza e nel ridurre il rischio di errori, inganni e vere e proprie frodi. Infatti, l'obiettivo di divulgazione e trasparenza delle direttive europee²³⁷, concentrate principalmente sulla quantità di informazioni che l'intermediario dovesse fornire al cliente è fallito. Si è acquisita la consapevolezza che non basta la mera divulgazione di nozioni economiche e finanziarie o l'illustrazione di diritti e doveri del risparmiatore/investitore, ma è indispensabile anche assicurare a ciascun cittadino gli strumenti culturali per sviluppare un'attitudine corretta alle decisioni economiche²³⁸. Ad un elevato livello di cultura finanziaria consegue un innalzamento della fiducia complessiva nel sistema economico-finanziario e della competizione corretta tra agenti economici, con un inevitabile riduzione di situazioni di vulnerabilità sociale e implementazione del benessere individuale e collettivo²³⁹.

Secondo i più recenti rapporti internazionali, l'alfabetizzazione finanziaria rimane bassa anche nei Paesi con economie e mercati sviluppati. Tra questi, i Paesi con i

²³⁶ Devono essere fornite informazioni su: il portale, l'investimento in *start-up* innovative (caratteristiche e rischiosità) e le specifiche offerte (per cui è stato previsto, ai fini di una migliore comparabilità, un modello standardizzato allegato al regolamento)

²³⁷ Ci si riferisce alle direttive sulla trasparenza o prospetto, come l'ultimo Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

²³⁸ Zucca, V., *Dalla Consob un invito al risparmio*, Il Sole24Ore, 27 maggio 2016

²³⁹ Pellegrini, M., *Trasparenza bancaria, tecniche cognitive, educazione finanziaria*, in Di Ciommo, E., Troiano, O., *Giurisprudenza e autorità indipendenti nell'epoca del diritto liquido. Studi in onore di Roberto Pardolesi*, La tribuna, 2018 pp. 663-677

sistemi di welfare, e in particolare di previdenza, più generosi mostrano risultati inferiori a quelli di Paesi il cui sistema pensionistico è, anche solo parzialmente, privatizzato. L'Italia²⁴⁰, in particolare, si colloca, assieme a Portogallo e Spagna, agli ultimi posti nella graduatoria dei Paesi europei, con un forte divario di genere a sfavore delle donne²⁴¹.

Ad ogni modo, l'auspicata crescita di consapevolezza in materia di educazione finanziaria in Italia e la buona riuscita dei primi progetti fanno ben sperare per il futuro. La legislazione dovrà continuare ad intervenire, adattandosi nel limite del possibile alle specificità del fenomeno, cercando di regolare al meglio l'inevitabile trade-off tra oneri amministrativi e regolatori, semplificazione/ rapidità delle transazioni online e tutela degli investitori²⁴².

3.2 Regolamentazione in materia di crowdfunding: Europa e USA

In Europa, si è posta attenzione al fenomeno a livello comunitario in occasione del "Crowdfunding: State of Play"²⁴³, tenutosi a Bruxelles nel 2012. Da lì, si è assistito alla pubblicazione di alcuni documenti da parte dell'Autorità di vigilanza a fini illustrativi delle tipologie e dei rischi, ma non una regolamentazione esaustiva ed armonizzata. Nello stesso anno, l'ESMA²⁴⁴ ha pubblicato l'*Investor Warning*²⁴⁵, contenente avvertenze per gli investitori riguardo le insidie dell'investimento online. Il che però non era sufficiente a garantire la certezza giuridica circa l'uniformità della

²⁴⁰ Si pensi che l'indice di educazione finanziaria tra gli studenti quindicenni elaborato dalla Banca d'Italia sui dati OCSE-PISA, mostra come le nuove generazioni siano poco informate sulle materie economiche e finanziarie, posizionandosi al di sotto della media OCSE con la Cina che presenta livelli doppi rispetto alla media indicata. V. Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), *Results from Pisa 2015 Financial Literacy*, 2018. Disponibile su: <https://www.oecd.org/pisa/>.

²⁴¹ Centro di Ricerca e documentazione Luigi Einaudi & Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2017. Consapevolezza, fiducia, crescita: le sfide dell'educazione finanziaria*, disponibile su:

https://www.centroeinaudi.it/images/abook_file/Risparmio_COMPLETO_2017_24-07-2017.pdf

²⁴² Mirra, V., *Il fenomeno dell'equity crowdfunding e le future modifiche all'assetto legislativo-regolamentare. Ci siamo quasi...*, FCHUB, 2015. Disponibile su: <https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding.pdf>

²⁴³ Il workshop è stato organizzato dalle direzioni generali *Connect* e *Enterprise & Industry* della Commissione Europea.

²⁴⁴ *European and Market Securities Authority*, autorità di vigilanza europea del mercato finanziario.

²⁴⁵ Disponibile su: http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_-_it_0.pdf

disciplina applicabile, dato che le regole erano ancora inesistenti nei singoli Stati²⁴⁶. Tuttavia, l'argomento era d'interesse per la Commissione Europea che nel 2013 avviò una consultazione pubblica²⁴⁷ sottoponendo un questionario sul processo di finanziamento del crowdfunding affinché i cittadini, le imprese e gli altri stakeholders condividessero il loro punto di vista in merito a rischi e benefici.

Successivamente, al fine di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza nell'Unione Europea, nel 2014 l'ESMA ha pubblicato un *Opinion*²⁴⁸ per le autorità nazionali competenti e un *Advice* per le istituzioni europee sulla materia. Infine, anche il *Green Paper*²⁴⁹ sulla Capital Markets Union ha posto l'attenzione su questo strumento, poiché si pensa possa contribuire al finanziamento dell'economia europea anche al di là delle frontiere nazionali.²⁵⁰

Nel marzo 2018, la Commissione Europea ha presentato una proposta²⁵¹, che una volta fatta propria dal Parlamento europeo ed emanata dal Consiglio in forma di regolamento²⁵², permetterà alle piattaforme di presentare domanda per ottenere il marchio UE sulla base di un unico insieme di norme²⁵³ e di offrire i loro servizi in tutta l'Unione. La possibilità di effettuare attività transfrontaliere agevolerà l'ampliamento dei servizi di crowdfunding nel mercato interno aumentando così l'accesso ai

²⁴⁶ In molti Stati europei non esistevano regolazioni sulla materia, l'Italia è stata la prima a regolare l'equity crowdfunding nel 2012. V. par. 3.2.1.

²⁴⁷ Commissione Europea, *Consultation by the European Commission on Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, 2013. Disponibile su: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/index_en.htm.

La consultazione pubblica è uno strumento utilizzato per consentire la partecipazione attiva al processo decisionale e sollecitare un confronto aperto e costruttivo con tutti i soggetti interessati ad approfondire le proposte legislative ed amministrative.

²⁴⁸ Disponibile su: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf

²⁴⁹ Commissione Europea, *Green Paper, Building a Capital Market Union*, Brussels, 18.2.2015 COM(2015) 63 final. Disponibile su: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf

²⁵⁰ Commissione Europea, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission staff working document, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final. Disponibile su: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

²⁵¹ Disponibile su: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113_en

²⁵² Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese - *Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*

²⁵³ Nonostante in paesi come l'Italia siano presenti normative nazionali, l'assenza di un quadro normativo unico ed omogeneo all'interno dell'intera Unione Europea si sta rivelando una grande barriera per la diffusione del crowdfunding

finanziamenti per gli imprenditori, le start-up, le imprese in fase di espansione e le PMI in genere²⁵⁴. Perciò gli investitori sulle piattaforme di crowdfunding²⁵⁵ saranno protetti da norme chiare in materia di informativa di *governance* e di gestione del rischio e da un approccio coerente alla vigilanza²⁵⁶. Si tratta di un'azione regolamentare che uniforma le regole di protezione degli investitori e della gestione dei portali per tutte quelle piattaforme che decideranno di abbandonare la licenza nazionale per ottenere la licenza rilasciata dall'autorità europea per i mercati finanziari (ESMA)²⁵⁷. Laddove, però, un portale scelga di farsi autorizzare dall'ESMA (cd. "*opt-in*"), una volta ottenuta tale autorizzazione esso dovrà rinunciare alla autorizzazione domestica (o alle eventuali ulteriori autorizzazioni ottenute in altri Stati Membri) e viceversa. Con riferimento alle esperienze transnazionali, va prestata particolare attenzione agli Stati Uniti. Nel 2011, il presidente Barack Obama ha approvato il *Jumpstart Our Business Startsup*²⁵⁸ ("Jobs Act") che ha introdotto la cosiddetta *crowdfunding exemption*²⁵⁹, una particolare esenzione al *Securities Act*²⁶⁰ per l'autorizzazione

²⁵⁴ Commissione Europea, *Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, UE, 08/03/2018, p. 2. Disponibile su:

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-113-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>

²⁵⁵ L'ambito di applicazione del Regolamento ECSP riguarda esclusivamente il *crowdinvesting* (equity e lending crowdfunding con esclusione del peer to peer lending). L'inclusione dei modelli di business reward e donation risulterebbe sproporzionata in quanto non trattano prodotti finanziari e le asimmetrie informative create da questi prodotti.

²⁵⁶ I gestori dovranno infatti comunicare ai potenziali clienti, già in fase precontrattuale e nel materiale pubblicitario, in maniera chiara, comprensibile, completa e corretta, tutte le informazioni utili a consentire il pieno apprezzamento dei costi, delle condizioni, della natura e dei rischi correlati in qualsiasi modo ai servizi prestati. Cruciale, da questo punto di vista, è il cd. *Key Investor Information Sheet* ("KIIS"), un documento dalla lunghezza non superiore a 6 pagine che dovrà essere messo a disposizione del potenziale investitore.

²⁵⁷ Il Regolamento UE troverà però applicazione solo dopo 12 mesi dalla sua entrata in vigore, probabilmente nell'aprile 2019. Le prime richieste di autorizzazione presso l'ESMA potranno pertanto essere inoltrate, con ogni probabilità, nel primo semestre del 2020 e l'operatività dei primi portali autorizzati da parte dell'ESMA potrà avvenire nel secondo semestre 2020.

²⁵⁸ La normativa si compone di sette titoli: TITOLO I – Riaprire il mercato dei capitali americano alle growth companies emergenti; TITOLO II – Accesso ai capitali per i creatori di posti di lavoro; Titolo III – Crowdfunding; TITOLO IV – Formazione per le piccole imprese; TITOLO V – Flessibilità e crescita delle private company; TITOLO VI – Espansione del capitale; TITOLO VII – Superare i cambiamenti della legge o Commissione.

²⁵⁹ Seguendo attentamente il nuovo corpo di regole, le start up possono evitare la classica procedura di registrazione prevista per le IPO.

²⁶⁰ Securities Act del 1933, accompagnato dal Sarbanes-Oxley Act (2002) e dal Dodd Frank Act (2010) hanno l'obiettivo di proteggere gli investitori da perdite di denaro e prevenire il rischio sistemico nell'economia. Il primo interviene in materia di registrazione sui mercati, il secondo è stato introdotto per migliorare la corporate governance e garantire la trasparenza delle scritture contabili ,

all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di crowdfunding. L'esenzione appena accennata vale solo per le attività svolte attraverso appositi *funding portal* registrati presso la SEC. Inoltre, la normativa statunitense prevede la possibilità di raccogliere fino ad un massimo di un milione di dollari annui nei confronti di soggetti privati, i quali sono soggetti ad un limite massimo di investimento rapportato al proprio reddito: 2 mila dollari o il 5 % se il reddito è inferiore ai 100 mila dollari annui o 10 % nel caso il reddito sia superiore a questa soglia. Infine. Gli investitori saranno tenuti a svolgere tutta una serie di attività di *investor education*, al fine di assumere la consapevolezza dei rischi che possono fronteggiare. Il Titolo III è dedicato al crowdfunding ed ha cominciato a produrre effetti dal maggio 2016, dopo che nell'ottobre 2015, la SEC aveva adottato la regolazione finale, la cosiddetta Regulation Crowdfunding²⁶¹.

Alcuni studi, hanno monitorato gli effetti successivi all'implementazione di questa regolazione. Durante i primi cento giorni si è osservato che il 72% delle imprese che hanno provato il crowdfunding era composto da società tecnologiche e con meno di cinque anni di vita²⁶². In aggiunta, la relazione tra il livello di capitale raccolto precedentemente e quello successivo all'emanazione del Reg CF²⁶³ è significativa (il 49% delle imprese è riuscita a raggiungere l'obiettivo) ma è stato osservato come i risultati positivi si hanno per i finanziamenti early stage, non per campagne di fundraising iniziali²⁶⁴. Infine, gli investitori sono per la maggior parte sofisticati (come si osserverà in seguito per l'Italia) e investono in progetti che presentano maggiore

il terzo a protezione dei consumatori. Questa regolazione risulta onerosa per le-startup che hanno intenzione di raccogliere somme modeste di solito al di sotto del milione di dollari.

²⁶¹ U.S SEC, *Regulation Crowdfunding*, Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13. P. 8. Disponibile su: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-249.html>

²⁶² Saha, A., and Parsont, J., *Regulation Crowdfunding: A Viable Capital-Raising Method for Tech Companies?* The Columbia Law School Blue Sky Blog, 6 marzo 2017

²⁶³ Regulation Crowdfunding

²⁶⁴ Fenwick, M., McCahery, J. A. and Vermeulen, E., P.M., *Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending* (September 12, 2017). TILEC Discussion Paper No. 2017-25; ECGI - Law Working Paper No. 369/2017; Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2017-3. Disponibile su:

SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2967891> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2967891>

informazione disponibile alla SEC, meno debito a lungo termine e alti *Stratifund*²⁶⁵ ratings.

3.2.1 Il primo intervento a livello mondiale in materia di equity crowdfunding proviene dall'Italia

In Italia, nel 2011 è stata istituita una *task force* presso il Ministero dello Sviluppo Economico per approfondire il fenomeno crowdfunding e presentare proposte al governo italiano. E' stata posta particolare attenzione sull'equity crowdfunding: l'Italia è il primo Paese ad aver adottato una regolamentazione specifica riguardo questa forma di finanziamento. Ci si riferisce inizialmente ad una normativa primaria (c.d. Decreto crescita-bis o Crescita 2.0)²⁶⁶ volta a fornire misure di favore²⁶⁷ nei confronti di start-up innovative considerate il motore per la creazione di idee cercando di risolvere il problema della scarsità di canali per raccolta fondi riscontrato da questo tipo di imprese²⁶⁸. Accanto alla ricerca di una procedura di autorizzazione semplice e snella, non può mancare la creazione di meccanismi di trasparenza e informazione per chiarire al cittadino che permane il rischio di perdere il capitale investito. L'intenzione era "creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up. Questo quadro dovrebbe anche ispirare

²⁶⁵ Stratifund, nata nel febbraio 2016, è una piattaforma educativa per gli investitori di equity crowdfunding e offre un sistema di ratings per imprese early stage.

²⁶⁶ Decreto-legge n. 179/2012 convertito, con modifiche, nella Legge n. 221/2012. Emanato successivamente alla presentazione del rapporto "Restart, Italia!" da parte della *task force* del Ministero dello Sviluppo economico, guidato dall'allora ministro Corrado Passera. Lo stesso Decreto ha introdotto altre innovazioni significative quali lo status della *start up* innovativa e le semplificazioni che hanno dato il via all'industria dei mini-bond. Disponibile su: <http://www.gazzettaufficiale.it/>, sezione Normativa. Artt. rilevanti: 25, 26, 27, 28, 29 e il 31 che riguardano le start-up innovative, oltreché l'art. 30 che riguarda i gestori di piattaforme di crowdfunding.

²⁶⁷ Si è intervenuti sulla semplificazione per l'iscrizione al Registro delle Imprese, riducendo gli oneri e prevedendo una disciplina specifica dei rapporti di lavoro nonché deroghe al diritto societario e fallimentare, si è mirato a creare condizioni e strumenti favorevoli per la nascita di nuove *start-up*. Inoltre, con la predisposizione di incentivi fiscali per gli investimenti in start-up e per gli incubatori¹, è stato quello di favorire la progressiva crescita delle *start-up* innovative

²⁶⁸ Mirra, V., *Il fenomeno dell'equity crowdfunding e le future modifiche all'assetto legislativo-regolamentare. Ci siamo quasi...*, FCHUB, 2015. Disponibile su: <https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding.pdf>

e sostenere lo sforzo che negli ultimi anni le regioni e altri attori pubblici e privati hanno profuso a favore delle nuove imprese innovative”²⁶⁹.

In ambito di normativa secondaria, la Consob è stata la prima autorità a livello mondiale ad essere intervenuta con apposito regolamento nel giugno 2013. In principio è stato adottato un approccio di *better regulation* in modo da stimolare la collaborazione del maggior numero di soggetti interessati al fenomeno²⁷⁰. Probabilmente, questa prima regolamentazione specifica adottata in Italia ha svolto un ruolo di guida per gli interventi predisposti negli altri Paesi europei.

A partire dall’entrata in vigore del Regolamento, la Consob ha avviato un’attività di monitoraggio basata, principalmente, sulla raccolta di dati necessari per la partecipazione al “sistema permanente di monitoraggio e valutazione delle politiche a favore delle start-up innovative” istituito dall’articolo 32 del decreto crescita-bis e coordinato dal Ministero dello Sviluppo Economico. Ciò che si è riscontrato è un ambiente finanziario affidabile, anche se l’assenza di situazioni patologiche poteva dipendere dallo stadio ancora minimale di realizzazione del fenomeno. Le evidenze empiriche²⁷¹ hanno mostrato come i sottoscrittori fossero principalmente pochi investitori sofisticati che offrivano importi mediamente elevati²⁷². Anche uno studio britannico riporta risultati coerenti con quanto riscontrato in Italia²⁷³. Infine, la preventiva sottoscrizione di investitori professionali non è risultata una discriminante del successo dell’operazione e dell’affidabilità dell’emittente²⁷⁴.

²⁶⁹ Relazione illustrativa del decreto crescita bis p. 55. Disponibile su: https://www.ilsole24ore.com/pdf/2010/SoleOnline5/_Oggetti_Correlati/Documenti/Norme%20e%20Tributi/2012/10/relazione-illustrativa-misure-urgenti.pdf?uuid=e87ef8a8-1085-11e2-b3c9-81c594b5c6d4

²⁷⁰ E’ stata predisposta un’indagine conoscitiva sul fenomeno e successivamente un *open-hearing* (Roma, 01 febbraio 2013) volto ad un maggiore coinvolgimento e ad una maggiore comprensione della materia.

²⁷¹ Consob, *La qualità della regolazione nell’esperienza della Consob: dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione Il caso dell’equity crowdfunding*, Discussion Paper, 6 aprile 2016. Disponibile su: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/dp6>

²⁷² Queste caratteristiche sono più vicine ad una forma di *club-deal*: una modalità di acquisizione aziendale da parte di un gruppo di business angels e imprese di private equity che decidono di condividere l’elevato rischio connesso alla fase di sviluppo di una start-up.

²⁷³ Estrin, S., Khavul, S., *Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?* CentrePiece, rivista edita dal Centre for Economic Performance (CEP) della London School of Economics, 2016. Disponibile alla pagina web <http://cep.lse.ac.uk/pubs/download/cp462.pdf>

²⁷⁴ L’unica offerta che presentava dall’origine la sottoscrizione di uno di tali investitori risulta fra quelle non andate a buon fine. In ogni caso, nelle offerte non andate a buon fine, la causa è stata

Con il decreto-legge n. 3/2015²⁷⁵, convertito nella legge n. 33/2015, è stata estesa la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite portali on-line alle PMI innovative, agli OICR e a società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative, alle ‘*startup* turismo’ previste dall’articolo 11-bis del D.L. 83/2014²⁷⁶. Sorta la necessità di adeguare la regolamentazione²⁷⁷, la Consob avviò una consultazione pubblica preliminare, dalla quale è emerso che alcuni elementi procedurali si sono rivelati gravosi e che c’era bisogno di una maggiore efficacia dell’informativa e di estensione dei presidi connessi alla prestazione del servizio²⁷⁸. Un ulteriore passo in avanti è stato fatto con la Legge di Bilancio 2017 (legge 11 dicembre 2016, n. 232) è stata estesa la disciplina contenuta nel TUF (cfr. artt. 50-quinquies e 100-ter) a tutte le PMI²⁷⁹, ma costituite nella forma S.p.a. Infine, con il decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017, è stata concessa la possibilità di ricorrere all’equity-based crowdfunding anche alle società costituite nella forma S.r.l., ossia la quasi totalità del tessuto imprenditoriale italiano²⁸⁰. Allargando l’orizzonte dell’applicazione soggettiva, aumentando la tutela degli investitori e non appesantendo

sempre la scarsità di adesioni piuttosto che la mancata sottoscrizione da parte di un investitore istituzionale.

²⁷⁵ C.d. Decreto Investment Compact

²⁷⁶ Osservatori Entrepreneurship & Finance, 3° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano, luglio 2018

²⁷⁷ Nuovo documento pubblicato nel 2016 nel quale:

1. Viene esteso il novero degli investitori ‘professionali’ a quelli classificati ‘su richiesta’ ai sensi della disciplina MiFID dall’intermediario di cui sono clienti, rendendo più facile per le imprese rispondere al requisito della quota minima del 5% dell’offerta (la quota investita da investitori professionali doveva superare tale soglia); inoltre si considerava ammissibile nel computo del 5% anche la parte sottoscritta da investitori ‘seriali’ nel *crowdfunding* (quali ad esempio i *business angels*) o persone fisiche con esperienza di amministratori in *startup* o PMI innovative
2. si introduce l’obbligo di inizio delle attività da parte dei portali entro 6 mesi dall’autorizzazione, pena la decadenza dell’autorizzazione stessa;
3. si dava la possibilità al gestore del portale di verificare direttamente, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l’investimento comporta (verifica prima effettuabile solo da banche e SIM).

²⁷⁸ Mirra, V., *Modifiche al regolamento Consob sull’equity crowdfunding: semplificazioni per sfruttare il potenziale di questo canale di finanziamento alternativo al canale bancario*, 2016. Disponibile su: <http://www.dirittobancario.it/news/strumenti-di-finanziamento/modifiche-regolamento-consob-equity-crowdfunding-semplificazioni-canale-finanziamento>

²⁷⁹ Mirra V., *L’equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in Lener R., *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, settembre 2018

²⁸⁰ Mirra, V., *Il crowdfunding vola e si allarga a tutte le PMI*, FCHUB 2018. Disponibile su: https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/crowdfunding_PMI.pdf

gli oneri per gli intermediari, si è assistito ad una notevole espansione del fenomeno: il capitale raccolto nel 2017 attraverso questo canale di investimento ha avuto un incremento totale complessivo del +123% rispetto ai 12 mesi precedenti²⁸¹. In aggiunta, si pensi che nei primi mesi del 2018 si è registrato un volume di raccolta complessivo superiore a quanto registrato in tutto il 2017²⁸². Il valore totale della raccolta ammonta a circa 244,7 milioni, di cui solo 111,5 raccolti nel 2018²⁸³.

Dopo una consultazione pubblica, con Delibera n. 20264 del 17/1/2018, la Consob ha recepito le novità legislative di cui sopra e ha aggiornato il Regolamento del 2013, introducendo alcune significative novità²⁸⁴.

Nel tentativo di supportare lo sviluppo economico del Paese, si può vedere come il legislatore italiano abbia cercato da un lato di tutelare l'investitore (soprattutto nel caso di investitori non qualificati - come, ad esempio, i privati cittadini) e dall'altro il corretto funzionamento del mercato²⁸⁵.

Infine, è interessante sottolineare che con la Legge di Bilancio 2019 (l. 45/2018), si è estesa la possibilità alle PMI di finanziarsi *on-line* attraverso obbligazioni o altri strumenti di debito dal 1° gennaio 2019. La manovra restringe l'accesso agli strumenti di debito ai soli investitori professionali. La Consob sta preparando un regolamento a riguardo per chiarire gli adempimenti e la documentazione richiesta: sarebbe

²⁸¹ Osservatorio CrowdFunding, 2° Report italiano sul CrowdInvesting, 30 giugno 2017

²⁸² Osservatori Entrepreneurship & Finance, 3° Report italiano sul CrowdInvesting, Politecnico di Milano, luglio 2018 p. 2

²⁸³ Starteed, Il Crowdfunding in Italia, Report 2018. Disponibile su:
<https://www.crowdfundingreport.it/>

²⁸⁴ Tra le quali:

1. la definizione dei requisiti per la copertura assicurativa minima da offrire agli investitori sia a livello di singolo investimento sia a livello complessivo per la piattaforma;
2. il rafforzamento dei presidi organizzativi in termini di conflitto di interessi (con una disciplina specifica per i gestori che intendono raccogliere capitale sulla loro stessa piattaforma). Per ora iniziativa seguita solo da Crowdfundme Srl.
3. la riduzione della soglia del 5%, relativa alla frazione minima dell'offerta che deve essere sottoscritta da investitori 'qualificati', al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta

²⁸⁵ Alovisi, P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commenta, 2014. Disponibile su:
<http://www.dirittobancario.it/rivista/finanza/mercati-finanziari-e-regole-di-sistema/equity-crowdfunding-uno-sguardo-comparatistico>

interessante se si creasse un mercato differente e parallelo rispetto ai due già esistenti a cui questa forma di finanziamento si avvicina: equity crowdfunding e mini-bond²⁸⁶. Ad oggi, osservando l'industria dell'equity crowdfunding in Italia, è possibile constatare: un consolidamento del mercato (poche piattaforme hanno catalizzato l'attenzione di chi cerca capitale lasciando poco spazio ai nuovi entranti) e una scarsa presenza di investitori rispetto al potenziale universo dei risparmiatori italiani (di cui molti hanno contribuito con importi inferiori a 499 euro).

Come è possibile osservare nel grafico 3.3, fra le imprese emittenti continuano a prevalere le start up innovative, l'84,6% del totale, ma aumenta l'incidenza delle PMI innovative (8,4%) e compaiono per il primo anno le PMI (5,1%). I principali settori di destinazione sono il brand/marketing (59%) e la tecnologia (37%)²⁸⁷.

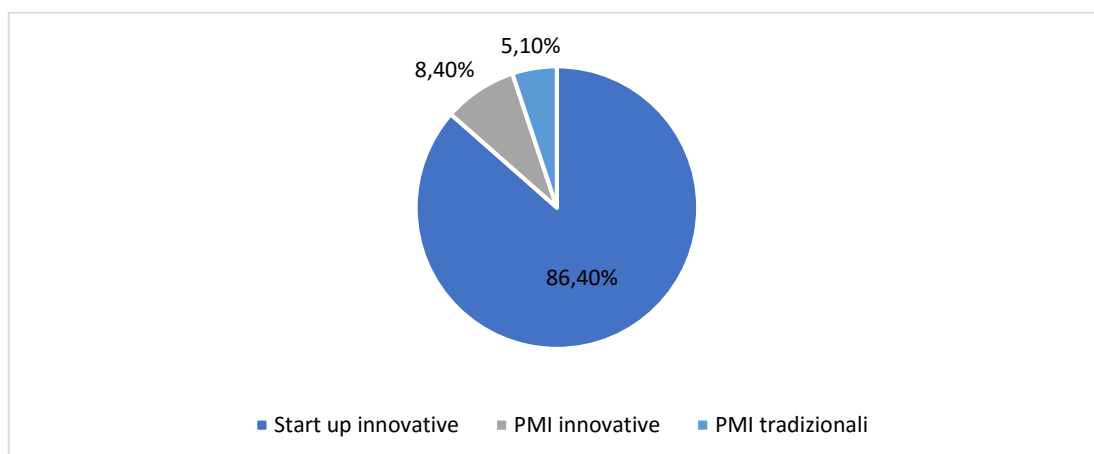


Grafico 3.3: Imprese emittenti nell'equity crowdfunding in Italia (2017)

Tuttavia, la sfida nel medio termine consiste nel capire quali saranno le reali opportunità di rendimento, mentre sono previste nei prossimi 12 mesi le prime exit e l'arrivo sul mercato di PMI mature che sperimenteranno l'equity crowdfunding come alternativa alla quotazione in Borsa²⁸⁸.

Infine, è interessante notare la nascita di una relazione tra mondo bancario e crowdfunding. Anche istituti finanziari (es. Unicredit, Intesa S. Paolo, Banco di

²⁸⁶ Redazione PMI.it, *Credito PMI: la manovra agevola il crowdfunding*, 29 gennaio 2019

²⁸⁷ Gambarini, F., *Crowdinvesting, che passione: in Italia raccolti 249 milioni di euro*, Corriere della Sera, 17/07/2018.

²⁸⁸ Osservatori Entrepreneurship & Finance, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano, luglio 2018 pp. 37-38

Napoli) hanno promosso iniziative di crowdfunding, dando vita a un connubio basato su differenti iniziative e tipologie di collaborazione, a seconda dei modelli finanziari e i rispettivi target ed obiettivi. Questo fenomeno è a conferma dell'evoluzione del ruolo tradizionale delle banche dovuto alla crescente disintermediazione finanziaria che ha rappresentato un'importante sfida per le banche, chiamate a proporre metodi di finanziamento più semplici e trasparenti.

3.3 Il real estate crowdfunding

Il *real estate* crowdfunding è una tipologia di finanziamento collettivo in cui avviene una raccolta di capitali per investimenti immobiliari. In altre parole, è l'applicazione pratica del crowdfunding al settore real estate. Si tratta, sostanzialmente, di «un sottoinsieme del *crowdinvesting*²⁸⁹ che permette a investitori, in cambio di una remunerazione del capitale, di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale, tipicamente l'acquisto di un immobile perché sia messo a reddito, la ristrutturazione di una proprietà o lo sviluppo di un progetto greenfield»²⁹⁰.

Questo fenomeno ha mosso i primi passi negli Stati Uniti dove nel 2012 sono nate le prime piattaforme. Uno studio risalente al 2018 ha mappato 100 piattaforme attive in tutto il mondo, di cui 35 negli Stati Uniti, 47 in Europa e 18 nel resto del mondo. Il grafico 3.4 mostra la rapida crescita dei portali attivi, evidenziando che il numero di piattaforme in Europa ha superato quelle statunitensi.

²⁸⁹ Termine utilizzato per riferirsi allo stesso tempo all'equity e al social lending crowdfunding. In base alle piattaforme esistenti, si può affermare che il real estate crowdfunding sia riconducibile a queste due tipologie.

²⁹⁰ Gambarini, F., *Crowdinvesting, che passione: in Italia raccolti 249 milioni di euro*, Corriere della Sera, 17/07/2018.

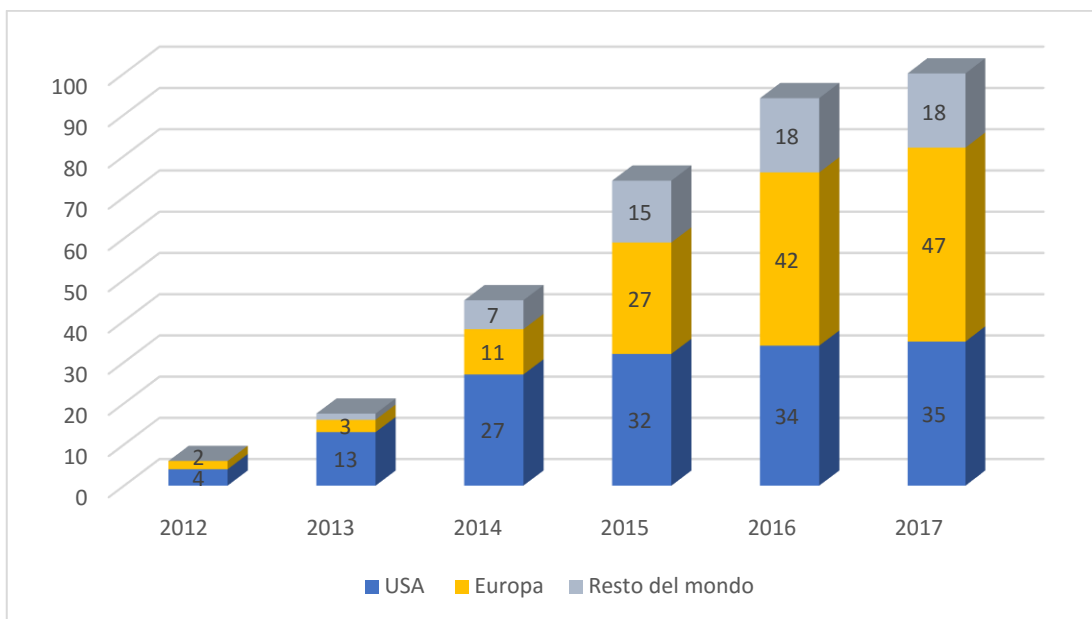


Grafico 3.4: Crescita del numero di piattaforme di real estate equity crowdfunding dal 2012 al 2017

Guardando al volume dei fondi raccolti però si evince un divario ancora rilevante: nonostante in Europa la raccolta sia triplicata del corso del 2017 rispetto al 2016, rimane ad un livello di € 2,1 miliardi, contro i \$ 5,8 miliardi degli Stati Uniti. Al resto del mondo spetta un ruolo ancora marginale: si rileva un capitale raccolto complessivo di \$ 700 milioni di dollari, concentrato soprattutto in Cina, dove nel 2017 sono state inasprite le regole sul controllo di capitali investite e sui requisiti delle piattaforme²⁹¹.

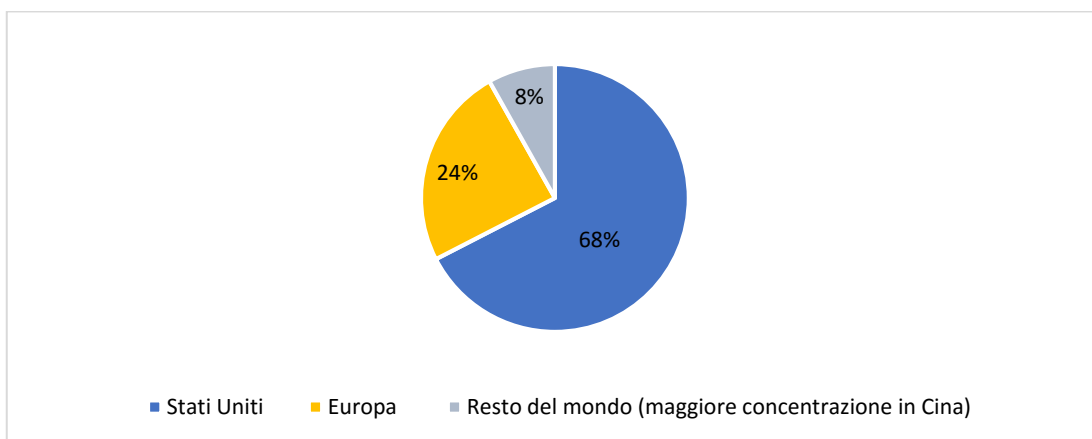


Grafico 3.5: Raccolta di capitale tramite piattaforme di real estate equity crowdfunding per dimensione geografica (2017)

²⁹¹ Osservatori Entrepreneurship & Finance, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano, luglio 2018 p. 54

Esistono vari modelli di business adottati dalle piattaforme esistenti:

1. piattaforme equity: l'investimento avviene attraverso sottoscrizione di titoli di proprietà del capitale di un veicolo societario che promuove il progetto immobiliare. Rappresentano il 27% del mercato a livello mondiale.
2. piattaforme lending: l'investimento avviene prestando denaro ai promotori del progetto immobiliare, che poi lo rimborseranno riconoscendo una remunerazione, che può essere fissa o indicizzata. Queste appresentano il 49% del mercato mondiale
3. piattaforme ibride, che prevedono entrambi i modelli precedenti, le quali costituiscono il 24% dei business model esistenti.

Sono poche le piattaforme che si sono lanciate nel finanziare operazioni *cross-border*, poiché l'approfondita conoscenza delle normative nazionali è un elemento fondamentale.

In Italia, in riferimento al segmento equity, alla data del 30 giugno 2018, l'unica piattaforma che aveva già pubblicato campagne era Walliance (nata nel 2017, a Trento dal Gruppo Bertoldi²⁹², una holding a conduzione familiare da anni presente nel settore immobiliare). Su questa piattaforma il capitale da finanziarsi viene diviso in due componenti: equity e *debt*. L'equity pesa per il 65-70% dell'investimento e viene ripartito nel seguente modo: 25-30% in capo all'imprenditore e il 40% disponibile per la folla online²⁹³. Il restante 30-35% dell'importo (*debt*) da raccogliere viene erogato da una banca sottoforma di prestito, il che consente di ridurre il rischio complessivo dell'operazione²⁹⁴. Nel caso del social lending invece, l'unica piattaforma presente in Italia è Housers, nata in Spagna nel 2015. In questo caso il funzionamento è pressoché lo stesso di una normale piattaforma di social lending crowdfunding.

²⁹² «Il nostro scopo è diminuire il rischio degli investimenti - racconta Giacomo Bertoldi -. Il vero problema è che nessuno è in grado di dirci come potrà andare un investimento, ma quando parliamo di mercato immobiliare abbiamo sicuramente delle garanzie maggiori. Come Walliance abbiamo già ricevuto 162 milioni di euro di richieste di finanziamenti».

²⁹³ Crowdfunding Cloud, *Real Estate. Il crowdfunding nel mondo immobiliare*, disponibile su: <https://www.crowd-funding.cloud/it/real-estate-788.asp>

²⁹⁴ Ibidem.

In Italia, il mercato del mattone ha registrato un aumento nel secondo trimestre del 2017 pari al 58% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, arrivando a un volume pari a 5,8 miliardi di euro. Il Real Estate italiano, intanto, attira soprattutto capitale estero, che rappresenta l'80% degli investimenti totali²⁹⁵.

Aldilà dei notevoli dati esposti fino ad ora, ciò che richiama l'attenzione sono i benefici che il real estate crowdfunding può apportare agli investimenti di tipo immobiliare.

Per prima cosa permette di accedere ad un progetto di real estate anche con importi di denaro bassi (a partire da €500 su Walliance), il che sostanzialmente si traduce nella possibilità di diversificare il proprio investimento, allocando il proprio capitale in più progetti immobiliari su diverse aree geografiche e su differenti tipologie di immobili. Diversificazione significa far leva sulla tradizionale stabilità del mattone per bilanciare la propria asset allocation. Il real estate equity crowdfunding consente di aggiungere l'ingrediente immobiliare anche in portafogli di medio-piccola dimensione, per un potenziale miglior rendimento sul lungo termine, una minimizzazione del rischio e della volatilità attesa²⁹⁶. Inoltre, nel caso in cui le piattaforme consentano di scambiare le proprie quote di investimento su un mercato secondario appositamente costruito, contribuisce ad aumentare la liquidità dell'investimento²⁹⁷. Ancora, la gestione dell'immobile viene delegata all'ente promotore. Infine, come avviene nel caso Walliance, ogni progetto è accompagnato da un'approfondita analisi di fattibilità ed il suo avanzamento è tracciabile in tempo reale²⁹⁸.

²⁹⁵ Ferrero, V., *Real Estate, può essere il futuro «sicuro» del crowdfunding?* Diario del Web, 01/08/2017.

²⁹⁶ Tratto da "I 5 benefici del real estate equity-crowdfunding" esposti sul sito Walliance.eu: https://www.walliance.eu/perche-iniziare.html?idS=1500302054525-445&gclid=EAlaIqobChMlCpKyp2q3gIVJhbTCh2ejAzREAYASABEgKJnvD_BwE#perche-iniziare?

²⁹⁷ Crowdfunding Cloud, *Real Estate. Il crowdfunding nel mondo immobiliare*, disponibile su: <https://www.crowd-funding.cloud/it/real-estate-788.asp>

²⁹⁸ Per offrire agli investitori la possibilità di controllare ed esaminare tutte le fasi di realizzazione dei progetti, Walliance ha da poco introdotto un nuovo report periodico che sarà pubblicato con cadenza trimestrale e che permetterà quindi di verificare eventuali scostamenti rispetto ai valori indicati nei business plan.

CONCLUSIONI

Dallo studio effettuato si evince la differente evoluzione delle forme di finanziamento adottate dalle piccole e medie imprese, negli Stati Uniti e in Europa.

Per prima cosa l'analisi ha messo in luce lo spessore di questo settore d'impresa, che fino agli anni Ottanta non aveva ricevuto le attenzioni dovute da parte dei regolatori, soprattutto europei. Infatti, si è potuto osservare come questo tipo di aziende costituiscano quasi la totalità del tessuto imprenditoriale europeo e una parte significativa di quello americano, anche se con numeri più contenuti. Un maggiore interesse assume il contributo che queste piccole realtà donano al sostegno della crescita economica attraverso la creazione di posti di lavoro e valore aggiunto.

Ciò che è emerso è che per sfruttare a pieno questo motore, sia necessario creare un ecosistema favorevole alla nascita di un network di imprese innovative e dinamiche. Non solo incentivando la crescita e la cooperazione delle esistenti, ma anche richiamandone di estere. In questo caso gli Stati Uniti sono d'esempio per aver creato il polo attrattivo più ambito, la Silicon Valley. Tuttavia, in Europa, la mancanza di dinamismo, scarsa innovazione e internazionalizzazione, le cui cause sono individuate nella frammentazione ancora vivida dell'UE dal punto di vista culturale e soprattutto politico, non permettono di fornire un sostegno uniformato alle PMI. Molti Paesi si trovano ancora alle prese con sfide di vasta portata. La crescita della produttività è tuttora lenta e sarà possibile avviare una ripresa sostenibile e rilanciare il processo di convergenza, soltanto se tutte le istituzioni dell'UE e gli Stati membri agiranno insieme.

In secondo luogo, si è evinto che nella ricerca di fondi, le PMI europee, soprattutto italiane, si rivolgono principalmente a forme tradizionali quali il prestito bancario. La causa principale di ciò è ravvisata nel fatto che le dimensioni ridotte delle imprese e la cultura di *governance* familiare abbiano portato ad un esagerato sviluppo della banca commerciale, a discapito della diffusione di un mercato dei capitali del credito. Tuttavia, questo mezzo non presenta le caratteristiche adatte per finanziare l'innovazione e l'evoluzione tecnologica legata a business per natura rischiosi. In

aggiunta, la regolamentazione bancaria post crisi finanziaria, basata sull'approccio *one-size-fits-all*, ha imposto rigide regole sul capitale a tutti gli istituti, riducendo ancora di più la disponibilità delle banche a concedere crediti alle piccole imprese. Focalizzando l'attenzione sulle Banche di credito cooperativo italiano, si è appreso che il modello di banca locale deve evolvere cogliendo le sollecitazioni provenienti dal mutato contesto competitivo: il radicamento territoriale e la conoscenza personale non costituiscono più un vantaggio.

Al contrario, negli Stati Uniti, l'iniziale presenza di una moltitudine di piccole banche si è scontrata con il modello della grande industria. La frammentazione del sistema bancario ha reso inattuabile la concessione di prestiti su larga scala da parte del singolo istituto ed ha favorito le condizioni per lo sviluppo del finanziamento del debito market-based. Inoltre, il *tiered-approach* statunitense, ha avuto da sempre un'impronta più flessibile e più orientata allo sviluppo della concorrenza. La Federal Reserve si è assicurata di fornire una regolazione e supervisione adeguata in base alla grandezza delle banche e della complessità e rischiosità della loro attività, tenendo ben presente le caratteristiche delle community bank e la loro vicinanza imprese di piccole dimensioni.

Pertanto, ciò che è mancato in Europa, nel momento di crisi del settore bancario, sono forme alternative di finanziamento ben sviluppate a cui potessero far riferimento le società per la loro espansione, il che avrebbe giovato di conseguenza alla crescita economica dei Paesi. Tuttavia, è importante comprendere che l'accesso al capitale di rischio debba essere complementare e integrativo del credito bancario, non sostitutivo.

Per quanto riguarda la quotazione, i motivi per cui non si assiste ad un consistente sviluppo del mercato dei capitali sono la costante riduzione di imprese che scelgono la quotazione per finanziare la crescita (spesso viene vista come una via dispendiosa in termini di trasparenza) e la scarsa presenza di un numero adeguato di investitori dedicati. Ad ogni modo, è possibile affermare che i mercati di crescita dedicati alle PMI introdotti con la MiFID II sono divenuti un mercato di interesse per le realtà in crescita, anche se la partecipazione al mercato azionario degli investitori, soprattutto italiani, rimane bassa.

Un passo importante per la creazione di un mercato dei capitali integrato è che l'Europa trovi il proprio modello di regolazione federale. Ad oggi, la sfida principale dell'UE è gestire la transizione verso un'economia basata sulla conoscenza. Spesso all'interno di queste aziende, soprattutto quelle innovative non si trovano soggetti con le competenze tecniche e manageriali necessarie. A questo problema si potrebbe ovviare con finanziamenti tramite private equity, ovvero soggetti dotati di capacità economiche ma anche di know-how su specifiche materie. Anche in questo caso, sono ancora poco diffusi rispetto agli Stati Uniti e si sta intervenendo con misure ad hoc. Tuttavia, ciò su cui è importante soffermarsi, è che la creazione di un vero mercato di capitali non dipende esclusivamente dallo sviluppo del venture capital, bensì dalla coltivazione delle collaborazioni tra start-up e grandi imprese. Le prime dotano le altre di idee e strategie che non sarebbero state in grado di sviluppare internamente, ricevendo in cambio dalle seconde canali di distribuzione internazionali.

Infine, è stato rilevato come il crowdfunding possa essere un motivo di svolta per il finanziamento delle PMI, ma anche causa di molti rischi. Gli investitori sono più propensi ad investire essendo questa una modalità più accessibile. Sicuramente ciò che si evince è una rapida e progressiva diffusione del fenomeno, sul quale la regolazione, in un primo momento in Italia e poi nel resto del mondo, sta cercando di intervenire. Nell'intento di ridurre l'ineliminabile trade off tra semplicità di normative e protezione degli investitori, l'obiettivo a cui si sta puntando è quello di accrescere la cultura finanziaria degli individui, non concentrandosi solamente sulla mera divulgazione di nozioni economiche e finanziarie o l'illustrazione di diritti e doveri del risparmiatore/investitore. Il mondo del crowdfunding e più in generale del fintech sta trionfando perché offre soluzioni trasparenti e nella quasi totalità dei casi, si conosce in anticipo la struttura dei costi dell'operazione, agevolando anche chi è meno educato finanziariamente. Questo può realmente contribuire alla diffusione di un mercato a cui ci si rivolge con fiducia.

BIBLIOGRAFIA

- AFME (Association for Financial Markets in Europe), *Raising finance for Europe's small & medium-sized businesses*, 2015
- AFME for Europe, *The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses*, 2017
- Ajassa, G., Responsabile ufficio studi Bnl/Bnp Paribas, *Finanziare le Pmi il problema italiano è diventato globale*, 2015
- Allegreni, F., *Equity crowdfunding come opportunità complementare per finanziare la crescita delle pmi nel sud*, CrowdfundingBuzz, 26/10/2018
- Alovisi, P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commenta, 2014
- Anselmo, P., *Introduzione alla figura del business angel*, Italian Business Angel Network Association (IBAN), 2015
- BAE, EBAN, Halo report, Center for Venture Research, Angel Capital Association. Estimated values, 2015
- Banca Centrale Europea, *Parere sulla riforma delle banche di credito cooperativo, su un sistema di garanzia per la cartolarizzazione delle sofferenze e sull'autorizzazione dei fondi di investimento alternativi a investire in crediti*, (CON/2016/17)
- Barca, F. e Becht, M. *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press, 2002
- Bartelsman, E., *Searching for the sources of productivity from macro to micro and back. Industrial and Corporate Change*, 19, 2010
- BCG, IESE Business School, *The State of European Venture Capital*, 2015.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., and Maksimovic, V., *Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?* Journal of Financial Economics 89, 2008
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Martinez Peria, M. S., *Bank Financing for SMEs around the World: Drivers, Obstacles, Business Models, and Lending Practices*. World Bank Policy Research Working Paper Series, 2008
- Birindelli G., Modina M., *Imprese, banche e finanza. Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, FrancoAngeli, 2010
- Bobbio E., Bugamelli M., Lotti F. e Manaresi F., *Imprese e produttività: quanto conta l'evasione fiscale*, 2018

- Bodellini, *Attività bancaria e impresa cooperativa*, Cacucci, 2017
- Borsa Italiana, *L'offerta di Borsa Italiana per le PMI*, s.a.
- Borsa Italiana, *P2P lending*, 11 settembre 2015
- Bravo-Biosca, A., *A look at business growth and contraction in Europe*, 2011
- Buch, C.M., *Distance and International Banking*. Institute of World Economics WP, n. 1043, Kiel, Germany, 2001
- Calomiris, C., *The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914*, in *The coordination of economic activity within and between firms*, 1995
- Cambridge Centre for Alternative Finance, *Expanding Horizons: The Third European Alternative Finance Industry Report*, Industry Report, 2018
- Capriglione F., *L'autoriforma delle banche di Credito Cooperativo. Una svolta decisiva nella morfologia del sistema bancario italiano*, in *Contr. impr.*, 2016, 1
- Capriglione F., *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016
- Capriglione, F. *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*, Rivista trimestrale del diritto dell'economia, Vol. 1/2017
- Capriglione, F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Cedam 2015 pp.48-53
- Carpinella A., Bassanini F. and Reviglio E., *On the effects of the current regulatory framework on Long-Term Investments*, LTIC Position Paper presented at the Annual D20 Meeting, Beijing, China Development Bank, 2016
- Casalino N., Ivanov, S., Nenov T., *Innovation's governance and investments for enhancing competitiveness of manufacturing SMEs*. Law and economics yearly review, Vol. 3, Part 1, pp. 179-184, 2014.
- Casalino, Mazzone, *Externalization of a banking information systems function. Features, regulatory and critical aspects*, in *The Interdisciplinary Aspects of Information Systems Studies*, D'atri- De marco, Casalino (eds), Physica-Verlag, Springer, Heidelberg, Germany, 2008
- Centro di Ricerca e documentazione Luigi Einaudi & Intesa San Paolo, *Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani 2017. Consapevolezza, fiducia, crescita: le sfide dell'educazione finanziaria*, 2017
- Cerved&Confindustria, *Rapporto PMI Mezzogiorno*, 2018

Cerved, *Rapporto Cerved PMI*, 2018

Coffee, J. C. *Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth On Main Street*, 2018

Colli Vignarelli, F., *Amazon dichiara guerra alle banche, già erogati 3 miliardi di prestiti alle piccole imprese*, 2017

Commissione Europea, *Annual report on European SMEs. SME growing beyond borders*, 2017/2018

Commissione Europea, *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds* (2015) 30, 2015

Commissione europea, Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, alla banca centrale europea, al comitato economico e sociale europeo, al comitato delle regioni e alla banca europea per gli investimenti, *Analisi annuale della crescita 2016: consolidare la ripresa e promuovere la convergenza*, COM(2015) 690 final, 2015

Commissione Europea, comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Le nuove imprese leader dell'Europa: l'iniziativa Start-up e Scale-up*, COM (2016) 733 final, 2016

Commissione Europea, *Consultation by the European Commission on Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action*, 2013

Commissione Europea, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission staff working document, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final, 2016

Commissione Europea, *Europe is back: accelerating breakthrough innovation*, Full set of recommendations from the Independent High-Level Group of Innovators on establishing a European Innovation Council (EIC), 2018

Commissione europea, *European startup monitor*, Report 2018

Commissione Europea, *Green Paper, Building a Capital Market Union*, Brussels, 18.2.2015 COM(2015) 63 final, 2015

Commissione Europea, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2015

Commissione Europea, *Guida per le piccole medie imprese. Il Crowdfunding. Cos'è.*, p. 7, Ref. Ares(2015)1989921 - 11/05/2015, 2015

Commissione europea, *Horizon 2020: il programma quadro dell'UE per la ricerca e l'innovazione*, 2014

Commissione Europea, Inception impact assessment, *Building a proportionate regulatory environment to support SME listing*, 2018

Commissione Europea, *Scheda tematica per il semestre europeo, Accesso delle PMI ai finanziamenti*, 22 novembre 2017

Commissione Europea, *Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, UE, 08/03/2018

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, 2015

Confartigianato imprese, *Piccola impresa: tradizione che ha futuro*, Ufficio Studi Documenti, 12° Rapporto annuale, 2017

Confederazione Nazionale dell'Artigianato e della Piccola e Media Impresa (CNA), *60 anni di Europa per le PMI*, 2017

Consiglio nazionale del notariato, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*, Studio n. 101-2018

CONSOB, Bollettino statistico, n. 12, giugno 2018

Consob, *La qualità della regolazione nell'esperienza della Consob: dalla misurazione degli oneri amministrativi al ciclo della valutazione. Il caso dell'equity crowdfunding*, Discussion Paper, 2016

Cournède B., Denk O. and Hoeller P., *Finance and Inclusive Growth*, OECD Economic Policy Paper, n.14 2015

Criscione A., *La ricetta Consob per le Pmi: crescita attraverso finanza e regole*, 2018

De luca, R., *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015

Dealroom, *European Venture Capital Report*, Dealroom.co, 2016

Del Barba, M., *Il crowdfunding supera i fondi di VC. Così cresce la finanza alternativa*, Corriere della Sera, Corriere INNOVAZIONE, 2017
delle medie imprese italiane, 2017

Dibadj, R., *Crowdfunding Delusions* (November 5, 2015). Hastings Business Law Journal, Vol. 12, No. 1, 2015

Dvorkin M.A., Gascon, C.S., *Startups create many jobs, but they often don't last*, The Regional Economist, 2017

Estrin, S., Khavul, S., *Equity crowdfunding: a new model for financing entrepreneurship?* CentrePiece, rivista edita dal Centre for Economic Performance & (CEP) della London School of Economics, 2016

European Central Bank, *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area*, novembre 2018

Fenwick M. and PM Vermeulen, E., *The New Firm: Staying Relevant, Unique & Competitive*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2015-5

Fenwick, M., McCahery, J. A. and Vermeulen, E., P.M., *Fintech and the Financing of Entrepreneurs: From Crowdfunding to Marketplace Lending* (September 12, 2017). TILEC Discussion Paper No. 2017-25; ECGI - Law Working Paper No. 369/2017; Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2017-3, 2017

Fenwick, M., Skultetyova, I., Vermeulen, E. P.M., *Capital Markets Union: Why 'Venture Capital' Is Not the Answer to Europe's Innovation Challenge*, Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2018-2; TILEC Discussion Paper No. 2018-010

Ferrero, V., *Real Estate, può essere il futuro «sicuro» del crowdfunding?* Diario del Web, 01/08/2017

Ferri G. e M. Messori, *Bank-firm relationship and allocative efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South*, Journal of Banking and Finance, vol. 24, 2000

Gambarini, F., *Crowdinvesting, che passione: in Italia raccolti 249 milioni di euro*, Corriere della Sera, 17/07/2018

German Startups Association, *European Startup Monitor*, 2016

Giordano L. e Modena M., *Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte*

Goldsmith, R., *Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688-1978*, University of Chicago Press, 1985

Gordon J. N., *The Empty Call for Benefit-Cost Analysis in Financial Regulation*, 43 Journal of Legal Studies S351, 2014

Gordon, J. N. and Judge, K., *The Origins of a Capital Market Union in the United States*, Working Paper No. 584; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 395/2018.

Héritier, A., *Policy-making and Diversity in Europe: Escape from Deadlock*, Cambridge University Press, 1999

Hölzl, W., & Janger, J., *Does the analysis of innovation barriers perceived by high growth firms provide information on innovation policy priorities?* Technological Forecasting and Social Change, volume 80, n. 8, 2013

Hutton, W., *Europa vs Usa*, Fazi Editore, s.l. 2004

Ibrahim, D. M., *Crowdfunding Signals* (November 9, 2017). William & Mary Law School Research Paper No. 09 - 369, 53 Ga. L. Rev. __ 2019

Il Giornale della Finanza, Sironi, M., *Nuovi strumenti di finanziamento delle imprese, alternativi al sistema bancario*, 2017

Il Sole24Ore, Bussi, C., *L'Italia guida in Europa la crescita delle Pmi a colpi di mini-bond*, 2018.

Indirizzo di saluto della Presidente Vicaria della Consob Anna Genovese, Convegno Banca d'Italia e Consob, A venti anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union?* 2018

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Antonio Finocchiaro, *Globalizzazione e localismo: ruolo delle banche di credito cooperativo nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, Convegno Banca, Impresa, Risparmio: BCC e PMI strategie vincenti per crescere insieme, 8 novembre 2002

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Fabio Panetta, *Economia e sviluppo del Mezzogiorno*, 2018.

Istituto Ricerche Economiche e Sociali (IRES), *Le PMI al tempo della crisi. Politiche per le PMI, impatto della crisi e ruolo della formazione continua*, Rapporto di Ricerca n. 07/2011, 2011

John A. et al, *Principles of financial regulation*, Oxford 2016

Jolls, C., Sunstein, C. R., Thaler, R., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1477, 1998

Juncker, J.C., *A new start for Europe: my agenda for jobs, growth, fairness and democratic change*, 2014, 7

- Kaeser, C., e Rapp, M.S., *Capital markets and economic growth: Long- term trends and policy challenges*, 2014
- Kane, T., *The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction*, Kauffman Foundation Research Series, 2010
- Kay, J. *The Truth about Markets: Their Genius, Their Limits, Their Follies*, London: Penguin, 2003
- Knyazeva, A., Ivanov, V. I., *Soft and Hard Information and Signal Extraction in Securities Crowdfunding*. 2nd Emerging Trends in Entrepreneurial Finance Conference, 2017
- Lewis, N., *Business Angels vs Equity Crowdfunding: 7 Key Differences*, iBusinessAngel, 2013
- Linciano, N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale dei risparmiatori retail*, Quaderni di finanza, Studi e Ricerche Consob, n. 66, 2010
- Linciano, N., Soccorso, P., *Le sfide dell'educazione finanziaria*, Quaderni di finanza Consob, n. 84, ottobre 2017
- Manfreda, A., *Le PMI italiane nello scenario europeo*, Riviste e pubblicazioni, archivio PARMA economica, 2011
- Martin, A., *In Hard Times, One New Bank (Double-Wide)*, New York Times, 2010
- Masera R., *Sfide e opportunità della regolamentazione bancaria: diversità, proporzionalità e stabilità*, Cap.1, Ecra, 2016
- Masera, *Regole e supervisione delle banche: approccio unitario vs modello per livelli e implicazioni per la morfologia del sistema delle banche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. al n. 4, 2015,
- Massolution/Crowdsourcing.org, *Crowdfunding Industry Report*, 31 marzo 2015
- Mills, K. and McCarthy, B., *The State of Small Business Lending: Credit Access During the Recovery and How Technology May Change the Game*. Harvard Business School General Management Unit Working Paper No. 15-004, 2014
- Ministro dello sviluppo economico Carlo Calenda, *Relazione Annuale al Parlamento sullo stato d'attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di startup e PMI innovative*, 2017
- Mirra V., *L'equity crowdfunding e le evoluzioni regolatorie: un fenomeno in crescita*, in Lener R., *Fintech: Diritto, Tecnologia e Finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, 2018

Mirra, V., *Equity crowdfunding: la guida pratica. Come orientarsi in tema di raccolta fondi, start up e nuovi finanziamenti*, Le guide di Filodiritto, 2014

Mirra, V., *Il crowdfunding vola e si allarga a tutte le PMI*, FCHUB, 2018

Mirra, V., *Il fenomeno dell'equity crowdfunding e le future modifiche all'assetto legislativo-regolamentare. Ci siamo quasi...*, FCHUB, 2015

Mirra, V., *Modifiche al regolamento Consob sull'equity crowdfunding: semplificazioni per sfruttare il potenziale di questo canale di finanziamento alternativo al canale bancario*, 2016

Mirra, V., Zaottini, D. (Consob), *Equity crowdfunding 2.0: meno oneri per imprese e investitori*, Diritto Bancario Approfondimenti, 2016

Morse, A., *Peer to Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, NBER Working Paper no. 20899, (January), 2015.

Open Innovative PMI, *PMI Innovative: un confronto tra le agevolazioni vigenti nei Paesi europei*, Network Grant Thornton International, 2017

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), *Results from Pisa 2015 Financial Literacy*, 2018

Osservatorio CrowdFunding, *2° Report italiano sul CrowdInvesting*, 30 giugno 2017

Osservatorio Entrepreneurship & Finance, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano, luglio 2018

Osservatorio Entrepreneurship & Finance, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, Quaderno di Ricerca, Politecnico di Milano, 2018.

Ott, J., Anderson, J., *Restoring Financing and Growth to Europe's SMEs*, Bain & Company e Institute of International Finance (IIF), 2013

Paschke, B., *Hearing "Legislative Proposals to Help Fuel Capital and Growth on Main Street"*, Securities Industry and Financial Markets Association, 2018

Pellegrini, M., *L'Architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione (EU Financial Supervision System)*. Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2012

Pellegrini, M., *Trasparenza bancaria, tecniche cognitive, educazione finanziaria*, in

Di Ciommo, E., Troiano, O., *Giurisprudenza e autorità indipendenti nell'epoca del diritto liquido. Studi in onore di Roberto Pardolesi*, La tribuna, 2018 pp. 663-677

- Petersen, Mitchell A., and Raghuram G. Rajan, *The benefits of lending relationships: Evidence from small business data*, Journal of Finance 49, 1995
- Piga, G., Di Pierro, G., *Small Business Act: dagli Stati Uniti al Lazio*, Unindustria, s.a.
- Plattner L., *La quotazione all'AIM come tecnica di finanziamento delle PMI*, 2018.
- PMI.it, Santangelo, N., *Business angels: come attirare l'attenzione degli investitori*, 5 giugno 2017.
- Quaranta, G., *Il crowdfunding, Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n. 4, G. Giappichelli Editore, 2017
- Redazione PMI.it, *Credito PMI: la manovra agevola il crowdfunding*, 29 gennaio 2019
- Ringe, Wolf-Georg, *Capital Markets Union for Europe - A Political Message to the UK Law and Financial Markets Review 9 (2015)*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 26/2015.
- Saha, A., and Parsont, J., *Regulation Crowdfunding: A Viable Capital-Raising Method for Tech Companies?* The Columbia Law School Blue Sky Blog, 6 marzo 2017
- Schammo, P., *Capital Markets Union and Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs): A Preliminary Assessment*, 2015 in F Allen, E Carletti and J Gray (eds), *The New Financial Architecture of the Eurozone* (European University Institute, RSCAS, Florence School of Banking and Finance, 2015
- Schammo, P., *Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market*, (2017) 14(2) European Company and Financial Law Review 271-313, 2017
- Seligman, J., *The transformation of wall street: a history of the securities and exchange commission and modern corporate finance*, Wolters Kluwer, 1982
- Sganzerla, A., *Proposta di regolamentazione del crowdfunding della Commissione Ue*, Diritto24, 15/03/2018
- Shadab, H., B., *Henry Manne and Nonpublic Company Disclosure*, 12 J.L. ECON. & POL'Y 361, 368, 2016
- Starteed, *Il Crowdfunding in Italia*, Report 2018
- Strebulaev, I.A. e Gornall W., *How Much Does Venture Capital Drive the U.S. Economy?* 2015

Troisi A., *Economicità ed operatività del gruppo bancario cooperativo nei mercati nazionali ed europei*, Rivista Trimestrale del diritto dell'economia 4/2016
U.S SEC, *Regulation Crowdfunding*, Release Nos. 33-9974; 34-76324; File No. S7-09-13, 2015

United Nations Conference on Trade and Development, *Improving the Competitiveness of SMEs in Developing Countries, The Role of Finance to Enhance Enterprise Development*, public report, United Nations, New York and Geneva, 2002

Uysal, Gürhan, *SME Supports in the EU: Benchmarking American and Japanese Models*, Journal of Business and Economics, 2(7), 2011

Vismara, S. (2016), *Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding*, Entrepreneurship Theory and Practice, 2016

Vitali, G., *La politica per le piccole e medie imprese*, Consiglio Nazionale delle Ricerche (CERIS), Istituto di ricerca sull'impresa e lo sviluppo, 2010

von Thadden, E.L., *Testing for competition in banking: Long-term investments, short-term investment and monitoring*. Review of Economic Studies, Vol. 62, 1995

Xu, Ting, *Learning from the Crowd: The Feedback Value of Crowdfunding* (September 30, 2018)

Yellen I., *Tailored Supervision of the Community Banks*, Speech at the Independent Community Bankers of America 2014 Washington Policy Summit, Washington, D.C., 2014

Zanetti G., Alzona, G., *Europa e Italia: la sfida della competitività*, Il Mulino, 2004

Zucca, V., *Dalla Consob un invito al risparmio*, Il Sole24Ore, 27 maggio 2016

SITOGRAFIA

www.eur-lex.europa.eu

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.ecb.europa.eu

www.giornaledellafinanza.it

www.ilsole24ore.com

www.nytimes.com

www.pmi.it

RIASSUNTO

Il presente lavoro ha come oggetto lo studio dell'evoluzione delle forme di finanziamento utilizzate dalle piccole medie imprese per la loro crescita.

Si è iniziato con l'analizzare come i regolatori europei e statunitensi abbiano affrontato il tema, il quale nel corso degli anni ha riscosso sempre più considerazione.

Nonostante gli Stati Uniti siano la patria del capitalismo delle grandi imprese, nel 1953 venne istituito un ente di supporto con l'obiettivo principale di aiutare, assistere e proteggere gli interessi delle piccole imprese e preservare un sistema imprenditoriale libero e competitivo. L'attenta politica di sostegno è stata sviluppata attraverso due veicoli a cui si guarda con interesse in Europa: la Small Business Administration, organismo pubblico indipendente che centralizza tutto il supporto statale alle PMI in forma di crediti agevolati e garanzie, e le Small Business Investment Companies (SBICs), operatori di venture capital che raccolgono fondi privati a beneficio delle piccole imprese facendo leva sui meccanismi pubblici di garanzia originati dalla SBA. Al contrario in Europa, solamente trent'anni dopo si è potuto osservare un primo embrione di politica a favore delle PMI. Successivamente, nel giugno del 2008, la Commissione Europea introdusse una pietra angolare della politica comunitaria, lo "Small Business Act" per l'Europa (SBA), che conferì per la prima volta un approccio politico globale allo spirito imprenditoriale, ed invitò le Istituzioni (a tutti i livelli) a "Pensare anzitutto in piccolo" nei processi decisionali. Dato il momento non certo idilliaco delle finanze pubbliche, si era deciso di non creare un istituto ad hoc deputato ad assicurare il rispetto dei principi dello SBA. Tale compito è stato, invece, affidato alla Commissione Europea. Tuttavia, lo SBA resta in molti Stati Membri e realtà regionali dell'UE, una mera dichiarazione di principi giuridicamente non vincolanti a cui non ha avuto seguito una politica. Lo sforzo coordinato e l'impegno costante da parte di tutti gli Stati Membri e di tutte le Autorità europee e nazionali sono richiesti anche nell'ambito dell'Action Plan europeo sulla Capital Markets Union (CMsU), pubblicato il 30 settembre del 2015 e successivamente revisionato, con l'obiettivo di contribuire a creare un vero mercato unico dei capitali in tutti gli Stati membri

dell'Unione Europea entro la fine del 2019. La CMsU ha il macro-obiettivo di sopprimere gradualmente le barriere economiche e legali alla creazione di un ecosistema finanziario, maggiormente diversificato e che favorisca la trasversalità e la condivisione del rischio tra i Paesi, attraverso mercati dei capitali interconnessi. Vista dal lato di chi investe i propri risparmi, in estrema sintesi, la CMsU intende: favorire gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi da società, soprattutto PMI, per ridurre la dipendenza che hanno le imprese dal sistema bancario tradizionale; agevolare gli investimenti transfrontalieri e accrescere la competitività internazionale dell'Unione nell'attrarre capitali da Paesi terzi.

Nel confrontare gli USA e l'Europa continentale non si può prescindere dalla consapevolezza delle differenze e peculiarità culturali, diverse tradizioni storiche, specifiche caratteristiche regolatorie e di ordinamento giuridico, problematiche poste dall'appartenenza dell'Italia alla Comunità Europea, e dalle competenze riconosciute agli enti locali. E' ormai opinione dominante che la maggiore flessibilità e rapidità di cambiamento che caratterizzano il modello anglosassone rispetto a quello europeo conferiscano vantaggi competitivi non solo nel breve ma anche nel lungo periodo, con un radicale mutamento di veduta nei confronti di quanto si pensava fino agli anni Ottanta. Ad oggi, i risultati economici e le condizioni sociali, così come l'attuazione delle riforme, rimangono disomogenei all'interno dell'UE. L'Europa ha bisogno di trovare il proprio modello di regolazione federale: la storia degli Stati Uniti insegna che istituendo un regime di *disclosure* ed enforcement credibile e che sprona l'evoluzione del diritto secondo le nuove sfide e opportunità che si presentano, la CMU è un obiettivo di realizzabile.

A partire dagli anni Novanta, il diffondersi del fenomeno della globalizzazione ed i costanti e repentini sviluppi tecnologici, hanno significativamente ampliato le opportunità disponibili per le PMI. Queste ultime, infatti, godono di una forma organizzativa particolarmente adatta per uno scenario globalizzato, perché coniugano specializzazione produttiva e flessibilità organizzativa. I dati sulla distribuzione delle imprese nel territorio europeo evidenziano il ruolo primario che queste imprese detengono nell'economia dell'UE: ad oggi se ne contano più di 24 milioni e costituiscono il 99,8% della totalità delle imprese europee, il 66,4% dell'occupazione (due posti di lavoro su tre) e più della metà del valore aggiunto (56,8%). A partire da

gennaio 2005 è in vigore la nuova definizione deliberata, a livello comunitario, nella Raccomandazione 2003/361/CE. Si è ritenuto opportuno che le misure a favore delle PMI siano basate su una definizione comune poiché stabilire se un'impresa rientri nella categoria delle PMI non è semplice, ma è indispensabile farlo nel modo corretto per garantire che solo chi ne ha realmente bisogno benefici delle misure di assistenza pubblica. Come è possibile notare dal grafico 1.1, la stragrande maggioranza di PMI europee è costituita da microimprese (22.9 milioni), a seguire sono presenti 1.4 milioni di piccole imprese e 0.2 milioni di medie imprese. Al contrario, ci sono solamente 47.000 grandi imprese. Nonostante la notevole preponderanza di numero, le microimprese contribuiscono all'occupazione solamente per il 29,4%, mentre piccole e medie imprese contribuiscono rispettivamente per il 20% e il 17%. D'altro canto, il contributo riguardante il valore aggiunto è equamente distribuito e varia dal 17,6% (piccole PMI) al 20,8% (microimprese).

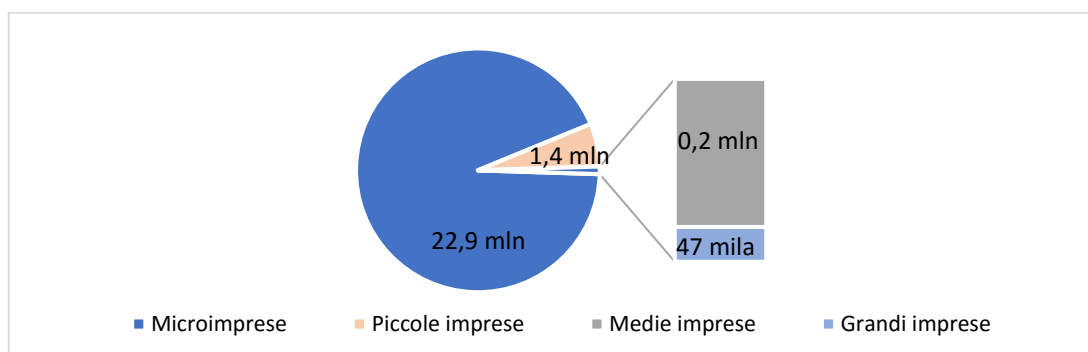


Grafico 1: Tipologia di imprese europee (SME Annual Report 2017/2018)

L'aspetto che suscita interesse politico nell'incoraggiare le PMI a diventare più innovative e ad esportare maggiormente deriva dall'attuale operatività di circa due terzi di esse in settori caratterizzati da bassi livelli di conoscenza, di intensità tecnologica o di esportazione: ciò è dovuto soprattutto alla prevalenza di micro e piccole imprese. A proposito di innovazione, vari Stati Membri sono intervenuti in anni più recenti promuovendo agevolazioni specifiche per due categorie speciali: start-up e imprese in fase di espansione (scale-up) e PMI innovative. Per queste non esiste una definizione europea, ma sono regolate diversamente di paese in paese. Gli aspetti che principalmente contraddistinguono le start-up dalle PMI sono il capitale iniziale per far crescere il business (generalmente più alto per le prime) e le forme di finanziamento. Il supporto da parte di Business Angel (29.0%), Venture Capital

(26.3%), o Crowd Investor (18.1%) è più comune per le start-up che per le PMI, le quali spesso si rivolgono solamente ai prestiti bancari tradizionali o ai risparmi dei fondatori. Nonostante, in Italia entrambe le categorie di impresa sono cresciute in maniera significativa negli ultimi due anni, fino ad esprimere oltre 2 miliardi di euro di fatturato (773 milioni le start-up e 1,3 miliardi le PMI innovative) e offrire circa 50.000 posti di lavoro, c'è ancora tanto da fare in materia di finanziamenti.

Le PMI negli Stati Uniti sono circa 28 milioni ed esprimono il 49% dell'occupazione e il 46% del valore aggiunto. Concentrandoci sulle start-up, uno studio mostra che senza di esse non ci sarebbe crescita del lavoro nell'economia americana, Inoltre, le imprese che crescevano repentinamente erano anche quelle che creavano maggiori posti di lavoro rispetto alle altre.

Successivamente alla crisi economica e finanziaria del 2008/2009, le PMI europee hanno contribuito notevolmente alla ripresa ed alla conseguente espansione. Considerando il settore non finanziario, hanno contato per il 47% della crescita totale del valore aggiunto dal 2008 al 2017 e per il 52% della crescita cumulativa dell'occupazione. Tuttavia, in 15 paesi dell'UE valore aggiunto e occupazione restano inferiori ai livelli del 2008.

A livello europeo, il fenomeno presenta una diversa distribuzione territoriale, per esempio: le PMI italiane sono circa il doppio di quelle della Francia e più del doppio rispetto a Germania, Spagna e Regno Unito. Inoltre, una tipica PMI tedesca ha una dimensione pari al doppio di una sua controparte italiana o spagnola e tipicamente la proprietà e il management sono separati. Nel caso dell'Italia, già durante gli anni Ottanta, la tendenza media delle imprese italiane era di consolidamento, non di espansione. I piccoli e medi imprenditori avevano per lo più una mentalità conservatrice ed erano poco inclini a rimettersi in gioco per diventare più grandi.

Per quanto riguarda le start-up, i principali centri si sono stabiliti a Londra, Berlino, Parigi, Copenaghen e Lisbona e vari sono i settori in cui sono attivi, tra i quali: sviluppo Software/IT (19,1%), Software come servizio (18,5%) e settori trend del momento come la cosiddetta tecnologia verde (4%) o il Fin-Tech (5.1%).

La comparazione della performance di USA, EU-28 e Giappone nel periodo considerato mostra che la crescita cumulativa dal 2009 al 2016 del valore aggiunto e

occupazione delle PMI americane è più del doppio di quella europea, anche se l'aumento di PMI negli Stati Uniti è stato inferiore del 30%.

Analizzando il contesto bancario, è da sottolineare come il timore di altri sconvolgimenti futuri (simili alla crisi del '29) abbia indotto lo sviluppo di una normativa troppo vincolistica che in Europa e soprattutto in Italia si risolse in un meccanismo negatorio del mercato e della concorrenza. In particolare, va individuato il differente approccio di regolazione del sistema bancario successivo alla crisi finanziaria del 2007-2009. Occorre rilevare la lentezza del processo di revisione delle regole in Europa rispetto all'immediata risposta data negli Stati Uniti con il Dodd-Frank Act del 2010 e due criticità: i rischi di eccesso di regolamentazione sulle banche e la sorveglianza "*one-size-fits-all*" delle banche in Europa rispetto al "*tiered approach*" negli Stati Uniti. Da una più approfondita analisi dei due criteri, è stato riscontrato che l'approccio unitario a regole e supervisione delle imprese bancarie non è corretto, diventa controproducente, crea svantaggi per le piccole-medie banche e, di conseguenza, per il credito alle famiglie e alle PMI a livello locale. Confrontando i sistemi bancari di Europa e Nord America nel periodo 1990-2002, si può notare come la quota europea di istituzioni finanziarie sia sempre più elevata di quella nordamericana: ciò riflette indubbiamente il diverso ruolo delle banche nel finanziamento delle imprese, più esteso in Europa rispetto al Nord America, dove invece assume maggiore importanza il ruolo dei mercati mobiliari. Si pensi che in Europa le banche concedono il 70% dei finanziamenti, in confronto al solo 20 % negli Stati Uniti.

Analizzando lo stato di accesso al credito negli Stati Uniti, è emerso che la quota di prestiti concessi alle PMI sul totale dei prestiti erogati era del 50% nel 1995 ed è scesa fino al 30% nel 2012. Le imprese si sono imbattute in un significativo calo di vendite e di valore degli asset posti come garanzie (soprattutto immobili commerciali e residenziali), potenzialmente intaccando la loro solvibilità. Per questi motivi le banche hanno continuato a mostrare avversione al rischio anche nel periodo di ripresa. Data la vastità di business esistenti, i quali si differenziano per dimensione, industria, settore, innovazione, ambizioni di crescita, i prestatori di fondi trovano difficoltà nel valutare la solvibilità delle PMI e i rischi connessi con l'attività. Una valutazione puntuale ad ampio spettro, anche su aspetti qualitativi, comporta per la banca,

soprattutto di grandi dimensioni, elevati costi che non sembrerebbero giustificati per prestiti di importo esiguo. L'ondata di consolidazioni avvenuta nel sistema bancario europeo a seguito di notevoli M&A ha sollevato il timore che la diminuzione di banche specializzate in lending relationship potesse avere effetti dirimenti per le imprese locali e conseguentemente per la crescita economica. In Europa, dal 2009 al 2016 la percentuale di PMI con difficoltà di accesso ai finanziamenti è diminuita dal 16% al 9%, anche se la situazione varia molto da paese a paese: in Grecia e a Cipro, l'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI rappresenta un problema di grandi dimensioni (24% in entrambi i paesi). Inoltre, l'accesso ai finanziamenti rappresenta in generale un ostacolo più per le imprese a forte crescita che per altri tipi di PMI.

L'aumento della liquidità dei mercati finanziari sta fornendo diretto accesso ai mercati, permettendo alle imprese più grandi di bypassare gli istituti finanziari. Così, le banche si trovano a dover espandere i loro business attraverso i finanziamenti alle PMI e a dover imbattersi in rischi e connessi costi elevati. Sempre più istituti stanno migrando da strategie *product based* a *customer oriented* focalizzandosi sulla creazione di relazioni solide e fornitura di servizi specializzati in base al tipo di cliente. Un esempio di imprese costrette al cambiamento, sono le banche di credito cooperativo italiane: il modello di banca locale deve evolvere cogliendo le sollecitazioni provenienti dal mutato contesto competitivo, il radicamento territoriale e la conoscenza personale non costituiscono più un vantaggio.

Per agevolare il processo di quotazione alle imprese più piccole è stato creato AIM Italia, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), i cui numerosi vantaggi riguardano la semplicità di accesso e la poca burocrazia, senza trascurare allo stesso tempo la trasparenza informativa. Nell'arco di 10 anni AIM Italia è stato in grado di attirare più di 100 imprese che hanno raccolto circa 3.38 miliardi di euro. Il 2017 e in particolare il primo semestre 2018 hanno generato un contributo molto rilevante, superiore ai due terzi del totale. Per altro nel computo sono considerate anche le SPAC (*special purpose acquisition companies*), ovvero società di nuova costituzione che si quotano in Borsa raccogliendo capitale che verrà poi impiegato per l'acquisizione di società non quotate. Nell'Unione Europea sono oltre 2.000 le società quotate nei mercati dedicati alle PMI, con una capitalizzazione superiore a 100 miliardi di Euro. Occorre, peraltro, notare che i mercati azionari sono in larga misura utilizzati da PMI

di recente costituzione e in rapida crescita. I principali mercati per le PMI sono ubicati in Francia, Germania, Spagna, Italia, Svezia e Regno Unito. Sul punto vale la pena rammentare che nel nostro Paese, rispetto alla fine del 2011, lo stock di impieghi bancari destinati al sistema produttivo (società non finanziarie e imprese industriali), si è ridotto di ben 180 miliardi. Nonostante la drastica riduzione del credito bancario, permane una forte dipendenza delle PMI domestiche rispetto al credito bancario. Tale dipendenza determina, altresì, una stretta correlazione tra finanziamenti bancari alle PMI e gli stress del sistema bancario. Pertanto, per ovviare a tale dipendenza, è indispensabile assicurare alle PMI quante più possibili fonti alternative di finanziamento, affinché queste possano sostenere la propria crescita e patrimonializzazione nonché affrontare investimenti (anche rischiosi) senza incidere sulla leva finanziaria. Occorre segnalare un netto miglioramento negli ultimi anni, grazie soprattutto alla quotazione di numerose PMI su AIM Italia: al 31 luglio 2018 le società quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. erano 433 (di cui 109 su AIM Italia e 235 su MTA). Recentemente le PMI europee hanno iniziato ad affacciarsi anche al mercato obbligazionario: per ora il ricorso a questi strumenti resta limitato, anche se gli addetti ai lavori sono pronti a scommettere su un ulteriore sviluppo. In Italia nel marzo 2013 è nato ExtraMot Pro, il mercato dedicato alle obbligazioni delle imprese di taglia media e small. E se al debutto erano 21 le società disposte a ricorrere a queste formule, oggi gli emittenti sono 196, l'80% di essi alla prima esperienza sul mercato dei capitali. L'ingresso nel mercato obbligazionario consente di aumentare il proprio standing e la propria visibilità a livello nazionale e internazionale, con risvolti positivi sulla rete di relazioni aziendali, ma anche in termini di capacità competitiva. Inoltre, i mini-bond consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse per un certo numero di anni, al contrario di quanto possa assicurare il credito bancario per alcune PMI.

Tuttavia, ancora la metà delle SME dell'area euro considerano i prestiti bancari e le linee di credito (rispettivamente 51% e 52%) come fonti di finanziamento rilevanti per il loro business. Gli strumenti market-based come titoli azionari (11%) e di debito (3%) o il factoring (9%) sono solitamente considerati meno rilevanti come fonte di finanziamento. Data la loro dimensione, le PMI non accedono al mercato dei capitali anche perché le banche hanno dei vantaggi da offrire: possiedono infrastrutture e

competenze adatte per finanziamenti di piccola scala e favoriscono la nascita di una relazione duratura tra banca e impresa che spinge le PMI a rivolgersi al settore bancario. L'avversione al rischio ma anche idee preconcepite sui rendimenti a lungo termine dei mercati azionari sono forse i principali fattori negativi che hanno allontanato il *retail* dal mercato azionario, e, in particolare, dalle PMI.

Spesso all'interno di queste aziende, soprattutto quelle innovative non si trovano soggetti con le competenze tecniche e manageriali necessarie. A questo problema si potrebbe ovviare con finanziamenti tramite private equity, soggetti dotati di capacità economiche ma anche di know-how su specifiche materie. L'apporto di capitale di rischio nasce spontaneamente sulla base della fiducia, della convenienza e dell'apprezzamento reciproco tra investitore ed imprenditore. L'intervento di un business angel avviene di solito nella fase dell'early-stage e il suo impegno economico varia tra i 10 e i 500.000 euro. Facendo un confronto tra Stati Uniti e Europa, è emerso che i business angel americani investono nel doppio delle imprese rispetto alle controparti europee e che l'ampiezza delle transazioni è approssimativamente 1.7 volte maggiore rispetto a quella europea. I venture capital operano sul fronte degli investimenti ad alto rischio, al pari dei business angel, ma i capitali provengono in genere dai fondi istituzionali. Si sceglie questa opzione per le start-up che necessitano di investimenti superiori ai 2 milioni di euro. Il venture capital può intervenire in qualsiasi fase di una start-up, della quale acquisisce quote di mercato. In Italia le statistiche indicano che la dimensione del *private equity* è molto ridotta, non solo rispetto a Stati Uniti e Regno Unito, ma anche ad altri partner europei. Secondo le statistiche di Invest Europe, gli investimenti in *private equity* valgono in Italia solo lo 0,13% del Pil, contro lo 0,22% della Spagna, lo 0,28% della Germania, lo 0,68% della Francia e l'1,3% del Regno Unito (Grafico 2).

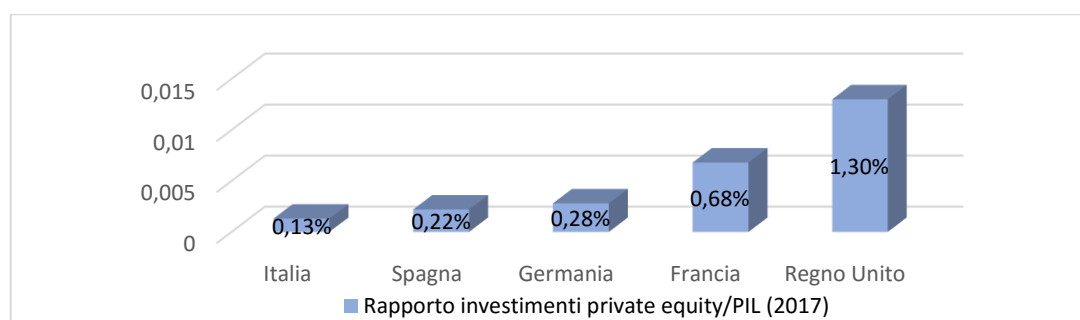


Grafico 2:Rapporto investimenti private equity/PIL 2017

Nonostante siano in crescita è bene sottolineare che in Europa gli investimenti VC sono di taglia piccola perché, rispettivamente, i fondi europei di VC sono più piccoli. Si pensi che la quota dell'intero *prive equity* dei fondi VC americani è del 20% contro l'11% delle controparti europee. In aggiunta, secondo la Banca Centrale Europea, le famiglie americane allocano un terzo dei loro redditi nell'*equity*, mentre questa frazione è solamente un decimo in Germania e un quinto in Francia e Italia.

Tuttavia, ciò su cui è importante soffermarsi, è che la creazione di un vero mercato di capitali non dipende esclusivamente dallo sviluppo del *venture capital* per esempio, bensì dalle collaborazioni basate su semplicità e trasparenza tra start-up e grandi imprese. Le prime dotano le altre di idee e strategie che non sarebbero state in grado di sviluppare internamente, ricevendo in cambio dalle seconde canali di distribuzione internazionali. Nel 2017, Amazon, Apple, Facebook, General Electric e Telefonica hanno annunciato l'apertura di nuovi acceleratori in Francia, India, Regno Unito e Stati Uniti.

Ciò che in ultimo si è voluto mettere in luce, è un fenomeno recente che sta avendo una grande diffusione ed appartiene al nuovo mondo del *fintech*: il *crowdfunding*. Di particolare interesse è come lo sviluppo di questo fenomeno porta inevitabilmente ad una democratizzazione dell'economia consistente nella possibilità da parte dei cittadini di accedere direttamente alle opportunità di investimento e da parte delle start-up di accedere direttamente alle disponibilità finanziarie. Dagli 880 milioni di dollari nel 2010, le piattaforme di raccolta extra-bancaria hanno raggiunto i 34 miliardi di dollari nel 2016 con Stati Uniti e Asia in testa. Inoltre, il 2016 è stato l'anno in cui, per la prima volta, il giro d'affari mondiale del *crowdfunding* ha superato il volume d'investimenti generato dai fondi di *venture capital*. Secondo la Banca Mondiale, gli investimenti attraverso questo canale informale nel 2025 toccheranno quota 93 miliardi di dollari. Volendo approfondire la rilevanza delle diverse tipologie di *crowdfunding*, è stato evidenziato che la fetta più grande della raccolta (\$25 miliardi su \$34) è stata presa da piattaforme di *peer to peer lending*, a seguire quelle di *donation* (\$2,85 miliardi), appena sotto di *reward* (\$2,68 miliardi) ed infine di *equity* (\$2,56 miliardi). Se si vuole osservare il fenomeno dal punto di vista della dimensione geografica, Nord America (17,2 miliardi di dollari) e Asia (10,54 miliardi) guidano il

settore come accennato. Segue l'Europa con 6,48 miliardi ed infine America del Sud (85,74 milioni), Oceania (68,6 milioni) e Africa (24,16 milioni).

A livello europeo, con un focus su *equity* e *lending* crowdfunding nel 2016, il contributo maggiore è dato dal *consumer lending* (€ 2,2 miliardi) seguito dal *business lending* (€ 1,9 miliardi) e dal *real estate lending* (€ 1,5 miliardi, essendo partito da zero due anni prima). L'*equity crowdfunding* ha superato il mezzo miliardo di euro. La stima complessiva del *crowdinvesting* in Europa era di 6,5 miliardi di euro.

Stando ai dati aggiornati alla prima settimana di gennaio 2019, si evince un ritmo incalzante: a fine 2018 il capitale raccolto tramite equity crowdfunding ammonta a € 59,9 mln, di cui solo €41 mln nel 2018; mentre, il capitale raccolto tramite lending è arrivato a €127 mln, con €51,8 raccolti nel 2018. Il Grafico 3.4 mostra il cospicuo aumento del capitale raccolto dal 2014 al 2018.

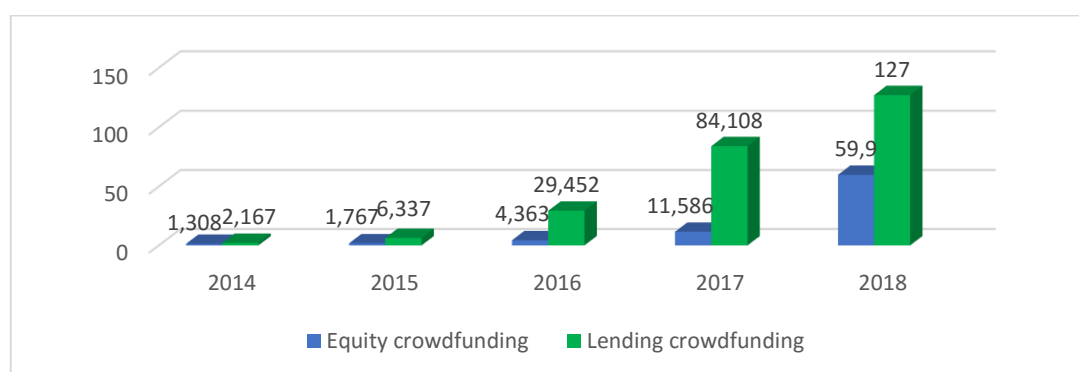


Grafico 2: Volume di raccolta delle campagne di equity e lending crowdfunding in Italia 2014-2018 (dati in milioni EUR)

Infine, i dati riguardo la diffusione delle diverse tipologie nel nostro Paese sono i seguenti: 12.780 progetti donation/reward intrapresi fino al 2018, e 307 di equity. Il tasso di successo delle due tipologie appena citate è rispettivamente del 58% e 68%.

Tra i benefici non finanziari che scaturiscono dal raccogliere fondi tramite crowdfunding, risalta il feedback preliminare che si ottiene. La folla, essendo vicina al mercato dei prodotti, può essere una buona guida riguardo il potenziale successo di un progetto. Secondo uno studio effettuato su un campione di dati appartenente al più grande mercato di crowdfunding (Kickstarter) un aumento del 50% dell'ammontare raccolto con il crowdfunding, aumenta la probabilità di una conseguente commercializzazione del prodotto del 9%. Evidenze empiriche mostrano che una campagna di successo ha una maggiore porzione di investitori con profili pubblici, in

particolare se si espongono nei primi cinque giorni di lancio. In secondo luogo, rivolgersi al crowdfunding può incrementare le opportunità di ottenere fondi tramite altre forme di finanziamento, come business angel o venture capital. Il crowdfunding può risultare un ottimo strumento di marketing per presentare un nuovo prodotto, una nuova impresa o una sua espansione. L'elemento di novità può quindi essere ravvisato non solo in una fase di neo-costituzione societaria, ma anche nel caso in cui un'impresa esistente da anni voglia dar vita ad un progetto o commercializzare un prodotto innovativo. Aprendo una piccola parentesi sul finanziamento tramite equity crowdfunding: le imprese, in questo modo, necessariamente disporranno di mezzi propri adeguati alle dimensioni dell'investimento di cui hanno bisogno e tali mezzi saranno procurati da una moltitudine di soggetti. Di conseguenza sarà possibile superare due limiti tipici delle PMI europee, in particolar modo di quelle italiane. Si pensi che nel Mezzogiorno ci sono 25.000 imprese di cui 7.000 (27%) che potrebbero finanziare mediamente la propria crescita con 1,35 milioni e non peggiorare il proprio merito creditizio. Malgrado ciò, questo non accade probabilmente perché il costo del debito è ancora elevato e gli imprenditori preferiscono crescere limitatamente invece di aumentare il rapporto debiti/patrimonio netto. In quest'ottica il crowdfunding potrebbe risolvere il problema e rappresentare un primo passo per predisporre anche a raccolte più rilevanti come una quotazione in Borsa. Gli investitori si identificano in un'ampia community che ha intenzione di impiegare un piccolo ammontare di denaro in un progetto a cui si sentiranno legati anche dal punto di vista emotivo. Effettuare ricerche di due diligence prima dell'investimento e monitorare lo sforzo manageriale in un secondo momento sarebbe troppo dispendioso proporzionato alla somma erogata. Le piattaforme risolvono questo disincentivo ad investire provvedendo alla due diligence e alla valutazione del progetto prima che sia offerto al pubblico, garantendone la qualità dello stesso. La Consob è stata la prima autorità a livello mondiale ad essere intervenuta con apposito regolamento nel giugno 2013. In principio è stato adottato un approccio di *better regulation* in modo da stimolare la collaborazione del maggior numero di soggetti interessati al fenomeno. Dato che la metodologia di finanziamento in questione si rifà ad Internet, spesso ritenuto uno strumento di frode, bisogna avere cura di quegli investitori che, non sono molto acuti nel definire la loro strategia di investimento, ma decidono di approcciarsi a questa

novità essendo una forma più accessibile di altre. Il fatto che il crowdfunding favorisca l'incontro tra opportunità ad alto rischio e investitori non consapevoli, ha sollevato pensieri critici. Su questo tema, le autorità sono intervenute sia a livello nazionale che comunitario: per rendere edotto l'investitore delle caratteristiche e dei rischi legali all'investimento in start-up sono previste sessioni di *investor education* appositamente predisposte sul sito internet della Consob. In anni recenti, la conoscenza economico finanziaria di base viene vista come strumento essenziale per incrementare il benessere materiale delle persone grazie al suo ruolo nel migliorare le scelte in tema di formazione e gestione della ricchezza e nel ridurre il rischio di errori, inganni e vere e proprie frodi. Infatti, l'obiettivo di divulgazione e trasparenza delle direttive europee, concentrate principalmente sulla quantità di informazioni che l'intermediario dovesse fornire al cliente è fallito. Si è acquisita la consapevolezza che non basta la mera divulgazione di nozioni economiche e finanziarie o l'illustrazione di diritti e doveri del risparmiatore/investitore, ma è indispensabile anche assicurare a ciascun cittadino gli strumenti culturali per sviluppare un'attitudine corretta alle decisioni economiche. Ad un elevato livello di cultura finanziaria consegue un innalzamento della fiducia complessiva nel sistema economico-finanziario e della competizione corretta tra agenti economici. Tuttavia, l'alfabetizzazione finanziaria rimane bassa anche nei Paesi con economie e mercati sviluppati. Tra questi, i Paesi con i sistemi di welfare, e in particolare di previdenza, più generosi mostrano risultati inferiori a quelli di Paesi il cui sistema pensionistico è, anche solo parzialmente, privatizzato. L'Italia, in particolare, si colloca, assieme a Portogallo e Spagna, agli ultimi posti nella graduatoria dei Paesi europei, con un forte divario di genere a sfavore delle donne. L'intenzione era "creare, per la prima volta nel panorama legislativo italiano, un quadro di riferimento nazionale coerente per le start-up. Con il decreto-legge n. 3/2015, convertito nella legge n. 33/2015, è stata estesa la possibilità di effettuare offerte di capitale di rischio tramite portali on-line alle PMI innovative, agli OICR e a società che investono prevalentemente in start-up e PMI innovative. Ancora, con la Legge di Bilancio 2017 (legge 11 dicembre 2016, n. 232) è stata estesa la disciplina contenuta nel TUF (cfr. artt. 50-quinquies e 100-ter) a tutte le PMI, ma costituite nella forma S.p.a. Infine, con il decreto-legge n. 50 del 24 aprile 2017, è stata concessa la possibilità di ricorrere all'equity-based crowdfunding anche alle società costituite nella

forma S.r.l., ossia la quasi totalità del tessuto imprenditoriale italiano. Allargando l'orizzonte dell'applicazione soggettiva, aumentando la tutela degli investitori e non appesantendo gli oneri per gli intermediari, si è assistito ad una notevole espansione del fenomeno: il capitale raccolto nel 2017 attraverso questo canale di investimento ha avuto un incremento totale complessivo del +123% rispetto ai 12 mesi precedenti. Oggi, il valore totale della raccolta ammonta a circa 244,7 milioni, di cui solo 111,5 raccolti nel 2018 (più dell'ammontare complessivo del 2017).

Fra le imprese emittenti continuano a prevalere le start up innovative, l'84,6% del totale, ma aumenta l'incidenza delle PMI innovative (8,4%) e compaiono per il primo anno le PMI (5,1%). I principali settori di destinazione sono il brand/marketing (59%) e la tecnologia (37%).

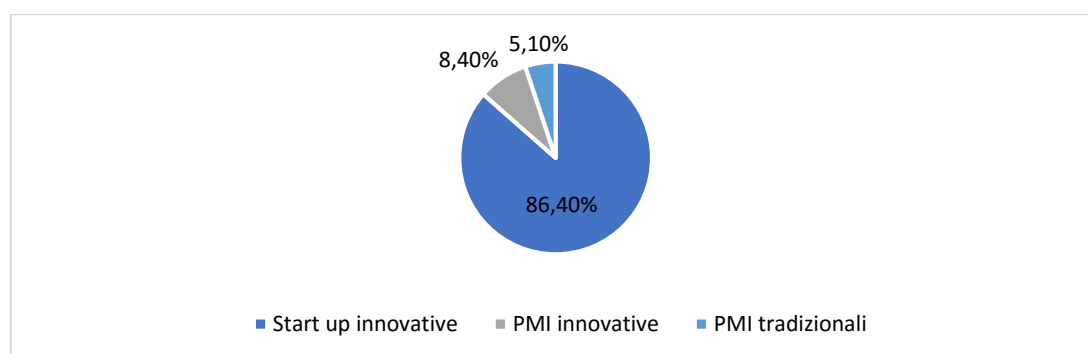


Grafico 3: Imprese emittenti nell'equity crowdfunding in Italia (2017)

Tuttavia, la sfida nel medio termine consiste nel capire quali saranno le reali opportunità di rendimento, mentre sono previste nei prossimi 12 mesi le prime exit e l'arrivo sul mercato di PMI mature che sperimenteranno l'equity crowdfunding come alternativa alla quotazione in Borsa. Inoltre, è interessante sottolineare che con la Legge di Bilancio 2019 (l. 45/2018), si è estesa la possibilità alle PMI di finanziarsi *on-line* attraverso obbligazioni o altri strumenti di debito. La manovra restringe l'accesso agli strumenti di debito ai soli investitori professionali.

Infine, è interessante notare la nascita di una relazione tra mondo bancario e crowdfunding. Anche istituti finanziari (es. Unicredit, Intesa S. Paolo, Banco di Napoli) hanno promosso iniziative di crowdfunding, dando vita a un connubio basato su differenti tipologie di collaborazione, a seconda dei modelli finanziari e i rispettivi target ed obiettivi. Questo fenomeno è a conferma dell'evoluzione del ruolo tradizionale delle banche dovuto alla crescente disintermediazione finanziaria che ha

rappresentato un'importante sfida per esse, chiamate a proporre metodi di finanziamento più semplici e trasparenti.

Una branca dell'equity crowdfunding che è interessante studiare per le novità che introduce è il real estate equity crowdfunding. Questo fenomeno ha mosso i primi passi negli Stati Uniti, dove nel 2012 sono nate le prime piattaforme. Uno studio risalente al 2018 ha mappato 100 piattaforme attive in tutto il mondo, di cui 35 negli Stati Uniti, 47 in Europa e 18 nel resto del mondo. Il grafico 4 mostra la rapida crescita dei portali attivi, evidenziando che il numero di piattaforme in Europa ha superato quelle statunitensi.

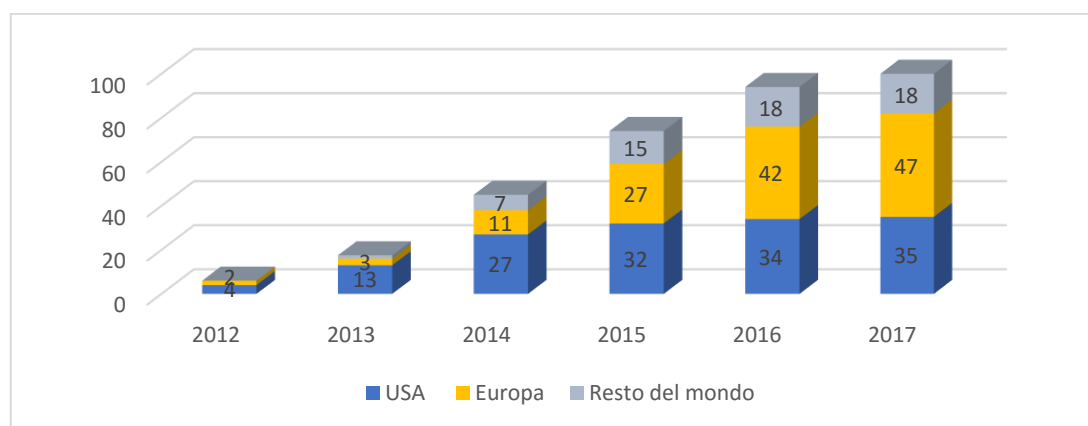


Grafico 4: Crescita del numero di piattaforme di real estate equity crowdfunding dal 2012 al 2017

Guardando al volume dei fondi raccolti però si evince un divario ancora rilevante: nonostante in Europa la raccolta sia triplicata del corso del 2017 rispetto al 2016, rimane ad un livello di € 2,1 miliardi, contro i \$ 5,8 miliardi degli Stati Uniti. Al resto del mondo spetta un ruolo ancora marginale: si rileva un capitale raccolto complessivo di \$ 700 milioni di dollari, concentrato soprattutto in Cina, dove nel 2017 sono state inasprite le regole sul controllo di capitali investite e sui requisiti delle piattaforme.

In Italia, in riferimento al segmento equity, alla data del 30 giugno 2018, l'unica piattaforma che aveva già pubblicato campagne era Walliance (nata nel 2017, a Trento dal Gruppo Bertoldi, una holding a conduzione familiare da anni presente nel settore immobiliare). Su questa piattaforma il capitale da finanziarsi viene diviso in due componenti: equity e *debt*. L'equity pesa per il 65-70% dell'investimento e viene ripartito nel seguente modo: 25-30% in capo all'imprenditore e il 40% disponibile per la folla online. Il restante 30-35% dell'importo (*debt*) da raccogliere viene erogato da

una banca sottoforma di prestito, il che consente di ridurre il rischio complessivo dell'operazione. Nel caso del social lending invece, l'unica piattaforma presente in Italia è Housers, nata in Spagna nel 2015. In questo caso il funzionamento è pressoché lo stesso di una normale piattaforma di social lending crowdfunding.

In Italia, il mercato del mattone ha registrato un aumento nel secondo trimestre del 2017 pari al 58% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, arrivando a un volume pari a 5,8 miliardi di euro. Il Real Estate italiano, intanto, attira soprattutto capitale estero, che rappresenta l'80% degli investimenti totali.

Aldilà dei notevoli dati esposti fino ad ora, ciò che richiama l'attenzione sono i benefici che il real estate crowdfunding può apportare agli investimenti di tipo immobiliare: possibilità di diversificare il proprio investimento, allocando il proprio capitale in più progetti immobiliari su diverse aree geografiche e su differenti tipologie di immobili. Diversificazione significa far leva sulla tradizionale stabilità del mattone per bilanciare la propria asset allocation. Il real estate equity crowdfunding consente di aggiungere l'ingrediente immobiliare anche in portafogli di medio-piccola dimensione, per un potenziale miglior rendimento sul lungo termine, una minimizzazione del rischio e della volatilità attesa. Inoltre, nel caso in cui le piattaforme consentano di scambiare le proprie quote di investimento su un mercato secondario appositamente costruito, contribuisce ad aumentare la liquidità dell'investimento. Infine, come avviene nel caso Walliance, ogni progetto è accompagnato da un'approfondita analisi di fattibilità ed il suo avanzamento è tracciabile in tempo reale.

Da questa analisi emerge quindi un quadro normativo europeo e statunitense in dinamica e differente evoluzione riguardo i temi trattati. Ciò che risulta è un settore in continua evoluzione e sono tre i principali trend previsti per il futuro: la moltiplicazione delle piattaforme di nicchia, dedicate cioè a particolari settori, come il *gaming*, la cultura, la musica, lo sport e il no-profit; l'evoluzione culturale degli investitori: da semplici cittadini con qualche risparmio da gettare nell'agone dell'alta finanza a veri e propri professionisti del crowdfunding; e infine, la nascita di piattaforme aziendali di raccolta fondi: una soluzione innovativa, quest'ultima, per finanziare le attività interne di ricerca e sviluppo. Nello stesso tempo, gli istituti finanziari stanno investendo nella trasformazione del proprio modello di business per

far fronte alle pressioni competitive generate dall'entrata nel mercato di società che operano nel campo FinTech.