

I metodi di finanziamento per le piccole e medie imprese

Prof. Illa Sabbatelli

RELATORE

Christian Formica

Matr. 25387

CANDIDATO

*Ai miei genitori,
per avermi insegnato
a sognare.*

INDICE

INDICE.....	4
INTRODUZIONE	5
1- GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLE PMI.....	7
1.1 LA DEFINIZIONE DI PMI.....	7
1.2- IL SISTEMA PRODUTTIVO ITALIANO	12
1.3- IL SISTEMA BANCARIO	15
1.4- UNO SGUARDO ALLE FONTI DI FINANZIAMENTO UTILIZZATE DALLE PMI NEL RESTO D'EUROPA	21
2- LE NUOVE MODALITÀ DI ACCESSO AL CREDITO	24
2.1- FINTECH E PRINCIPALI INNOVAZIONI	24
2.2- LO SHADOW BANKING.....	28
2.3- I NUOVI LENDER	31
2.3.1- LE IMPRESE DI ASSICURAZIONE.....	31
2.3.2- I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO.....	33
2.3.3- I VEICOLI DI CARTOLARIZZAZIONE	37
2.4- IL CROWDFUNDING	39
2.4.1- IL SOCIAL LENDING	42
2.4.2- IL ROYALTY BASED CROWDFUNDING	45
2.4.3- L'INVOICE TRADING.....	45
2.4.4- L'INVESTMENT BASED CROWDFUNDING	47
3- IL QUADRO REGOLATORIO TRA UE ED ITALIA.....	51
3.1- LA CAPITAL MARKET UNION	51
3.2- LA LEGISLAZIONE UE SUL CROWDFUNDING	57
3.2.1- L'ADEGUAMENTO NORMATIVO IN ITALIA	61
CONCLUSIONI.....	63
BIBLIOGRAFIA	65
SITOGRAFIA.....	68

INTRODUZIONE

Le PMI costituiscono il motore dell'economia europea, ma per via della dimensione degli affari generati dalle singole imprese appartenenti a questa categoria e anche per la scarsa educazione finanziaria che caratterizza spesso i loro gestori, queste hanno sviluppato nel tempo una fortissima dipendenza nei confronti delle banche in termine di risorse finanziarie esterne. Avvenimenti come la crisi finanziaria dei mutui *subprime* e la pandemia da Covid-19 hanno messo in ginocchio l'intero sistema economico mondiale, dimostrando come anche le banche di grandi dimensioni, da sempre ritenute tra i più sicuri istituti finanziari, possano fallire o comunque subire perdite tali da compromettere la loro attività. Diretta conseguenza di questi avvenimenti è stata una stretta del credito, che ha colpito maggiormente proprio le PMI, in quanto quest'ultime, vedendosi negati i finanziamenti da parte degli istituti finanziari tradizionali, sono dovute ricorrere a strumenti di credito alternativi e di nuovissima generazione.

Nel primo capitolo viene fornito un quadro generale su come un'impresa viene classificata secondo l'acronimo di PMI e sul perché queste siano così importanti per l'economia italiana, si analizza anche il rapporto che intercorre tra le piccole e medie imprese e le banche, approfondendo il ruolo che le BCC svolgono in quanto finanziatrici principali per le PMI nel nostro paese, per poi concludere con un confronto sui canali di finanziamento principalmente utilizzati nel resto d'Europa dalle piccole e medie imprese.

Il secondo capitolo affronta le nuove modalità di accesso al credito messe a disposizione delle PMI e come queste siano regolate a livello sia europeo che nazionale, vengono trattati fenomeni come lo *shadow banking* e il lavoro che i nuovi *lender*, nelle figure delle imprese assicurative, dei fondi comuni di investimento e dei veicoli di cartolarizzazione, hanno svolto e continuano a svolgere nel fornire forme di finanziamento alternative alle PMI, anche se il focus del capitolo viene posto sul *fintech* e in particolar modo sul *crowdfunding* in quanto rappresentano strumenti innovativi e dotati di grande flessibilità in grado di garantire alle imprese un accesso al credito agevolato.

Infine, nel terzo capitolo ci si concentra inizialmente sul processo, già avviato, che porterà l'Unione Europea alla creazione di un mercato unico dei capitali, analizzando quelli che sono stati i motivi che hanno portato l'UE a voler realizzare un progetto simile ed il quadro normativo che lo regola, ponendo sempre l'attenzione sulle manovre in favore delle PMI e del loro sviluppo. La seconda parte del capitolo verte sull'analisi del Regolamento (UE) 2020/1503 detto anche Regolamento ECSP contenente tutta la disciplina europea relativa al *crowdfunding*, per poi osservare come l'ordinamento italiano si sia adeguato ad esso.

Il presente elaborato si propone, quindi, di analizzare come le PMI europee ed in particolar modo quelle italiane, utilizzano i canali di finanziamento alternativi e se questi siano effettivamente riusciti a rendere le imprese di piccole e medie dimensioni meno bancocentriche, attraverso lo studio dell'ampio e complesso quadro normativo che regola la

finanza alternativa in Europa e in Italia.

1- GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DELLE PMI

1.1 LA DEFINIZIONE DI PMI

L'acronimo P.M.I. sta per "piccola e media impresa", si tratta di un termine sempre più diffuso anche nel gergo comune e che ha la funzione di individuare una particolare categoria di attività economiche che, come si vedrà successivamente, costituiscono il motore non soltanto della nostra economia ma anche di quella Europea.¹ Questo tipo di imprese fanno riferimento alla relativa disciplina, che può essere Europea, Nazionale ed in alcuni casi anche Regionale, la quale è stata sviluppata negli anni con l'intento di sgravare le PMI da una regolamentazione onerosa² e per favorire, di conseguenza, lo sviluppo di queste.

La prima definizione, a livello giuridico, di piccola e media impresa è stata fornita dalla Commissione Europea con la Raccomandazione 6 maggio 2003, n. 361³ che fu emanata nell'ottica dello sviluppo di un mercato unico privo di frontiere interne, con l'intento, quindi, di fornire una base regolatoria comune per gli stati membri. È importante sottolineare come all'art.1 con il sostantivo "impresa" ci si riferisca a: "Ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica..."⁴ conferendole quindi un senso più ampio rispetto a quello previsto dal nostro ordinamento all'art. 2082 c.c. che prevede anche il requisito di professionalità e di organizzazione dell'attività economica.

La ratio alla base l'art.2 della Racc. 2003/361/CE è quella di dare rilievo anche ad un criterio di tipo finanziario per la classificazione dimensionale delle imprese, che funge da complemento necessario⁵ al principale ed obbligatorio criterio del numero degli occupati (c.d. effettivi). Questo in quanto il metodo appena citato non è ritenuto in grado di apprezzare autonomamente l'importanza economica di un'impresa. Tuttavia, la Commissione Europea riconosce che utilizzare solamente il fatturato come criterio finanziario non produrrebbe gli effetti desiderati, rischiando di escludere le imprese che operano in settori come quelli del commercio e della distribuzione, in quanto solitamente conseguono ricavi maggiori rispetto, ad esempio, ad un'impresa operante nel settore manifatturiero. La Commissione è quindi giunta alla conclusione di usare ta-

¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2020.

² *Ibidem*.

³ CETRA, *Le S.R.L.-P.M.I.: Disciplina Legale E Autonomia Statutaria*, in Banca, borsa, titoli di credito, n.6, 2020, pag. 816.

⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, 6 maggio 2003.

⁵ *Ibidem*.

le criterio congiuntamente a quello del totale di bilancio, ciò perché l'appena citato criterio non tiene in conto solamente i ricavi conseguiti ma piuttosto l'intero patrimonio dell'impresa, assottigliando così le differenze e dando inoltre la possibilità di poter superare uno dei due criteri finanziari senza perdere la qualifica di PMI.⁶ In concreto, l'art.2 definisce, come facenti parte della categoria delle piccole e medie imprese tutte le imprese che:

- Occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo è inferiore a €50 milioni o il cui totale di bilancio annuo non sia superiore a €43 milioni.
- Si definisce, invece, piccola impresa quella che occupa un numero di persone minore di 50 e realizza un fatturato annuo o totale di bilancio annuo inferiori a €10 milioni.
- Infine, viene riconosciuta come microimpresa, quella che non supera un numero di occupati pari a 10 e che realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo inferiori a €2 milioni.⁷

Figura 1- Soglie dimensionali per le PMI.

SOGLIE (articolo 2)			
Categoria di impresa	Effettivi: unità lavorative-anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
Medie imprese	< 250	≤ 50 milioni di euro	≤ 43 milioni di euro
Piccole imprese	< 50	≤ 10 milioni di euro	≤ 10 milioni di euro
Microimprese	< 10	≤ 2 milioni di euro	≤ 2 milioni di euro

Fonte: COMMISSIONE EUROPEA, Guida dell'utente alla definizione di PMI (2020).

Come annotato in figura, gli effettivi vengono misurati in unità lavorative-anno (ULA), ai fini del calcolo delle ULA bisogna considerare che un dipendente che ha svolto un intero anno di impiego all'interno dell'impresa ha valore pari ad 1 ULA, mentre chi svolge attività lavorative inferiori all'anno assume valori pari a frazioni di ULA⁸. Per quanto concerne invece il calcolo del fatturato annuo e del totale di bilancio an-

⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, Cit.

⁷ art.2 Racc. 2003/361/CE.

⁸ In questo conteggio vi rientrano tutti i tipi di lavoratori dipendenti riconosciuti dall'ordinamento italiano ad eccezione di: ap-

nuo, il primo si individua sottraendo gli eventuali oneri dai ricavi dell'impresa oggetto di analisi, ottenuti dallo svolgimento delle proprie attività economiche ordinarie⁹, mentre il secondo è ricavato dalla somma degli attivi principali dell'impresa¹⁰.

Il 25 giugno del 2008, per dare continuità a quanto iniziato 5 anni prima con la Racc. 2003/361/CE, la Commissione Europea ha rilasciato la Comunicazione 2008/394 (c.d. “*small business act*” o SBA), che ha enunciato 10 principi con l'intento di migliorare, in primis, l'attività imprenditoriale e la crescita delle PMI, ma anche l'accesso ai mercati, alla finanza, all'internazionalizzazione e ridurre l'onere normativo nell'intera UE. Tra questi principi spiccano sicuramente il n.3- “*Think small first*”, che lavora a stretto contatto con la *better regulation*, per lo sviluppo di regole in grado di agevolare le PMI, ed il principio n.8- “promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione”¹¹, sul quale si tornerà più avanti. A questi principi vengono affiancate delle proposte legislative pensate per implementare le 10 linee guida sia a livello comunitario, sia all'interno degli Stati membri.

Il nostro paese è stato uno dei primi ad adeguare il proprio ordinamento secondo quanto sancito dalla COM (2008) /394 def., dapprima con la direttiva del presidente del Consiglio dei ministri del 4 maggio 2010, direttiva di attuazione dello SBA che ha previsto degli atti mirati a: favorire un'integrazione maggiore delle PMI all'interno della comunità di ricerca, intensificare le relazioni tra università ed imprese e migliorare la concorrenza tra le PMI¹². Le misure previste da questa direttiva, congiuntamente con i risultati evidenziati dal rapporto “Restart, Italia!”, hanno portato all'emanazione del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (detto anche:” Decreto Crescita 2.0”), nel quale il legislatore ha posto particolare attenzione al precedentemente accennato principio n. 8 dello SBA, dando vita alla nuova figura della c.d. Start-up Innovativa, cioè una società di capitali, costituibile anche sotto forma di cooperativa, le cui azione o quote non sono negoziate in un mercato regolamentato e che deve presentare i requisiti che seguono¹³:

prendisti sotto la forma contrattuale tipica dell'apprendistato, studenti con contratto di formazione professionale ed infine i dipendenti con congedo di maternità o parentale

⁹ Nel calcolo del fatturato annuo non viene presa in considerazione l'IVA o altre imposte di tipo indiretto come previsto dall'art 28 della direttiva 78/660/CEE, 25 luglio 1978.

¹⁰ Secondo quanto riportato dall'art. 12 della direttiva 78/660/CEE, 25 luglio 1978, i c.d. attivi principali sono composti dal capitale sottoscritto non versato e dai ratei e risconti.

¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione “una corsia preferenziale per la piccola impresa”. Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la piccola impresa (uno “Small Business Act” per l'Europa)*, COM (2008) /394 def.

¹² PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?* in: *Giurisprudenza Commerciale*, 6(2018), pp. 1012-1044.

¹³ D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, art. 25, comma 2.

- Deve essere stata costituita e aver svolto attività di impresa da meno di 4 anni.
- Deve essere residente in Italia o in uno dei paesi membri dell'UE, o in stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, in tal caso deve avere almeno una filiale o sede produttiva in Italia.
- Non deve distribuire utili.
- Il suo oggetto sociale deve consistere nello sviluppo o realizzazione di prodotti e/o servizi innovativi e ad alto livello tecnologico.
- Non deve essere stata costituita tramite fusione, scissione societaria o a seguito di cessione d'azienda o di ramo d'azienda.

Al fine di dimostrare il proprio carattere innovativo l'impresa deve essere in possesso di almeno uno degli ulteriori seguenti requisiti:

- Le spese inerenti alla ricerca e allo sviluppo devono essere pari o superiori al 30% del maggiore valore tra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa.
- Almeno 1/3 della forza lavoro deve essere in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che stia svolgendo tale titolo, oppure, almeno i 2/3 dei dipendenti dell'impresa devono essere in possesso di una laurea magistrale.
- Deve essere titolare, licenziatario o depositario di almeno una privativa industriale riguardante un'invenzione industriale, biotecnologica, una topografia di prodotto a semiconduttori oppure una nuova varietà vegetale direttamente inerenti all'attività d'impresa e all'oggetto sociale.¹⁴

Una volta posti i criteri da rispettare per entrare a far parte della categoria delle start-up innovative, il legislatore, ha disposto all'art. 26 del d.l. 2012/179 delle deroghe al diritto societario per questa nuova figura, con il fine di agevolare la nascita e la crescita di start-up innovative nel nostro paese¹⁵. La ratio dietro queste deroghe si concentra in maniera prevalente sul facilitare l'accesso al credito per questo nuovo tipo di impresa, infatti, fra tutti, spiccano particolarmente i commi 2°, 3°, 5° e 6° dell'articolo sopra citato¹⁶. Nel dettaglio al comma 2 viene conferita la possibilità, alle start-up innovative costituite in forma di s.r.l. di creare,

¹⁴ *Ibidem.*

¹⁵ ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Rivista di Diritto Societario*, fascicolo 3-2019, pag. 527.

¹⁶ *Ibidem.*

all'interno del proprio atto costitutivo, quote fornite di diritti diversi, ad esempio, come previsto dal comma successivo, è possibile realizzare quote prive di diritto di voto o che attribuiscono diritti di voto non proporzionali alla partecipazione detenuta dal socio¹⁷. Il comma quinto, è il più rivoluzionario, perché consente, alle quote di partecipazione in start-up innovative in forma di s.r.l., di essere oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di raccolta credito online (*crowdfunding*)¹⁸, per rendere possibile quest'ultimo aspetto, è stato introdotto l'art. 50-quinquies nel TUF inerente, appunto, alla gestione di portali per la raccolta di capitali per le PMI e per le imprese sociali. Infine, il comma 6, esonera le start-up innovative in forma di s.r.l. dalla disciplina prevista dall'art. 2474 c.c., riguardante il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni, con lo scopo di valorizzare quanto enunciato nei commi precedenti. Così il legislatore ha conferito a questa categoria di imprese un assetto finanziario molto simile a quello tipico della S.p.A., nonostante la forma in cui esse fossero costituite era quello della s.r.l., assetto e deroghe, peraltro, estesi successivamente anche alle c.d. PMI-innovative, con il Decreto "*Investment Compact*" (d.l. 3/2015), e a tutte le PMI, due anni dopo, con il d.l. 50/2017, rivoluzionando l'assetto societario tipico della s.r.l. all'interno dell'ordinamento italiano.¹⁹

¹⁷ Cfr. D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, art. 25, comma 3.

¹⁸ ROSSI, *Op. Cit.*

¹⁹ PIRANI, *Op. Cit.*, pp. 1012-1044.

1.2- IL SISTEMA PRODUTTIVO ITALIANO

Come disse, in un suo discorso nel 2014, Jean-Claude Juncker: “Le PMI sono la colonna portante della nostra economia”²⁰. Effettivamente, dando uno sguardo al report che ogni anno la Commissione Europea stila sulle PMI operanti all’interno dei confini unitari, non si può che convenire con quanto detto dall’allora presidente della CE. Nello specifico, il report in questione è stato ideato per controllare l’effettiva implementazione dello SBA da parte degli stati membri (c.d. EU-27) ed offre un’analisi completa sul ruolo che svolgono le PMI per il settore economico europeo, escludendo quello finanziario dove a farla da padrone sono le grandi imprese, evidenziando dati relativi all’occupazione e al valore aggiunto generati ogni anno da questa categoria di aziende.²¹

Il report relativo al 2023, si articola in 6 capitoli all’interno dei quali vengono analizzati diversi argomenti, come: l’importanza delle PMI per l’economia dell’UE, le loro performance durante gli anni della pandemia, delle previsioni per l’anno in corso, ed infine il ruolo che svolgono all’interno dei 14 ecosistemi industriali presi in analisi²², ma ai fini di questo paragrafo l’argomento che acquisisce maggiore rilevanza è ovviamente il primo tra quelli sopra citati. Numeri alla mano, le 24,3 milioni di piccole e medie imprese operanti nel 2022 all’interno dell’EU-27 costituiscono il 99.8% di tutte le imprese che non rientrano nel settore finanziario, fornendo 84,9 milioni di posti di lavoro e generando un valore aggiunto pari al 51,8%,²³ la categoria più rappresentata è stata quella delle microimprese seguita poi dalle piccole imprese ed infine, in minima parte, dalle medie imprese, proporzione che si riflette anche nei dati riguardanti l’occupazione ed il valore aggiunto, come mostrato in figura 2:

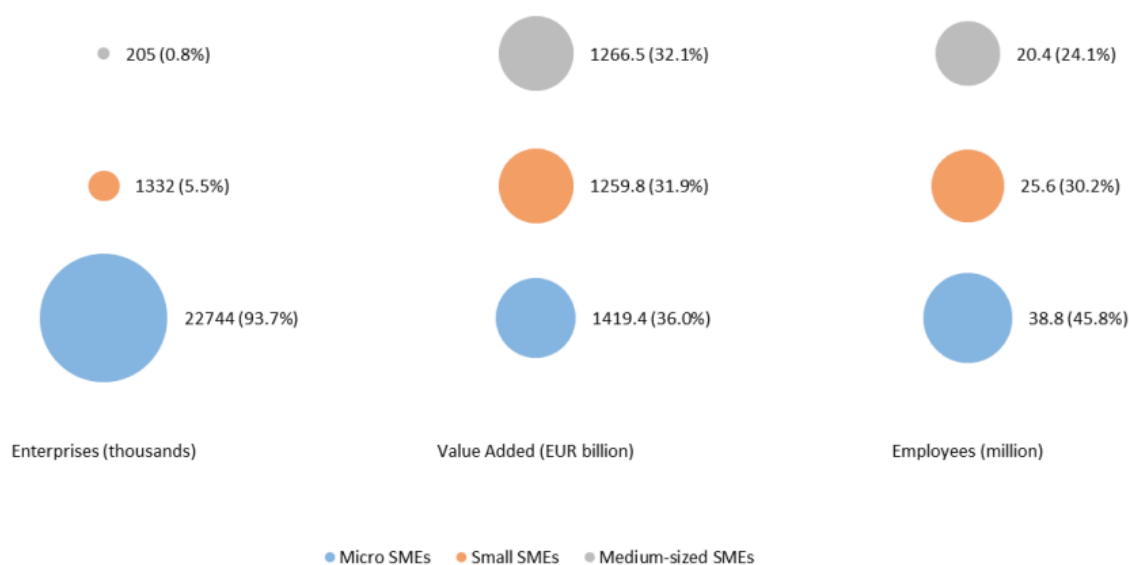
²⁰ JUNKER, *Un nuovo inizio per l’Europa- Il mio programma per l’occupazione, la crescita, l’equità e il cambiamento democratico*, 15 luglio 2014.

²¹ Ogni report è poi accompagnato da un insieme di documenti informativi (c.d. *Fact Sheets*) riguardanti la condizione delle PMI all’interno delle singole nazioni facenti parte dell’UE.

²² COMMISSIONE EUROPEA, *Annual report on European SMEs* (2023).

²³ Tutti i dati riportati sono stati reperiti da: *Annual report on European SMEs* (2023).

Figura 2- Proporzione tra micro, piccole e medie imprese.



Fonte: COMMISSIONE EUROPEA, Annual report on European SMEs (2023).

Le industrie nelle quali si è registrata una maggiore presenza di PMI sono state: quella del commercio all'ingrosso e al dettaglio, quella delle attività professionali, scientifiche e tecniche ed infine l'industria edile. Da notare la presenza, al secondo posto, di un settore che richiede un alto livello di competenze e di conoscenza, ma che soprattutto stimola l'innovazione e la digitalizzazione, confermando ciò che il legislatore, europeo prima ed italiano poi, ha promosso attraverso la nuova disciplina delle Pmi.²⁴

Nel c.d. *fact sheet* relativo al nostro paese vengono evidenziati i punti di forza e di debolezza inerenti alle Pmi italiane, oltre ai dati sull'occupazione ed il valore aggiunto generati da quest'ultime, in relazione ai primi le nostre aziende, in confronto al resto dell'UE, godono di un maggiore livello di internazionalizzazione, inoltre si distinguono, per una maggiore implementazione di prodotti e processi innovativi, oltre che ad un utilizzo, pressoché totale, delle fatture elettroniche²⁵. Se guardando i punti appena elencati l'impressione è che le Pmi italiane siano all'avanguardia rispetto alle concorrenti europee, in realtà, passando ai punti di debolezza riportati dal *fact sheet*, salta subito all'occhio proprio quello relativo alla digitalizzazione delle imprese in Italia, che utilizzano strumenti di questa natura, in misura minore in confronto alle Pmi europee²⁶. Sicuramente di gravità maggiore è il fatto che l'ambiente all'interno del quale operano le Pmi in Italia è de-

²⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Annual report on European SMEs* (2023). Cit.

²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Annual Report on European SMEs, Italy-Sme fact sheet*, 2023.

²⁶ *Ibidem*.

finito come “ampiamente a sfavore” di queste ultime, che devono sostenere costi di costituzione e pratiche burocratiche maggiori, basti pensare che stando a quanto riportato dalla *World Bank*, un’azienda che svolge la sua attività in Italia, impiega in media 238 ore all’anno per pagare le tasse, mentre nel resto dell’UE la media è di 173,7 ore, identico discorso si applica in relazione ai ritardi nei pagamenti da parte della Pubblica Amministrazione.²⁷

Ultimo spunto di rilievo che si può trarre dal report in questione è quello relativo ai metodi di accesso ai finanziamenti che, nel caso italiano, si concentrano sulla finanza tradizionale e meno su quella c.d. alternativa, cioè le Pmi preferiscono rivolgersi maggiormente agli istituti di credito, ed in particolare alle banche, piuttosto che ricorrere a strumenti come il *Venture Capital* o l’ancora più recente *crowdfunding*, per finanziare le proprie attività.²⁸ Questo conferisce sicuramente dei vantaggi, invero le piccole e medie imprese italiane riescono ad ottenere più facilmente mutui e prestiti dalle banche rispetto alle concorrenti che operano nel resto d’Europa²⁹, ma, in periodi come quelli recenti, caratterizzati da forti livelli d’inflazione e conseguenti elevati tassi d’interesse, questa propensione verso gli istituti di credito tradizionali può ritorcersi contro le imprese.³⁰ Basti pensare, a titolo esemplificativo, a tutte quelle aziende che, negli anni precedenti la pandemia, caratterizzati da tassi d’interesse prossimi allo zero, hanno contratto prestiti e/o mutui a tasso variabile e che pertanto oggi riscontrano difficoltà a ripagare tali debiti, rischiando anche, nei casi più estremi, il fallimento. Questo tipo di scenario dovrebbe aprire le porte agli strumenti offerti dalla finanza alternativa, tra l’altro già regolati sia a livello europeo che a livello nazionale, ma le Pmi italiane non sembrano ancora molto propense ad aprirsi ad investitori esterni, considerato che la stragrande maggioranza di esse sono gestite attraverso una conduzione di tipo familiare, ma questo studio verrà approfondito nei prossimi paragrafi.

²⁷ *Ibidem.*

²⁸ *Ibidem.*

²⁹ *Ibidem.*

³⁰ MESSINA, ROSSANO, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Rivista di Diritto Societario*, fascicolo 1-2021, pag. 210.

1.3- IL SISTEMA BANCARIO

Come si è analizzato nel paragrafo precedente, le PMI italiane si contraddistinguono per essere prevalentemente a gestione familiare, peculiarità, questa, che si ripercuote anche sui mezzi che queste imprese utilizzano per finanziarsi. Nel dettaglio, una gestione simile tendenzialmente comporta una certa riluttanza nell'aprire le porte della propria azienda ad investitori esterni, per timore di dover condividere parte degli utili generati dall'attività dell'impresa ed eventuali scelte di tipo gestionale con quest'ultimi, nel caso di acquisto di partecipazioni.³¹ Ma la riluttanza si riscontra anche quando i soggetti esterni non concorrano direttamente agli utili di esercizio e non detengano potere gestionale, come nel caso delle obbligazioni e dei c.d. *mini-bonds*³², questa volta la motivazione è da ricercare anche nell'alto livello di ignoranza (in un indagine del 2020 svolta da Banca d'Italia solamente il 37% dei proprietari di PMI è stato ritenuto in possesso di un'adeguata educazione finanziaria)³³ della presenza di strumenti simili a disposizione delle imprese. Inoltre, bisogna considerare anche che il fabbisogno finanziario di una PMI è spesso di durata medio-breve e raramente a lungo termine, ciò rende possibile per questa tipologia di imprese anche l'autofinanziamento, consistente nell'utilizzo delle proprie risorse³⁴ (ad esempio: liquidità, immobilizzazioni, utile dell'esercizio precedente ecc...) per finanziare l'attività imprenditoriale, strumento peraltro che, escludendo l'anno precedente, è risultato sempre più gradito in tempi recenti, raggiungendo picchi come nel 2017 dove l'89% delle imprese vi ha fatto ricorso³⁵. Infine, rientra sicuramente nel discorso anche la radicata cultura bancocentrica che caratterizza l'Italia, paese in cui le banche sono state considerate, praticamente sempre, estremamente sicure per via di diversi fattori, legati soprattutto alla già citata carenza di alfabetizzazione finanziaria, ma anche, nel caso delle piccole e medie imprese, connesse a barriere strutturali e regolamentari, o almeno era così fino a qualche anno fa, che sostanzialmente non fornivano via alternativa al finanziamento.³⁶

Il quadro descritto finora è quello appunto in cui si ritrovano ad operare le PMI in Italia ed è, allo stesso tempo, parte della motivazione che spinge quest'ultime a fare forte affidamento sul sistema bancario; pertanto, non ci si deve sicuramente sorprendere se, ad oggi, il metodo di finanziamento più utilizzato dalle impre-

³¹ MESSINA, *Finance for SMEs European Regulation and Capital Markets Union – Focus on Securitization and Alternative Finance Tools*. Kluwer Academic, 2019.

³² *Ibidem*.

³³ D'IGNAZIO, RUSSO, STACCHINI, BANCA D'ITALIA, *Micro-entrepreneurs' financial and digital competences during the pandemic in Italy*, in *Questioni di Economia e Finanza* n. 724, pag. 22, ottobre 2022.

³⁴ CARLETTI, FCHUB, *anche le pmi diventano meno bancocentriche*, 12/11/2018.

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ ROSSI, *Op. Cit.*, pag. 531.

se continua ad essere il prestito bancario³⁷. La restante parte del motivo che spiega tale fenomeno è riconducibile alla flessibilità ed alla personalizzazione che le banche riescono a fornire ai propri clienti, tramite offerte ideate completamente su misura delle necessità dell'imprenditore, che, come accennato prima, sono spesso di breve-medio termine.³⁸ Grazie a questo scenario e a questi bisogni da parte degli imprenditori, in Italia, le PMI vivono in uno stato di quasi completa dipendenza nei confronti delle banche, affidandosi a loro per gran parte dei propri fabbisogni finanziari.

Nell'ordinamento italiano l'attività bancaria, la cui disciplina è contenuta nel Testo Unico Bancario, trova la sua definizione all'art. 10 di tale testo, che la delinea come un'attività di impresa riservata che si concretizza con la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito.³⁹ In quanto riservata, essa può essere svolta solamente previa autorizzazione, rilasciata dalla BCE su proposta di Banca d'Italia, solo dopo aver eseguito un controllo del possesso di specifici criteri previsti dall'art. 14 del TUB;⁴⁰ inoltre, viene posto un vincolo anche sulla tipologia societaria che la banca può adottare per la sua costituzione, in particolare vengono previste due forme, la società per azioni e la società cooperativa per azioni a responsabilità limitata,⁴¹ mentre con la prima vengono di solito costituite le banche di grosse dimensioni e che puntano ad estendere la propria attività anche all'estero, è la seconda forma quella di maggiore interesse ai fini di questa tesi, in quanto con essa si costituiscono le banche popolari e, soprattutto, le banche di credito cooperativo. In relazione alle BCC il d.l. 14/02/2016 n.18 ha modificato il TUB introducendo il gruppo bancario cooperativo, rendendo obbligatoria l'adesione ad esso per le BCC, pena il mancato rilascio dell'autorizzazione all'attività bancaria per quest'ultime.⁴² La riforma in questione ha inoltre introdotto l'art. 37 bis all'interno del TUB, il quale definisce la forma del gruppo bancario cooperativo, indicandone le caratteristiche e gli obblighi a cui esso deve sottostare, di particolare importanza risultano il punto a) del comma 1, il quale prevede che vi sia una società capogruppo costituita in forma di s.p.a. e autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria, ed il comma 3 che invece indica il contenuto del contratto di coesione, stipulato tra le banche aderenti al gruppo e la capogruppo e che deve pertanto indicare quale sia la società capogruppo e quali siano i poteri che spettano

³⁷ MESSINA, ROSSANO, *Op. Cit.*, pag. 212.

³⁸ CARLETTI, *Op. Cit.*

³⁹ Cfr. art. 10, comma 2, del TUB.

⁴⁰ *Ibidem.*

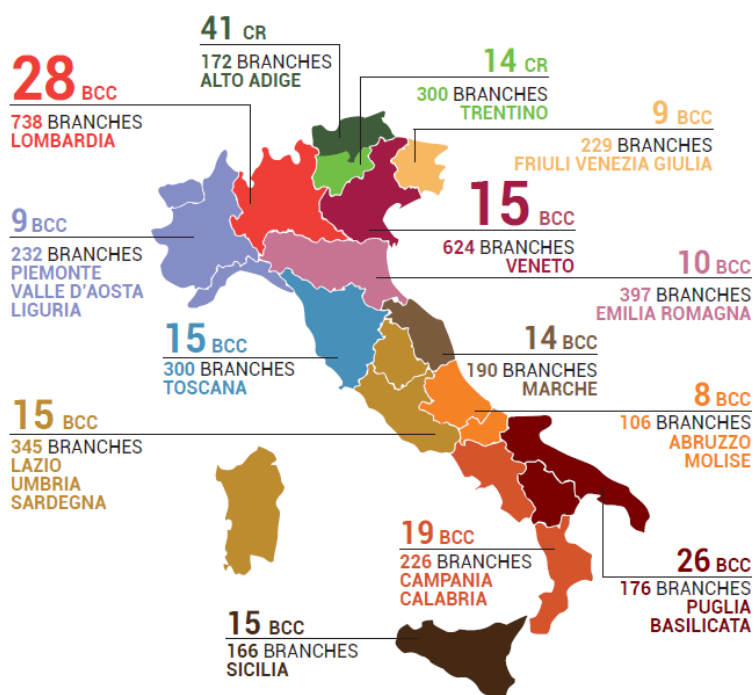
⁴¹ Cfr. art 14, comma 1 lett. a), del TUB

⁴² Cfr. art. 33, commi 1 bis e ter, del TUB.

ad essa, al fine di mantenere e rispettare lo scopo mutualistico e il carattere localistico delle BCC ⁴³. In relazione a quest'ultimo punto, effettivamente le BCC sono caratterizzate dalla loro territorialità, cioè si impegnano ad operare nei territori di loro competenza, requisito estremamente importante previsto anche per i soci di questa tipologia di banche, al comma 2 dell'art.34 del TUB.

Ritornando allo scenario descritto in apertura del paragrafo, contraddistinto appunto dalla forte gestione familiare che caratterizza le PMI in Italia e dall'altrettanto forte fiducia che queste ripongono nei confronti delle banche, il quadro va completandosi se si tiene conto che, specialmente micro e piccole imprese, che ricordiamo dalla figura 2 costituiscono il 99,2% ⁴⁴ del totale delle PMI presenti in Italia, operano prevalentemente, se non, in alcuni casi, esclusivamente in territori ristretti e delimitati come ad esempio province o regioni. A questo punto diventa logico capire che le BCC, grazie alla loro conoscenza del territorio e delle eventuali necessità connesse ad esso, rappresentano le banche più adatte alle PMI sul suolo italiano.

Figura 3- la distribuzione sul territorio italiano delle BCC.



Fonte: Federcasse.

⁴³ Cfr. art. 37, commi 1 e 3, del TUB.

⁴⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Italy fact sheet* (2023), Cit.

In un'intervista rilasciata a Sky tg24 l'11 gennaio 2022, l'attuale presidente di Federcasse, Augusto Dell'Erba, ha dichiarato che le BCC rappresentano il 25,4% dei finanziamenti alle piccole imprese ed il 19,5% del totale erogato alle microimprese⁴⁵, oltre a finanziare anche il 20% delle start-up innovative, a conferma dell'importante ruolo svolto da questi enti nei confronti delle PMI⁴⁶, ruolo coadiuvato dal fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, istituito con la Legge n. 662/96, in particolare alla lettera a) del comma 100 dell'art.2 e operativo dall'anno 2000, il cui fine è agevolare l'accesso al credito bancario per le PMI ponendo lo Stato in qualità di garante sui mutui e prestiti concessi alle imprese, laddove queste non siano in possesso di sufficienti garanzie reali per gli standard richiesti dalle banche.⁴⁷ Nella pratica il fondo non interviene direttamente nel rapporto banca-cliente, lasciando a quest'ultimi libertà di contrattazione, ma si impegna ad offrire una garanzia diretta e una riassicurazione entrambe dell'80% su tutta una serie di finanziamenti finalizzati all'attività di impresa.⁴⁸

Mettendosi per un attimo nei panni delle banche, esse rappresentano gli istituti di credito più importanti all'interno dell'economia, e vengono periodicamente esposte a cicli economico-finanziari positivi e negativi: nel caso dei primi la loro attività si semplifica e di conseguenza anche i rapporti con i clienti, che riescono ad ottenere prestiti e mutui molto più facilmente e a tassi d'interesse inferiori rispetto alla media; nel secondo caso le banche agiscono con estrema cautela, consapevoli del fatto che il crollo di una di esse potrebbe scaturire un effetto a catena in grado di generare una recessione a livello mondiale, come d'altronde è già successo nella storia recente, basti pensare al caso Lehman Brothers nel 2008, o ancora più recentemente, ma con effetti decisamente più contenuti, il fallimento di Silicon Valley Bank e Credit Suisse. Per questo motivo le banche sono ormai sottoposte a una rigorosissima regolamentazione e ad un altrettanto severa vigilanza, stessa ragione per cui non possono permettersi di prestare denaro a qualsiasi richiedente, ma devono effettuare una meticolosa serie di controlli su di esso prima di concedergli un mutuo o prestito che sia. Questo processo si complica nel momento in cui le informazioni relative al cliente siano latenti e di non facile reperibilità, proprio come nel caso delle PMI, che risultano esenti da tutto un raggruppamento di obblighi tipicamente appartenenti alla disciplina delle società per azioni.

⁴⁵ FEDERCASSE, *Credito alle PMI. Dell'Erba: "Centrale il ruolo delle banche di comunità"*, 11 gennaio 2022.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ <https://www.fondidigaranzia.it/conosci-il-fondo/>.

⁴⁸ *Ibidem*.

La crisi del 2008 ha avuto un ruolo fondamentale nell'evidenziare i limiti dei sistemi bancocentrici, infatti, le PMI, durante questo periodo di *credit crunch* sono state fortemente penalizzate subendo una pesante riduzione nei prestiti concessi dalle banche e dovendo ridimensionare i propri fabbisogni e piani di sviluppo futuri.⁴⁹ Questo evento ha dato una scossa, seppur lieve, alle PMI che negli anni hanno progressivamente ridotto il loro livello di indebitamento nei confronti delle banche, come riportato anche nell'ultima relazione annuale di Banca d'Italia, nel 2022 i debiti finanziari delle imprese sono scesi al 68,5% del PIL⁵⁰, relativamente alle imprese di piccole dimensioni, anche per via degli effetti che la pandemia ha avuto sull'economia, si è notato un processo di riequilibrio della struttura finanziaria incentrato per lo più sul potenziamento del patrimonio d'azienda e, in minima parte, l'uscita dal mercato delle imprese che presentavano alti livelli d'indebitamento. Sul fronte creditizio si è verificata una lieve contrazione sui prestiti bancari destinati alle imprese, dovuta ad una graduale intensificazione dei criteri di concessione del credito, come anche dichiarato dalle imprese stesse in un'indagine Invid, lasciando allo scoperto il 2,6% delle aziende intervistate⁵¹, ovviamente si parla di cifre contenute, ma che potrebbero fungere da campanello di allarme per le imprese e indurle verso forme di finanziamento alternative. A favorire questa stretta del credito è stata sicuramente anche la politica monetaria attuata recentemente dalla BCE, che ha previsto un progressivo aumento dei tassi d'interesse con l'intento di abbassare gli alti livelli di inflazione raggiunti all'interno della comunità Europea, che ha causato un incremento del tasso medio sui nuovi finanziamenti (adesso intorno al 3,6%, ma a dicembre 2021 era all'1,3%)⁵². Di seguito viene riportata una mappa in cui vengono evidenziate le variazioni dei tassi d'interesse in ogni regione italiana nell'ultimo anno:

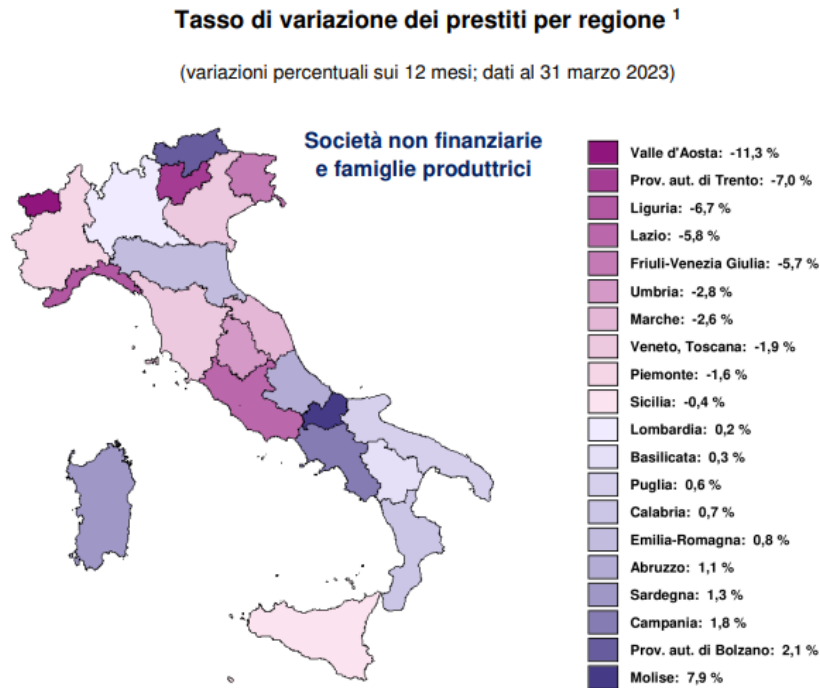
⁴⁹ MESSINA, *Op. Cit.*

⁵⁰ BANCA D'ITALIA, *relazione annuale, anno 2022-centoventinovesimo esercizio*, 31 maggio 2023.

⁵¹ *Ibidem.*

⁵² *Ibidem.*

Figura 4- tasso di variazione dei prestiti per regione.



Fonte: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanziamenti-raccolta/2023-finanziamenti-raccolta/statistiche_STAFINRA_20230630.pdf.

Durante periodi come quello odierno, caratterizzato appunto dal susseguirsi di eventi che percuotono l'economia e la stabilità finanziaria a livello mondiale, le imprese, specialmente quelle di piccole dimensioni, devono rivedere il proprio piano finanziario, allontanandosi dalle banche e avvicinandosi, di contro, a strumenti di credito alternativo, che permettano a queste di continuare a svolgere la propria attività regolarmente, senza quindi il rischio di non vedersi concesso un prestito, o di dover far fronte a pagamenti di debiti troppo onerosi.⁵³ Si aprono così le porte della c.d. finanza alternativa, che sarà oggetto di studio del prossimo capitolo.

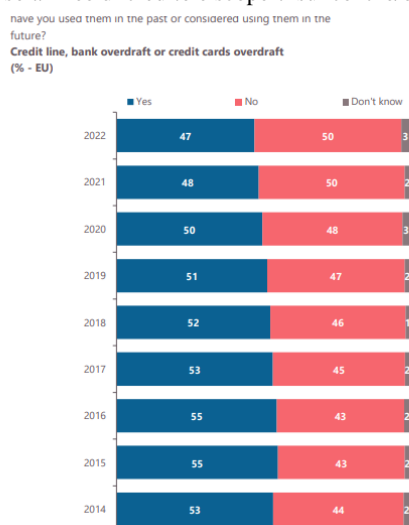
⁵³ MESSINA, *Mini bonds unpicked*, *International Financial Law Review*, 16/4/2018.

1.4- UNO SGUARDO ALLE FONTI DI FINANZIAMENTO UTILIZZATE DALLE PMI NEL RESTO D'EUROPA

Il quadro europeo non dista molto da quello italiano, nel senso che anche negli altri paesi dell'Unione il canale di finanziamento preferito dalle piccole e medie imprese resta quello bancario, ed anche i motivi dietro a questa scelta sono simili, in quanto la conduzione familiare costituisce una costante per queste imprese, come un'altra costante è costituita dalla innegabile sicurezza che le banche, in quanto istituti di credito, sono in grado di offrire ai propri clienti, oltre al già citato, elevato livello di personalizzazione dell'offerta che possono presentare.⁵⁴

Come evidenziato dal SAFE (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*), sondaggio redatto annualmente tramite la collaborazione tra Commissione Europea e BCE e che ha lo scopo di monitorare i progressi nelle vie d'accesso ai finanziamenti per le PMI, lo scorso anno gli strumenti più utilizzati sono stati le linee di credito e gli scoperti bancari o legati alle carte di credito, quest'ultimi sono delle soglie che le banche concedono per poter continuare ad utilizzare denaro anche quando il conto o le carte ne siano sprovvisti. In particolare, sono stati utilizzati dal 28% delle PMI come forma di finanziamento esterno l'anno scorso, confermando però un trend in discesa, iniziato nel 2015, per questo tipo di strumenti, considerando anche che il 19% delle imprese non ne ha fatto utilizzo e ben il 50% di esse non lo hanno ritenuto necessario allo svolgimento delle proprie attività⁵⁵, nonostante ciò nel periodo trascorso tra Marzo ed Agosto 2022 ben il 47% delle imprese intervistate ha fatto ricorso ad uno di questi tre strumenti come riportato in figura 5:

Figura 5- ricorso a linee di credito e scoperti sui conti e/o sulle carte di credito



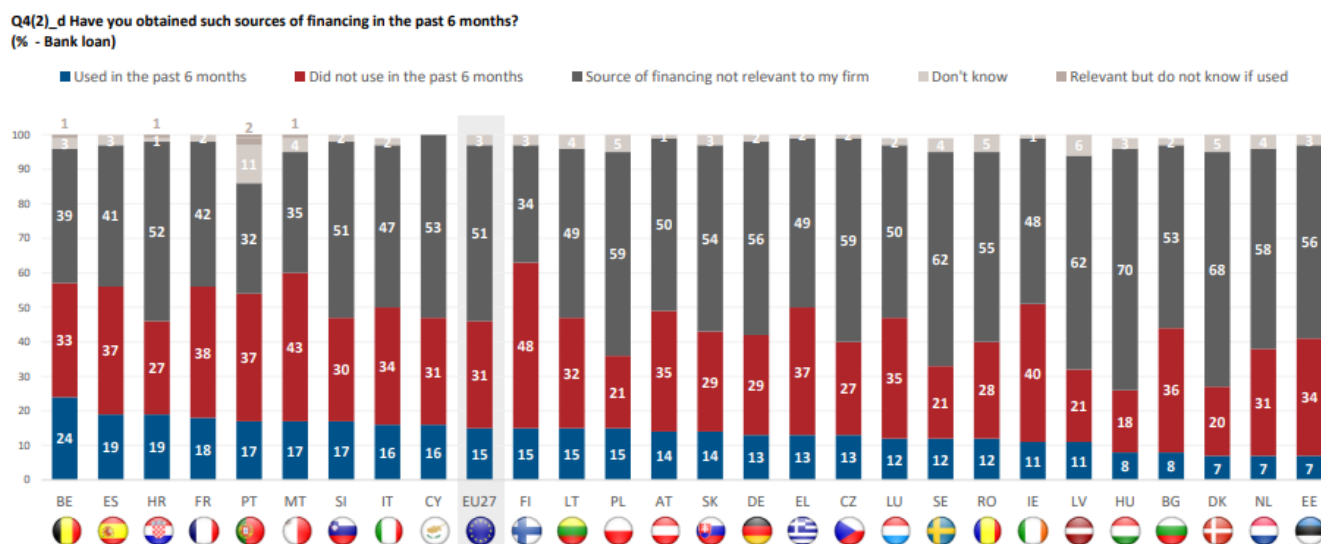
Fonte: Survey on Access to Finance of Enterprises- Analytical Report, 2022.

⁵⁴ COMMISSIONE EUROPEA, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Survey on Access to Finance of Enterprises- Analytical Report*, 2022.

⁵⁵ *Ibidem*.

Un altro strumento creditizio ampiamente usato dalle PMI in Europa è stato il prestito bancario, ben il 46% delle imprese intervistate dalla CE e dalla BCE l'ha ritenuto una risorsa necessaria per il finanziamento delle proprie attività, inoltre, a differenza dei tre strumenti esposti precedentemente, questo ha visto un lieve rialzo nel suo utilizzo rispetto all'anno precedente, ma è anch'esso in forte calo rispetto al periodo che va dal 2015 al 2020⁵⁶.

Figura 6- Prestiti bancari utilizzati dalle PMI nei vari paesi dell'UE.



Fonte: Survey on Access to Finance of Enterprises- Analytical Report, 2022.

La figura 6 mostra la percentuale di imprese che è ricorsa al prestito come forma di finanziamento nei singoli paesi dell'Unione Europea, come si può notare, fatta esclusione del Belgio, in tutte le altre nazioni questo dato è inferiore al 20%, con la media Europea che si attesta al 15% confermando un impiego sempre più desuetto per questo strumento.⁵⁷

L'utilizzo via via decrescente dei crediti bancari è sicuramente riconducibile alle cause evidenziate nel paragrafo precedente della tesi, cioè un inasprimento delle regole per la concessione di prestiti da parte delle banche, col fine di salvaguardare la stabilità di quest'ultime, ed in tempi odierni una forte impennata nei costi dei debiti, per via della politica monetaria adottata dalla BCE per combattere i forti livelli di inflazione raggiunti in seguito alla pandemia, strategia che ha previsto appunto il graduale aumento dei principali tassi

⁵⁶ Ibidem.

⁵⁷ Ibidem.

d'interesse.⁵⁸ In effetti, un dato interessante raccolto dal SAFE è stato proprio quello relativo alla volontà delle banche nel concedere credito alle PMI, il quale ha registrato una decrescita dell'1%, diminuzione che era stata registrata per l'ultima volta nel 2014, in particolare i paesi che hanno visto un maggiore deterioramento sono stati la Lituania ed i Paesi Bassi con un calo rispettivamente pari al 17% e all'11%.⁵⁹

La tendenza delle banche a concedere credito meno facilmente nei confronti delle piccole imprese si è ripercossa ovviamente anche sui singoli strumenti utilizzati da queste per sostenere il proprio fabbisogno finanziario, con riferimento alle tipologie descritte in precedenza ma anche ad altri metodi non strettamente legati agli istituti bancari come il *leasing* o l'acquisto rate e i crediti commerciali, mentre, in contro tendenza, e vista la situazione legata alle fonti di credito esterne, è stato registrato un aumento nell'utilizzo di capitale proprio da parte delle imprese.⁶⁰

⁵⁸ Si veda par. 1.3 della tesi.

⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Op. Cit.*

⁶⁰ *Ibidem.*

2- LE NUOVE MODALITÀ DI ACCESSO AL CREDITO

2.1- FINTECH E PRINCIPALI INNOVAZIONI

La CONSOB e Banca d'Italia, riprendendo la definizione fornita dal Financial Stability Board⁶¹, individuano il fintech come:” L’innovazione finanziaria resa possibile dall’innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni, o sull’offerta di servizi.”⁶²

Nasce dalla necessità di rimodernare il settore finanziario e, ove possibile, liberarlo dai lunghi processi burocratici che lo caratterizzano, rendendolo al contempo più accessibile. Nel fare ciò il fintech ha innanzitutto digitalizzato il settore in questione, creando quindi piattaforme online e app attraverso le quali poter accedere ai propri conti bancari, ad esempio, e poter svolgere tutte le operazioni relative ad essi, questo alto grado di digitalizzazione ormai raggiunto ha permesso agli operatori di ridurre costi e tempi; sempre a titolo esemplificativo, basti pensare alla grandissima riduzione del numero di sportelli bancari a cui si è assistito negli ultimi anni; inoltre ha permesso di aumentare la sicurezza dell’intero settore finanziario oltre ad accrescere la competitività all’interno di esso. Ma il fintech non si è limitato solamente ad aggiornare o modificare un qualcosa che già esisteva, ha infatti dato vita a tutta una nuova serie di servizi e di strumenti finanziari come: il *peer to peer lending* ed il *crowdfunding*, il *robo advisory*, il quale si concretizza in un processo di consulenza finanziaria che si avvale dell’intelligenza artificiale in grado persino di effettuare investimenti automatizzati, oppure ancora ha introdotto la *blockchain* e le criptovalute, che continuano ad acquisire un rilievo sempre maggiore nella finanza odierna, soprattutto per la loro applicazione in termini di sicurezza.

Si tratta di un settore, quello del fintech, in forte crescita nell’ultimo periodo; infatti, nel biennio 2021/2022 in Italia sono stati spesi ben 530 milioni di euro da parte degli istituti finanziari in investimenti per l’innovazione tecnologica, e ad inizio 2023 ne sono già stati investiti ulteriori 280 milioni; si tratta di un dato in aumento rispetto al biennio precedente in cui furono spesi 456 milioni di euro⁶⁴. In tal senso una grossa

⁶¹ Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, “*Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications*”, 22 Maggio 2017.

⁶² <https://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>

⁶³ Banca d’Italia, *fintech in Italia Indagine conoscitiva sull’adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.

⁶⁴ I dati riguardanti il biennio 2021/2022 sono stati reperiti da: Banca d’Italia, *indagine fintech nel sistema finanziario italiano*, 2021.

mano in termini di crescita per questo settore è riconducibile alla pandemia di COVID-19, che ha modificato le modalità di interazione fra le persone, e di riflesso anche come queste interagiscono con gli intermediari finanziari, generando una richiesta per nuovi tipi di prodotti e servizi che si adattassero alle necessità del momento, non a caso la maggiore crescita di questo settore si è verificata nei paesi che presentavano le restrizioni più severe per non far diffondere il virus⁶⁵.

In seguito alla pandemia, il settore finanziario ha subito un grande mutamento in favore di un'accessibilità maggiore, ciò ha portato allo sviluppo di modelli come l'*open banking* incentrati sul migliorare il più possibile la *customer experience* tramite la digitalizzazione, offrendo quindi servizi usufruibili attraverso entrambe le vie fisiche e digitali e rendendo possibile il raggiungimento di soggetti a cui il settore, precedentemente, non si rivolgeva o lo faceva in minima parte, in questo discorso rientrano sicuramente anche le PMI specie quelle in fase di start-up che storicamente facevano fatica ad ottenere forme di finanziamento bancarie, per via delle difficoltà relative al calcolo del loro rating creditizio. Più in generale questa mutazione ha permesso ai soggetti c.d. *underbanked* di accedere al credito, non solo tramite gli istituti tradizionali, ma anche e soprattutto grazie, alle nuove forme di finanziamento sviluppate attraverso l'innovazione tecnologica che costituiscono il ramo della finanza alternativa.

Sul piano regolatorio, trattandosi di un fenomeno nuovo e in continua evoluzione, gli approcci sono stati diversi, in particolare sono state utilizzate logiche di: "*wait and see*", che consiste nell'attendere e studiare il fenomeno per verificare l'effettiva necessità d'intervento; "*same business, same risks, same rules*", cioè applicare, ove possibile, il quadro regolatorio vigente; "*new functionality, new rules*" che si concretizza nell'ideazione di nuove regole con l'intento di cogliere la specificità dei nuovi fenomeni.⁶⁶

Il primo approccio viene utilizzato principalmente nelle fasi di vita iniziali di un nuovo fenomeno e vive in un rapporto di stretta dipendenza con esso, in quanto permette di studiare da vicino il fenomeno e gli effetti da esso prodotti senza intervenire prematuramente limitandone lo sviluppo, di contro espone le autorità ai rischi legati ad una rapida evoluzione del fenomeno, e, nel caso del fintech, che questo instauri

⁶⁵ CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020) *The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report*, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum.

⁶⁶ BANCA D'ITALIA, intervento di Alessandra Perrazzelli, Vicedirettrice Generale di BI, all'Università degli studi di Insubria in occasione del Laboratorio di Finanza Digitale, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?* 4 maggio 2021.

un'interconnessione con la finanza tradizionale.⁶⁷ Il secondo approccio è il più diffuso fra i tre in quanto garantisce l'applicazione di discipline e regole già esistenti nei confronti di soggetti ed istituti sia obsoleti che nuovi, ma un utilizzo esclusivo di questa logica può comportare dei rischi legati ai limiti che quest'ultima presenta nel riconoscere l'importanza e l'innovazione che alcuni fenomeni generano nella finanza tradizionale, motivo per cui si ricorre spesso anche al terzo approccio che prevede appunto lo sviluppo di nuove regole in grado di enfatizzare le potenzialità del fenomeno e limitarne i rischi. Ed in effetti, le autorità utilizzano queste logiche regolatorie in maniera sinergica e simultanea, o in successione, a seconda del fenomeno in analisi e non limitandosi ad applicarne solamente una con il rischio che non risulti l'approccio migliore.⁶⁸

La Commissione Europea, in particolare nella figura dell'allora presidente Jean Claude Juncker, già nel 2015 ha riconosciuto le potenzialità del fintech e come queste fossero in grado di migliorare il settore finanziario sia per gli istituti che per i clienti, così tramite la COM. 192 del 6/05/2015 e la COM. 630 del 10/12/2015, pone le basi per un mercato unico europeo dei servizi digitali, altra norma di rilievo è stata la Risoluzione del Parlamento europeo del 17/05/2017 sull'influenza della tecnologia sul settore finanziario, di particolare rilevanza ai fini di questa tesi è il considerando L) che riconosce come il Fintech e gli strumenti tramite esso sviluppato, con specifico riferimento ai servizi finanziari transfrontalieri e canali di prestito e di investimento alternativi come il *crowdfunding* e il prestito tra pari, siano stati di grande aiuto per le imprese, specialmente per le PMI, e diventi di fondamentale importanza in ottica del consolidamento dell'Unione dei mercati dei capitali⁶⁹. Alla Risoluzione si sono susseguite il Piano d'Azione del 2018 con COM. 109 dell'8/03/2018 e, nell'ambito di quest'ultimo, il 24/09/2020 è stata pubblicata la *EU DIGITAL FINANCE STRATEGY* che presenta obiettivi strategici, azioni e 4 priorità, tra le quali rientra la creazione di uno spazio unico dei servizi finanziari, da realizzare entro il 2024⁷⁰; inoltre al suo interno sono contenuti diversi regolamenti relativi a servizi del Fintech come: il MICA, relativo ai *crypto-assets*, un regolamento sulle DLT, cioè le piattaforme sulle quali si basa il funzionamento delle criptovalute, ed infine, il DORA che è un regolamento relativo alla resilienza operativa digitale, ha, cioè, lo scopo di stabilire un quadro omogeneo ed uniforme riguardo la sicu-

⁶⁷ *Ibidem.*

⁶⁸ *Ibidem.*

⁶⁹ Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: *l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario* (2016/2243(INI)).

⁷⁰ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, COM. 2020/591, 24/09/2020, pp. 4-5.

rezza delle reti e dei sistemi informativi utilizzati da tutti gli operatori del settore finanziario. Infine, di altrettanta rilevanza sono anche il DSA (Digital Services Act), introdotto con il Regolamento 2022/2065, e che avrà piena applicazione dal gennaio 2024; ed il DMA (Digital Markets Act), introdotto con il Regolamento 2022/1925, ed operativo dal 2 maggio 2023. Si tratta un insieme di norme volte a promuovere la creazione di un ambiente digitale più sicuro, in cui i diritti fondamentali di tutti gli utenti dei servizi digitali siano preservati e favorire un equilibrio che stimoli l'innovazione, la crescita e la competitività, sia all'interno del mercato unico europeo che a livello globale.⁷¹

In Italia, il Decreto Crescita (d.l. 30/04/2019, n.34) ha definito la “*Disciplina del Comitato e della sperimentazione FinTech*”, cioè la cosiddetta “*sandbox regolamentare*” di attività FinTech presso le autorità di vigilanza. Si tratta di uno spazio controllato da BI all'interno del quale intermediari finanziari e operatori del Fintech possono mettere alla prova prodotti e servizi innovativi in ottica tecnologica nel settore bancario, finanziario e assicurativo, per un periodo di tempo limitato e comunque non superiore ai 18 mesi. Banca d'Italia dispone anche di altri due c.d. facilitatori dell'innovazione che sono: l'Innovation Hub ed il Canale Fintech; sono anch'essi degli spazi gestiti e controllati da BI in cui viene data la possibilità alle imprese di chiarire ed approfondire questioni relative all'area del Fintech.⁷²

⁷¹ *Ibidem.*

⁷² <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox> .

2.2- LO SHADOW BANKING

Il fenomeno dello *shadow banking* si è diffuso in seguito alla crisi dei mutui *subprime* del 2008, in risposta agli effetti che quest'ultima ha prodotto sul settore creditizio mondiale, ponendosi come alternativa alle banche "tradizionali" ed erogando credito ai soggetti richiedenti senza richiedere particolare meriti creditizi, ciò grazie alla zona d'ombra in cui esso opera, lontano dall'estesa regolazione a cui gli istituti finanziari sono sottoposti.⁷³ La prima definizione di shadow banking è stata fornita dal *Financial Stability Board* nel 2011, che l'ha identificato ne "l'intermediazione creditizia in cui sono coinvolte entità ed attività operanti al di fuori del normale sistema bancario"⁷⁴, implicando così che questo si basi su due colonne coinvolte in un rapporto di stretta dipendenza. Da un lato si trovano le entità operanti all'esterno del sistema bancario tradizionale e occupate nello svolgimento di almeno una delle attività che seguono⁷⁵:

- Raccolta di finanziamenti aventi caratteristiche simili a quelle dei depositi;
- Trasformazione delle scadenze e/o liquidità;
- Permettere il trasferimento del rischio di credito;
- Utilizzo, in via diretta o indiretta, della leva finanziaria.

Dall'altro lato, si collocano le attività che potrebbero costituire significative fonti di finanziamento per le entità di tipo non bancario. All'interno di queste attività si collocano la cartolarizzazione, l'emissione di titoli in prestito e le operazioni di pronti contro termine. In effetti il funzionamento del sistema bancario ombra si basa proprio sull'utilizzo di questi strumenti, le banche ombra, per l'intermediazione del credito, si avvalgono di una estesa serie di cartolarizzazioni e utilizzano strategie finanziarie quali gli *asset-backed commercial paper* (ABCP), *asset-backed securities* (ABS) e *collateralized debt obligations* (CDO), da non escludere l'utilizzo di *credit default swap* (CDS); consentendo quindi al sistema di tradurre l'intermediazione creditizia in una trasformazione del credito, delle scadenze e della liquidità. Questo processo si va ad articolare nella prassi in una catena articolata in sette punti⁷⁶:

- 1- Origine del prestito;

⁷³ COMMISSIONE EUROPEA, *libro verde sul sistema bancario ombra*, COM, 102/2012, 19 marzo 2012.

⁷⁴ FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, Recommendation of the Financial Stability Board, 27 October 2011.

⁷⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *libro verde sul sistema bancario ombra*, Cit.

⁷⁶ F. Di Perna, *Lo Shadow Banking System E Il Ruolo Dei Fondi Di Credito Nell'intermediazione Creditizia. La "Zona D'ombra" Della Vigilanza Prudenziale*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 1/2016-supplemento, p.36.

- 2- Stoccaggio del prestito;
- 3- Emissione di ABS;
- 4- Stoccaggio degli ABS;
- 5- Emissione di CDO;
- 6- Intermediazione sull'ABS;
- 7- Finanziamento all'ingrosso.

Il copioso utilizzo di strumenti di cartolarizzazione, consistenti nella pratica al creare debito su un debito già esistente, espone il sistema bancario ombra agli stessi rischi che hanno caratterizzato la crisi del 2008, dove invece a fare ingente utilizzo di queste pratiche fu il sistema bancario tradizionale.⁷⁷ Ma lo *shadow banking* è esposto a molti altri tipi di rischi, accentuati, peraltro, dalla mancanza di regolazione che caratterizza questo sistema. I rischi individuati dal libro verde sul sistema bancario ombra sono: la possibilità di incorrere in corse allo sportello, visto che molte delle attività utilizzate da questo sono basate su finanziamenti a breve termine; altro rischio riscontrato è l'elevato e impercettibile accumulo di leva finanziaria, generata appunto dal processo esposto sopra e in grado di creare crisi sistemiche; ed infine, l'elusione delle regole e l'arbitraggio regolamentare offerto dallo *shadow banking* vengono spesso utilizzati dalle banche tradizionali creando così un rapporto di interdipendenza, estremamente rischioso, tra i due sistemi.⁷⁸

Nonostante l'elevato grado di rischio che accompagna lo *shadow banking*, nel 2021 questo ha registrato una crescita del 8,9%, raggiungendo una dimensione pari a 239,3 mila miliardi di dollari, aumentando di conseguenza anche la sua quota relativa agli asset finanziari globali dal 48,6% al 49,2%⁷⁹, di seguito viene riportata un'immagine che illustra la crescita del settore in questione a partire dal 2007:

Figura 7: crescita dello *shadow banking*, i dati sono espressi in migliaia di miliardi di dollari.

NBFI sector	NBFI components				Excluded from narrow measure ¹	Narrow measure of NBFI	Narrow measure components (by economic function (EF))					Unallocated	
	ICs	PFs	OFIs	FAs			EF1	EF2	EF3	EF4	EF5		
2007	102.7	20.3	21.1	60.1	1.3	62.2	32.3	13.6	3.0	7.8	0.1	6.2	1.6
2008	100.1	19.3	19.9	59.7	1.3	57.9	31.4	14.0	3.3	5.7	0.1	6.0	2.3
2009	105.0	20.8	21.5	60.9	1.7	64.6	29.1	14.9	3.0	3.6	0.1	6.3	1.2
2010	112.9	22.3	23.5	65.3	1.8	70.4	28.6	16.1	3.0	3.3	0.1	5.2	1.1
2011	116.9	23.1	24.5	67.6	1.7	72.9	29.7	17.8	3.0	3.5	0.1	4.6	0.7
2012	127.4	24.9	26.2	74.5	1.8	80.0	33.5	21.7	3.0	3.6	0.1	4.3	0.7
2013	138.9	26.1	29.1	82.0	1.7	88.7	36.6	24.8	3.1	3.6	0.2	4.3	0.6
2014	152.8	28.1	30.8	92.1	1.8	97.9	40.4	28.1	3.3	3.9	0.2	4.4	0.7
2015	160.2	29.0	31.6	97.6	1.9	103.5	43.5	31.2	3.3	3.7	0.2	4.3	0.8
2016	172.5	30.7	33.4	106.3	2.1	114.7	46.6	34.2	3.4	3.5	0.2	4.3	1.1
2017	185.4	32.2	35.7	115.3	2.3	123.7	50.6	37.4	3.6	3.7	0.1	4.7	1.0
2018	185.3	32.5	36.0	114.4	2.4	122.4	51.3	37.4	3.8	4.0	0.2	4.8	1.1
2019	203.3	35.8	39.6	125.2	2.8	134.1	57.2	42.7	4.0	4.3	0.1	4.9	1.2
2020	220.5	38.2	42.0	137.4	3.0	145.6	61.7	46.7	4.4	4.3	0.2	4.7	1.5
2020 ²	219.7	38.1	41.9	136.7	3.0	145.4	61.7	46.7	4.3	4.3	0.2	4.7	1.5
2021 ²	239.5	40.0	44.7	151.4	3.4	158.7	67.8	51.6	4.6	4.6	0.2	5.1	1.7

NBFI = Non-bank financial intermediation; ICs = Insurance corporations; PFs = Pension funds; OFIs = Other financial intermediaries; FAs = Financial auxiliaries; Unallocated = included in narrow measure but not allocated to a particular EF. Some exchange rate effects were netted out by using a constant exchange rate (from 2021). As in previous reports, the 29-Group sample is used for the narrowing down section of this report because of its greater granularity. Therefore, all the aggregates shown in this table relate to the 29-Group sample and might deviate from the aggregates discussed in Section 1 (which relies mainly on the 21+EA-Group).

¹ Includes NBFI entities classified outside the narrow measure, prudentially consolidated into banking groups, or that are part of the statistical residual. ² Does not include data for Russia.

Sources: Juristictions' 2020 submissions (national sectoral balance sheet and other data) and 2021 submission for Russia; FSB calculations.

Fonte: FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 2022.

⁷⁷ Ivi, pag. 40.

⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *libro verde sul sistema bancario ombra*, Cit.

⁷⁹ FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 2022.

In Italia, come riscontrato nel paragrafo 1.3, le banche rivestono un ruolo cardine nel sistema creditizio che riflette come l'economia italiana poggi le proprie basi sul ruolo altrettanto importante delle PMI, considerando che quest'ultime fanno affidamento in via quasi esclusiva sulle banche tradizionali per alimentare il proprio fabbisogno finanziario. Banca d'Italia riporta che alla fine del 2015 gli attivi delle banche ammontavano a circa 3500 miliardi di euro, rappresentando il 23% del totale degli asset finanziari ed il 214% del PIL, mentre il comparto degli intermediari finanziari non bancari ammontava a circa 977 miliardi di euro, costituendo il 6% degli asset finanziari ed il 60% del PIL.⁸⁰

La rilevante crescita effettuata dal sistema bancario ombra è riconducibile, in parte, anche al ruolo che questo ha svolto nel facilitare l'accesso al credito per i soggetti *underbanked*, oltre che a offrire, in generale, una forma di finanziamento alternativo ai soggetti bancabili, muovendosi, pertanto nella stessa direzione del FinTech.

Le autorità regolatorie italiane hanno colto immediatamente quest'aspetto dello *shadow banking* e, con l'intento di ridurre l'eccessiva dipendenza dal credito bancario da parte delle PMI hanno implementato delle nuove misure per dare alle imprese la possibilità di diversificare i propri finanziamenti, fra queste rientrano appunto le misure che hanno concesso ai soggetti non bancari di concedere credito, nello specifico la norma si rivolge a: fondi comuni d'investimento, che peraltro come riporta il report del FSB sono gli enti non bancari che erogano la quantità di credito maggiore ogni anno; le imprese assicurative ed i veicoli di cartolarizzazione.⁸¹

⁸⁰ NUZZO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, in *Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, n. 372, p. 31, febbraio 2017.

⁸¹ BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolazione italiana*, intervento presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015.

2.3- I NUOVI LENDER

Il d.l. n. 91/2014 (c.d. decreto competitività), divenuto poi legge con la l. 116/2014, ha introdotto importanti modifiche nel panorama dell'erogazione di credito in Italia, estendendo tale facoltà a: "le società di cartolarizzazione di cui alla legge 30 aprile 1999, n. 130, nonché da imprese di assicurazione costituite e autorizzate ai sensi di normative emanate da Stati membri dell'Unione europea o organismi di investimento collettivo del risparmio costituiti negli Stati membri dell'Unione europea e negli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917."⁸²

2.3.1- LE IMPRESE DI ASSICURAZIONE

Nel caso delle compagnie assicurative l'art. 22 del decreto competitività ha modificato l'art. 38 del d.lgs. 239/2005 detto anche "Codice delle Assicurazioni", introducendo al secondo comma di tale articolo i presupposti a cui le imprese di assicurazione devono attenersi per l'erogazione del credito, rimettendo poi all'IVASS, cioè l'autorità di vigilanza del settore assicurativo, il compito di sviluppare la relativa disciplina nel dettaglio. Così con il provvedimento n. 22, emanato il 22 ottobre 2014, l'IVASS ha stabilito ulteriori limiti e condizioni per la concessione dei finanziamenti da parte delle compagnie assicurative, modificando il regolamento n. 36/2011.⁸³ È importante precisare che tale provvedimento ha limitato il campo dei prenditori di credito alle imprese, fatta però esclusione delle microimprese. I presupposti previsti dal nuovo art. 38 del codice delle assicurazioni, invece, sono i seguenti:

- a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni;
- b) la banca o l'intermediario finanziario di cui alla lettera a) trattenga un significativo interesse economico nell'operazione fino alla scadenza dell'operazione;
- c) il sistema dei controlli interni e gestione dei rischi dell'impresa sia adeguato e consenta di compren-

⁸² d.l. n. 91/2014, capo terzo, art. 22.

⁸³ <https://www.finriskalert.it/finanziamenti-alla-pmi-da-parte-delle-imprese-assicurative-di-giulia-mele/>.

dere a pieno i rischi, in particolare di credito, connessi a tale categoria di attivi;

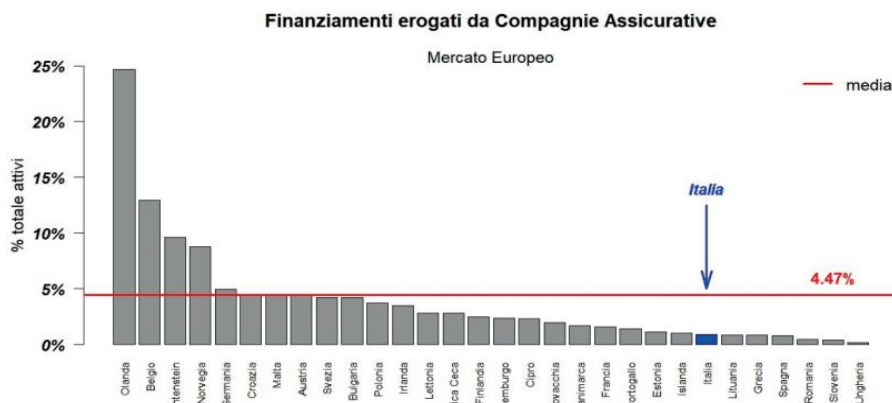
d) l'impresa sia dotata di un adeguato livello di patrimonializzazione.⁸⁴

Mentre il regolamento n. 36 prevede che le compagnie assicurative intenzionate ad erogare credito debbano disporre un piano d'attività all'interno del quale siano contenute delle informazioni peculiari relative alla concessione, tra le altre è richiesto che questo contenga:

- le modalità di attuazione dell'attività di finanziamento, se in via diretta o con l'ausilio, nella fase di selezione, di una banca o di un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del TUB;
- i criteri per la selezione dei prenditori dei finanziamenti diretti, per la concessione e gestione dei finanziamenti diretti nonché le modalità e la periodicità della revisione di tali criteri alla luce dell'andamento dell'attività;
- la definizione degli importi per l'attività di investimento in finanziamenti e dei limiti di concentrazione per singolo emittente e per gruppo dei prenditori.⁸⁵

Si rilevano delle differenze sulla concessione del credito anche in relazione alla selezione dei prenditori, che, nel caso in cui venga svolta da una banca o un intermediario finanziario si prevede una divisione dei finanziamenti in 3 classi, basata su specifici requisiti, alle quali corrispondono delle limitazioni diverse sui finanziamenti per le riserve tecniche; nel caso in cui la selezione dei prenditori venga svolta autonomamente da parte dell'impresa d'assicurazione dovrà attendere l'autorizzazione dell'IVASS prima di poter procedere con la concessione del prestito.⁸⁶

Figura 8: finanziamenti erogati da compagnie assicurative.



Fonte: IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2021*.

⁸⁴ d.l. n. 91/2014, capo terzo, art. 22.

⁸⁵ <https://www.finriskalert.it/finanziamenti-alla-pmi-da-parte-delle-imprese-assicurative-di-giulia-mele/>.

⁸⁶ Ibidem.

In figura 8 sono riportate le percentuali dei finanziamenti di nuova concessione emessi dalle compagnie assicurative in Europa, in Italia sono stati erogati 7,2 miliardi di euro nel 2021, posizionandola ventitreesima in questa classifica, indicando, pertanto, uno scarso utilizzo da parte delle imprese italiane di questa forma di finanza alternativa.⁸⁷

2.3.2- I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

Questi enti rientrano nella categoria degli organi di investimento collettivo del risparmio (OICR), la cui definizione è fornita dall'art. 1 lett. k) del TUF, che recita: "l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata"⁸⁸. In particolare, questi organi possono essere costituiti in forma societaria, in tal caso si parlerebbe di SICAV e SICAF (a seconda che il capitale gestito sia variabile, nel primo caso, o fisso, nel secondo); o in forma contrattuale, costituendo così un fondo comune di investimento. Si tratta di enti privi di personalità giuridica, composti da patrimoni autonomi che vengono suddivisi in quote, la cui gestione è tipicamente affidata ad una società di gestione del risparmio (SGR). Esistono diverse tipologie di fondi, ma quelli che interessano il finanziamento delle PMI sono i fondi di investimento alternativo (FIA) di credito, il nostro ordinamento ne riconosce due forme: quelli che operano sul mercato secondario, investendo quindi in crediti preesistenti, e quelli che invece investono direttamente tramite l'erogazione di finanziamenti.⁸⁹ L'implementazione di questi fondi è avvenuta in seguito all'introduzione nell'ordinamento italiano dei c.d. *minibond*, introdotti con il d.l. 22 giugno 2012 n. 83, si tratta di obbligazioni o strumenti di debito a medio lungo termine emessi tendenzialmente dalle PMI⁹⁰, ideati per diminuire la dipendenza di quest'ultime dal settore bancario, e che rendono possibile il funzionamento dei FIA, che li acquistano sul

⁸⁷ IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2021*.

⁸⁸ Cfr. art. 1 lett. k) del TUF.

⁸⁹ La possibilità per i FIA di erogare credito viene riconosciuta dall'art. 46-bis del TUF.

⁹⁰ Fatta eccezione delle microimprese che non possono emettere questa tipologia di strumenti finanziari.

segmento ExtraMOT Pro del mercato⁹¹, permettendo alle piccole imprese di finanziarsi appunto tramite strumenti alternativi. Bisogna però puntualizzare che esistono delle differenze fra i FIA che investono in *minibonds* ed i FIA che investono sul credito, quella più importante è appunto l'oggetto dell'investimento, che nel caso dei fondi di credito risulta essere il contratto di finanziamento, o comunque un'operazione di tipo non cartolare, a differenza dei titoli acquistati dai fondi c.d. di debito.⁹²

Con il d.l. 14/02/2016, n.18, è stato introdotto un nuovo Capo all'interno del TUF, cioè il "Capo II-quinques" catalogato sotto il nome di "OICR di credito", contenente, tra gli altri, l'art. 46-bis del TUF il quale prevede che⁹³: "I FIA italiani possono investire in crediti, a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto delle norme del presente decreto e delle relative disposizioni attuative adottate ai sensi degli articoli 6, comma 1, e 39".⁹⁴ Concedendo così, come precedentemente riportato, la possibilità ai FIA non solo di acquistare crediti sui mercati secondari attraverso strumenti di cartolarizzazione, ma anche di erogarli direttamente sotto forma di finanziamento. Per questo è possibile distinguere ulteriormente i FIA in:

- Puri: si tratta di fondi che si avvalgono di un'originazione diretta del credito, frutto dell'attività svolta dalla società gestore del fondo⁹⁵ in grado di convertire il patrimonio iniziale di quest'ultimo in crediti volti a costituire gli asset previsti dal suo regolamento.
- Misti: è il caso di FIA che costeggiano alle operazioni finalizzate all'erogazione diretta di credito, quelle di acquisto di crediti già esistenti sui mercati secondari diventandone cessionari secondo le norme di diritto comune.⁹⁶

Analizzando l'intervento normativo nel suo complesso, considerando quindi sia la disciplina Europea che quella Nazionale, è possibile rilevare un'intenzione del legislatore nel sottoporre i fondi che erogano credito ad una disciplina separata e più rigorosa in confronto a quella applicabile ai FIA che investono in crediti pre-costituiti.⁹⁷ Ciò in quanto l'erogazione diretta di credito da parte dei FIA può generare rischi di arbitraggio

⁹¹ MESSINA, *Finance for SMEs*, Cit., pag. 137.

⁹² POLICARO, *I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi*, IX Convegno Annuale Dell'associazione Italiana Dei Professori Universitari Di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale" "Problemi Attuali Della Proprietà Nel Diritto Commerciale", Roma, 23/24 febbraio 2018.

⁹³ BIASIN, SCIUTO, *il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, Banca, borsa, titoli di credito, n.5, 2016.

⁹⁴ Cfr. TUF, art. 46-bis.

⁹⁵ Le SGR che gestiscono i fondi alternativi di investimento (FIA) prendono il nome di GEFIA.

⁹⁶ BIASIN, SCIUTO, *il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, Banca, borsa, titoli di credito, n.5, 2016.

⁹⁷ GUFFANTI, SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di credito*, Opinioni- Diritto dei mercati finanziari, Le Società, 8-9 2017,

rispetto al credito bancario, giustificando così la necessità di sottoporre l'attività a regole e controlli estesi e adeguati, appositamente modellati su quelli previsti per le banche.⁹⁸

Il D.m. n.30 del 5 marzo 2015 del Ministro dell'Economia e delle Finanze specifica che solamente gli OICR di investimento alternativo chiusi possano compiere operazioni sui crediti⁹⁹, all'art.10 comma 1 dello stesso decreto viene fornita la definizione di FIA "chiusi" cioè: Sono istituiti in forma chiusa i FIA italiani il cui patrimonio è investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del TUF, nei beni previsti dall'articolo 4, comma 1, lettere d), e), e f), ovvero nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma, diversi dalle quote o dalle azioni di OICR aperti, in misura superiore al 20 per cento.¹⁰⁰ Inoltre, nel caso di fondi chiusi e riservati¹⁰¹, il comma 6 dell'art.14 del d.m. n.30 del 5 marzo 2015 del MEF, prevede che questi nel proprio regolamento o statuto indichino, oltre a quanto previsto negli articoli 37, commi 1 e 2, 35-quater e 35-quinquies del TUF:

- a) la circostanza che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;
- b) la circostanza che non trovano applicazione le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati;
- c) l'obiettivo, il profilo di rischio, lo stile di gestione e le tecniche di investimento del FIA;
- d) il livello massimo di leva finanziaria del FIA;
- e) i limiti di investimento del FIA.¹⁰²

Di particolare rilievo sono le lettere a) e b) del sopracitato comma, in quanto liberano i FIA riservati dai vincoli dell'approvazione del regolamento da parte di Banca d'Italia e dalle norme riguardanti il contenimento ed il frazionamento del rischio a cui invece sono soggetti gli OICR¹⁰³, mentre per quanto concerne la lettera d) il livello massimo di leva finanziaria consentito è pari ad un valore di 1,5¹⁰⁴, ed infine nel caso in cui questi dovessero investire in crediti viene fatto divieto che l'esposizione verso una stessa controparte superi il

pag. 1010.

⁹⁸ Ibidem.

⁹⁹ BIASIN, SCIUTO, *Op. Cit.*, pag. 545.

¹⁰⁰ D.m. 5 marzo 2015, n.30 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, art.10 comma 1.

¹⁰¹ I FIA riservati sono quelli che vedono la propria operatività limitata solamente agli investitori istituzionali e che quindi non possono operare con i consumatori.

¹⁰² D.m. 5 marzo 2015, n.30 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, art.14 comma 6.

¹⁰³ BIASIN, SCIUTO, *Op. Cit.*, pag. 546.

¹⁰⁴ BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Provvedimento del 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal Provvedimento del 16 novembre 2022, tit. V, cap. III, sez. VI, § 1.

10% del valore totale delle attività del fondo.¹⁰⁵

Per quanto invece concerne i FIA che investono in minibonds, a livello normativo non si rilevano particolari differenze rispetto alla disciplina applicabile ad un comune fondo di investimento, mentre dal punto di vista dell'operatività questi fondi forniscono senza dubbi una forma di finanziamento diretta ed alternativa al canale bancario alle imprese, specialmente di piccole e medie dimensione, similmente a quanto fanno i FIA che investono o erogano credito¹⁰⁶, bisogna comunque sottolineare le dovute differenze fra queste due tipologie di fondi. In primis, investendo in minibonds si incontrano vincoli più stringenti, in quanto si tratta di strumenti finanziari negoziati su mercati regolamentati e che di conseguenza devono sottostare ai limiti ed ai requisiti necessari per poter essere quotati in tali mercati, si tratta quindi di barriere che non si riscontrano nel caso di investimento in crediti. In secondo luogo, poi, essendo appunto l'oggetto dell'investimento uno strumento finanziario, il credito che si genera per le imprese nelle operazioni con FIA di debito è cartolarizzato, mentre nel caso di fondi di credito oggetto dell'operazione sono le posizioni contrattuali assunte dalle parti sicuramente più difficili da smobilitare e conseguentemente anche da liquidare rispetto ad un titolo come il minibond.¹⁰⁷ Ciò che invece accomuna i fondi in esame è la posizione di c.d. “*asset brokers*” contrapposta a quella di “*asset transformer*” ricoperta dalle banche, i primi infatti non trasformano passività in attività bensì offrono semplicemente degli strumenti di investimento senza assumersi i rischi di credito e di liquidità tipici dell'attività bancaria¹⁰⁸. Nello specifico poi i FIA di credito operando attraverso contratti di credito pressoché uguali a quelli utilizzati dalle banche, si collocano in una posizione di stretta correlazione e di sovrapposizione nei confronti di quest'ultime, visto che entrambi di fatto forniscono lo stesso tipo di servizio, ma allo stesso tempo la disciplina meno rigorosa a cui sono soggetti i fondi di credito gli permette di ampliare notevolmente la propria offerta anche e soprattutto nei confronti delle PMI.¹⁰⁹

Oggi il più grande fondo presente in Italia è il Fondo Italiano d'Investimento, SGR istituita dal MEF nel 2010, che si impegna nell'investire per lo sviluppo delle piccole e medie imprese italiane¹¹⁰, nel 2021 gestiva 10 fondi sotto il proprio controllo con un ammontare di asset dal valore pari a 3,5 miliardi di euro, investen-

¹⁰⁵ BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di Vigilanza*, Tit. V, cap. III, sez. V, § 5.

¹⁰⁶ BIASIN, SCIUTO, *Op. Cit.*, pag. 560.

¹⁰⁷ *Ibidem*.

¹⁰⁸ *Ivi*, pag. 564.

¹⁰⁹ BIASIN, SCIUTO, *Op. Cit.*, pag. 565.

¹¹⁰ <https://www.fondoitaliano.it/it/identita/profilo-e-strategia>.

do in 600 PMI sul territorio italiano.¹¹¹

2.3.3- I VEICOLI DI CARTOLARIZZAZIONE

Le società di cartolarizzazione (c.d. “*special purpose vehicle*” o SPV) sono disciplinate dalla legge n.130 del 30 aprile 1999, e secondo l’impostazione originaria esse altro non erano che meri veicoli societari utilizzati per l’acquisizione di ingenti masse di crediti e gestiti in un’ottica di semplice incasso¹¹², anche sul piano operativo le SPV erano limitate in quanto per legge¹¹³ dovevano delegare la gestione delle operazioni ai c.d. *servicer*, trattasi di intermediari finanziari e banche riconosciuti *ex art.* 106 del TUB.

La disciplina ha subito diverse riforme negli anni che hanno ampliato i poteri delle SPV avvicinandole su un piano di gestione degli asset agli OICR, ma allo stesso tempo distinguendosi da quest’ultimi per le diverse filosofie gestorie applicate, in quanto i fondi seguono un’ottica di investimento dinamica, mentre le società di cartolarizzazione utilizzano una politica gestoria legata alla conservazione del valore degli asset¹¹⁴. Bisogna infatti sicuramente considerare che in un’operazione di cartolarizzazione il rendimento atteso degli investitori è legato ai flussi di cassa generati dagli asset in portafoglio, ciò significa che queste operazioni, seppur esposte al rischio di credito, non sono esposte al rischio di mercato, riscontrabile invece nelle operazioni tipicamente compiute dagli OICR.¹¹⁵

Una delle riforme di maggiore rilievo, anche in relazione all’oggetto di studio di questa tesi, è stata senza dubbio quella del d.l. n. 91/2014 (c.d. decreto competitività), il quale ha modificato la l. 130/1999 introducendo l’art. 1-ter e permettendo così alle SPV di: “concedere finanziamenti nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle imprese che presentino un totale di bilancio inferiore a 2 milioni di euro¹¹⁶, direttamente ovvero per il tramite di una banca o di un intermediario finanziario iscritto nell’albo di cui all’articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia”¹¹⁷. Le società di cartolarizzazione che vogliono intraprendere l’attività di erogazione creditizia dovranno però rispettare dei requisiti fissati dallo

¹¹¹ POLICARO, *Op. Cit.*

¹¹² RESTELLI, *Le Frontiere Mobili Della Cartolarizzazione*, in Banca, borsa, titoli di credito n.6, 2020, pag. 926.

¹¹³ Cfr. art. 2, comma 6, l. 130/1999.

¹¹⁴ RESTELLI, *Op. Cit.*, pag. 930.

¹¹⁵ Ivi, pag. 932.

¹¹⁶ Si fa riferimento alle microimprese.

¹¹⁷ Art. 1-ter, l. 130/1999;

<https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getArticolo&id={CB1C9AFA-993E-4C9B-98FA-DF3F63BE2D3}&codiceOrdinamento=200000100000000&articolo=Articolo%201.>

stesso articolo sopra citato, che sono:

- a) i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni, i quali possono svolgere altresì i compiti indicati all'articolo 2, comma 3, lettera c);
- b) i titoli emessi dalle stesse per finanziare l'erogazione dei finanziamenti siano destinati ad investitori qualificati come definiti ai sensi dell'articolo 100 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- c) la banca o l'intermediario finanziario di cui alla lettera a) trattienga un significativo interesse economico nell'operazione, nel rispetto delle modalità stabilite dalle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia.¹¹⁸

Come espressamente richiesto dalla lettera a), la figura del *servicer* è presente anche per le operazioni di erogazione di credito, questa volta con il compito di individuare i possibili clienti interessati a questa tipologia di operazioni per le SPV, al riguardo si è espressa anche Banca d'Italia stabilendo che: “ gli intermediari che svolgono il compito di selezionare i prenditori dei finanziamenti concessi dallo SPV devono applicare, nell'attività di valutazione del merito di credito, i medesimi criteri di valutazione e le medesime procedure deliberative che essi adottano per l'assunzione di rischi creditizi in proprio. Analogamente, i sistemi e processi di monitoraggio della qualità del credito e controllo dei rischi devono essere gli stessi utilizzati nella propria attività creditizia.”¹¹⁹ Utilizzare gli stessi criteri mira ad evitare che gli SPV intraprendano operazioni rischiose di concessione del credito, ed anche che mantengano un adeguato livello di qualità dei crediti erogati.

Banca d'Italia si è espressa anche riguardo al contenuto della lettera c) dell'art. 1-ter della l. 130/1999, stabilendo in questo caso che: “in analogia alla disciplina prudenziale, gli intermediari che svolgono il compito di selezionare i prenditori dei finanziamenti devono mantenere un interesse economico netto non inferiore al 5%.”¹²⁰ Ritenendolo il valore adeguato affinché il *servicer* abbia un effettivo interesse nell'operazione, al punto che questo si accerti riguardo al rischio di essa e che allo stesso tempo il tutto avvenga nel rispetto delle condizioni imposte dalla legge.

¹¹⁸ Ibidem.

¹¹⁹ BANCA D'ITALIA, Documento per la Consultazione, Disposizioni di Vigilanza, *Concessione Di Finanziamenti Da Parte Di Società Veicolo Per La Cartolarizzazione Ex Legge 130/1999*, Sez. II, par. 2, marzo 2015.

¹²⁰ Ivi, Sez. II, par. 1, marzo 2015.

2.4- IL CROWDFUNDING

Il *crowdfunding* viene definito da Banca d'Italia come: “un canale di finanziamento attraverso il quale progetti personali o professionali di singoli individui e piccole imprese possono essere finanziati direttamente da una moltitudine di soggetti. L'incontro tra la domanda e l'offerta avviene su piattaforme online che forniscono le informazioni sui singoli progetti e gestiscono i flussi di denaro”.¹²¹ Dalla nozione di Banca d'Italia è naturale comprendere l'importanza che uno strumento simile può assumere nel campo della finanza alternativa, non solo per le imprese, ma anche come evidenziato, per i singoli soggetti nella realizzazione di progetti non obbligatoriamente professionali.

In effetti, il *crowdfunding* è declinabile in diverse modalità a seconda del tipo di raccolta e di eventuale retribuzione per gli investitori che si vogliono operare¹²², si distinguono perciò i seguenti modelli:

- *Donation based*: utilizzato per finanziare iniziative prive di scopo di lucro, motivo per cui non è prevista alcuna remunerazione per gli investitori.
- *Reward based*: in questo caso la remunerazione per chi investe è prevista ma non è di natura finanziaria, a sua volta, poi, può seguire due logiche di raccolta differenti:
 - *All or nothing*: cioè quando il denaro viene utilizzato dal prestatore solamente se è stata raggiunta la somma prefissata da quest'ultimo all'interno della piattaforma.
 - *Keep it all*: avviene in caso contrario al primo, cioè quando il prestatore trattiene comunque le somme investite nonostante non sia stata raggiunta la cifra da lui prefissata.
- *Lending based*: oggetto dell'investimento è un prestito che viene concesso dalla folla ai soggetti richiedenti, i quali retribuiranno gli investitori attraverso il pagamento di interessi, seguendo le modalità di rimborso dei finanziamenti tradizionali.
- *Invoice trading*: permette alle imprese di cedere ai potenziali investitori, individualmente o raggruppati in blocco, eventuali crediti o fatture ancora da incassare.
- *Royalty based*: utilizzato per finanziare una particolare iniziativa imprenditoriale e non tanto l'impresa in sé, invero la retribuzione per gli investitori in questo modello consiste in una partecipazione agli utili generati dall'operazione oggetto della raccolta.
- *Investment based*: prevede un sistema di raccolta basato sull'emissione di strumenti finanziari, come azioni ed obbligazioni, una sottocategoria di questo modello è quella dell'*equity-model* che, comporta, a fronte

¹²¹ <https://economiepertutti.bancaditalia.it/chiedere-prestito/crowdfunding/?dotcache=refresh#r2>.

¹²² VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in Rivista delle Società, n.2-3, 2014, pag.372.

dell'investimento, l'attribuzione di una partecipazione nel capitale della società e la conseguente attribuzione della qualifica di socio.¹²³

Quindi, eccezion fatta per i primi due modelli, in quanto dedicati a raccolte di denaro non finalizzate ad attività professionali, le restanti forme di *crowdfunding*, specialmente ai fini dello studio di questa tesi, rappresentano un bel ventaglio di alternative ai finanziamenti tradizionali per le PMI.

La disciplina relativa al *crowdfunding*, a livello sia nazionale che europeo, è oggetto del capitolo successivo, ma ai fini di fornire un quadro normativo generale sul fenomeno, basti considerare per il momento che il legislatore italiano è stato il primo in Europa a regolare il fenomeno attraverso il d.l. 179/2012 (c.d. "Decreto Crescita-bis) andando a introdurre gli artt. 50-quinquies e 100-ter del TUF, il primo regolava i gestori dei portali per la raccolta, definendo tale attività come riservata, in quanto era previsto l'obbligo di iscrizione in un apposito registro tenuto dalla CONSOB e richiedendo inoltre il rispetto di tutta una serie di requisiti contenuti nel comma 3¹²⁴, infine con il comma 5 veniva rimesso alla CONSOB il compito di emettere un regolamento ad hoc¹²⁵, emanato l'anno successivo con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013.¹²⁶ L'art. 100-ter invece circoscriveva l'utilizzo delle piattaforme di *crowdfunding* solamente alle c.d. "start-up innovative"¹²⁷, e rimetteva alla CONSOB il compito di disciplinare l'emissione di strumenti finanziari sui portali in oggetto da parte di queste imprese.

La precedente disciplina ha subito varie modifiche negli anni a seguire, dapprima con il d.l. 3/2015 (c.d. "Decreto Investment compact") è stata estesa la possibilità di fruire delle piattaforme di raccolta del credito anche alle PMI innovative, agli OICR e alle società che investono prevalentemente in start-up innovative o PMI innovative¹²⁸, successivamente è stato modificato il Regolamento della CONSOB con la delibera n.19520 del 24 febbraio 2016, prevedendo l'introduzione di nuovi obblighi e l'allentamento di alcuni dei vincoli previsti dal testo originario. Nel 2017 la Legge di Stabilità (l. 232/2016) ha ampliato ulteriormente la categoria di soggetti che potessero fare ricorso al *crowdfunding*,

¹²³ Ibidem.

¹²⁴ In particolare, veniva richiesto:

- a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;
- b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica;
- c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma 1;
- d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob;
- e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob.

¹²⁵ Nello specifico si richiedeva all'autorità di definire criteri e principi relativi a:

- a) la formazione del registro e alle relative forme di pubblicità;
- b) le eventuali ulteriori condizioni per l'iscrizione nel registro, alle cause di sospensione, radiazione e riammissione e alle misure applicabili nei confronti degli iscritti nel registro;
- c) le eventuali ulteriori cause di incompatibilità;
- d) le regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali.

¹²⁶ VITALI, *Op. Cit.*, pag.375.

¹²⁷ Cfr. d.l. 179/2012, art. 30, comma 3.

¹²⁸ POLITECNICO DI MILANO, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, pag.14.

estendendo la possibilità a tutte le PMI¹²⁹, mentre nei due anni a seguire prima con la Legge di stabilità del 2019 (l. 145/2018) che ha introdotto la possibilità di raccogliere finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI, ed il comma 1-ter dell'art.100-ter del TUF relativo alla sottoscrizione di obbligazioni o titoli di debito¹³⁰, poi con la delibera n. 21110 del 18/10/2019 è stato modificato ulteriormente il regolamento della CONSOB estendendo la possibilità di sottoscrivere obbligazioni ed altri strumenti di debito tramite le piattaforme di *crowdfunding* a nuovi soggetti oltre gli investitori professionali.

L'ultima modifica alla disciplina è avvenuta con il d. lgs. n. 30 del 10 marzo 2023, attuativo delle disposizioni previste dal regolamento ECSP, e attraverso il quale è stata estesa la possibilità di utilizzare i portali per la raccolta di credito online a tutte le s.r.l.

¹²⁹ Cfr. l. 232/2016, art.1, comma 70, lett. b).

¹³⁰ Cfr. l. 145/2018, art.1, commi 236 e 238.

2.4.1- IL SOCIAL LENDING

Il *social lending*, detto anche *peer to peer lending* o *lending based crowdfunding*, è uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto.¹³¹

Inizialmente i gestori dei portali di lending crowdfunding furono inquadrati da Banca d'Italia nella categoria degli intermediari finanziari ex art. 106 del TUB, con l'entrata in vigore del d.l. 11/2010, il quale ha dato attuazione alla direttiva europea 64/2007 (c.d. "Payment Service Directive"), questi soggetti sono entrati a far parte della classe degli istituti di pagamento ex art 114 -septies del TUB¹³², sottoponendoli di conseguenza alla relativa disciplina. Infine, nel 2016 con la delibera 584/2016 di Banca d'Italia si è andato a completare il quadro normativo riguardante il *social lending*,

definendo l'attività dei gestori dei portali come riservata, e quindi operabile solo previo rilascio dell'apposita autorizzazione da parte di Banca d'Italia, a tal fine l'attività del gestore deve essere qualificabile come prestazione di servizi di pagamento, mentre dal punto di vista del prestatore la raccolta risulta lecita quando viene effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori.¹³³

È possibile classificare le varie forme di social lending in base alle tecniche di raccolta utilizzate e anche alla garanzia offerta sui depositi, si distinguono così le seguenti tipologie:

- *Client segregated model*: prevede che i fondi vengano raccolti all'interno di un conto corrente di pagamento esterno e indisponibile per il gestore del portale, mentre l'offerta dei finanziamenti viene effettuata tramite delle aste on line.
- *Notary model*: in questo modello i fondi vengono raccolti dal finanziatore stesso che si appresta poi a depositarli presso una banca terza.
- *Guaranteed returned mode*: la piattaforma si fa carico di raccogliere i fondi garantendo, allo stesso tempo, ai finanziatori una copertura sulle perdite.

Mentre sulla base delle garanzie la piattaforma può essere: *unsecured*, quando non viene offerta alcun tipo di garanzia sull'operazione; *secured*, se il debitore presta delle garanzia reali o personali; ed infine *protected* quando è presente un fondo di mitigazione del rischio a cui i finanziatori possono accedere in caso di mancato pagamento da parte del debi-

¹³¹ BANCA D'ITALIA, *Provvedimento Recante Disposizioni Per La Raccolta Del Risparmio Dei Soggetti Diversi Dalle Banche*, delibera 584/2016, sez. IX, 8 novembre 2016.

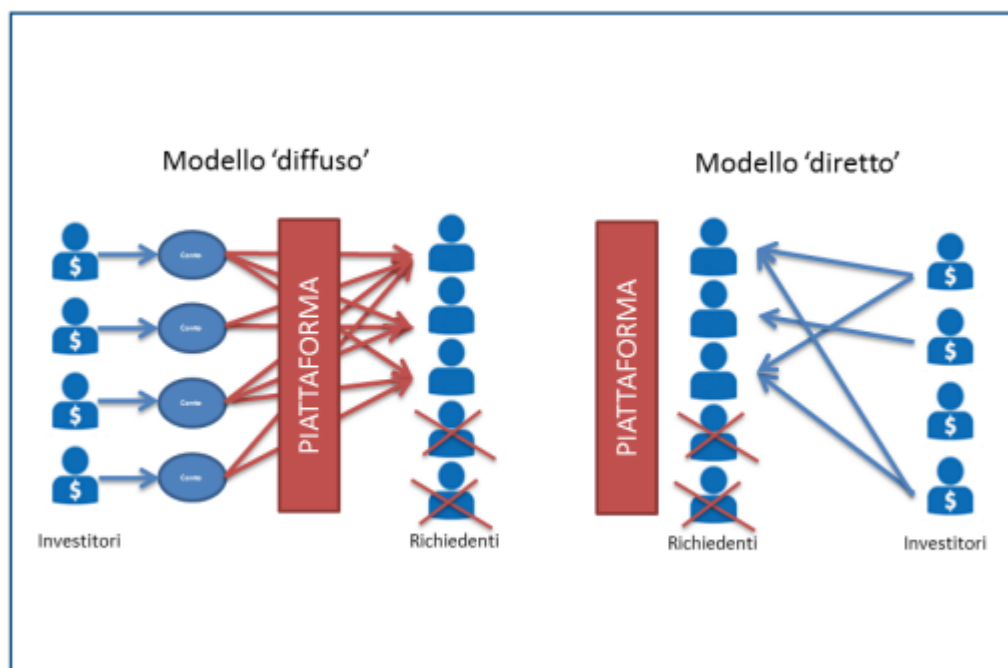
¹³² POLITECNICO DI MILANO, *OP. Cit.*, pag.39.

¹³³ Al riguardo la delibera 584/2016 indica che: "le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prestatori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto."

tore.

Ulteriore distinzione può essere compiuta in relazione alla possibilità o meno per gli investitori di scegliere il progetto o il soggetto a cui prestare denaro, al riguardo infatti i portali possono decidere di utilizzare un modello “diffuso” o “diretto”. Nel primo caso, la piattaforma propone agli investitori portafogli composti da diversi prestiti, tutti con lo stesso profilo rischio-rendimento, al fine di minimizzare il rischio specifico. I singoli prestatori devono quindi solo decidere quale importo di risorse desiderano investire e il rendimento atteso sulla base del profilo di rischio individuale accettabile. L'allocazione di tali risorse tra i progetti disponibili è affidata esclusivamente alla piattaforma.¹³⁴ Mentre nel modello diretto, l'investitore individuale può autonomamente acquistare azioni di un singolo prestito diviso in denominazioni più piccole. La piattaforma consente all'individuo che accede al web di visualizzare liberamente il profilo del richiedente, valutare in modo indipendente la relazione tra il rischio e il tasso di interesse promesso. La scelta di investire o meno e di quanto investire nelle varie campagne di raccolta spetta quindi interamente agli investitori individuali.¹³⁵ Il meccanismo di funzionamento dei due modelli è rappresentato nella figura seguente:

Figura 9: i modelli del lending crowdfunding



Fonte: POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, luglio 2023, pag.42.

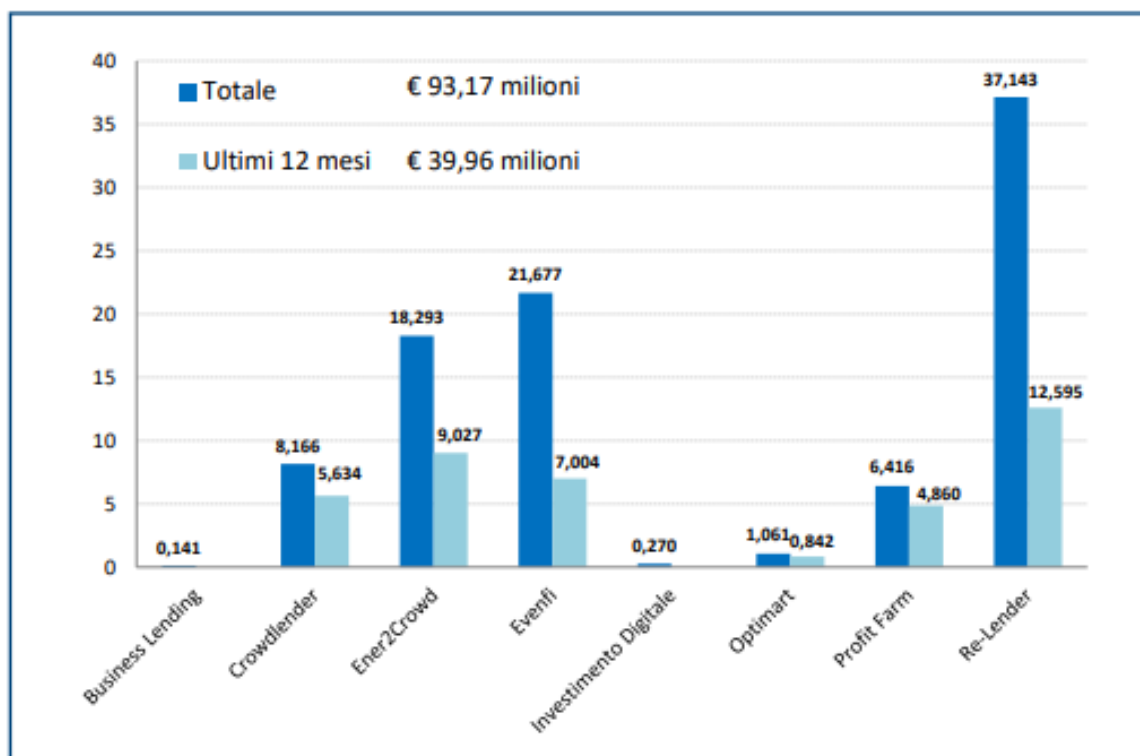
Ultima distinzione possibile è quella riguardante il tipo di clientela alla quale i portali online si rivolgono, per questa ragione esistono piattaforme *consumer*, destinate al segmento *retail* del mercato, e piattaforme *business*, utilizzate invece dalle imprese come forma alternativa di finanziamento, queste ultime potrebbero essere scisse ulteriormente fra “immobiliari” e “non immobiliari” a seconda della propensione a investire prevalentemente in immobili. Ai fini di

¹³⁴P. MESSINA, *Finance for SMEs*, Cit., pag.118.

¹³⁵ Ivi, pag.119.

questo studio le piattaforme rilevanti sono quelle di tipo *business* e “non immobiliari”, in particolare il report sul *crowdfunding* del 2023 svolto dagli osservatori *Entrepreneurship Finance & Innovation* della *Business School* del Politecnico di Milano, ha evidenziato come gli operatori in Italia rientranti in questa categoria seguano per la maggior parte filosofie di investimento generaliste, fatta eccezione per qualche *player* che si è specializzato in settori come quelli dell’arte, della salute e dell’energia.

Figura 10: Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di lending crowdfunding attive nell’ambito business non immobiliare.



Fonte: POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, luglio 2023, pag.45.

I dati riportati in figura indicano la raccolta cumulata al 30/06/2023 (in blu nel grafico) e quella relativa agli ultimi 12 mesi (in azzurro). Il totale raccolto è pari a € 93,17 milioni, di cui ben € 39,96 negli ultimi 12 mesi; se rapportata su basi omogenee alla raccolta dell’anno precedente (pari a € 30,6 milioni) riscontriamo un aumento della raccolta pari a +30,6%. Per quanto invece concerne il rimborso dei prestiti nel 60% dei casi è di tipo “*bullet*”, cioè avviene in unica soluzione alla scadenza del prestito, mentre nel restante 40% è di tipo “*amortizing*”, ovvero tramite rimborsi periodici e programmati che comprendono sia gli interessi che una quota del capitale. Con riferimento agli ultimi 12 mesi si nota un maggiore ricorso a questa seconda modalità (48% dei casi) anche se la modalità *bullet* rimane maggioritaria (52%).¹³⁶

¹³⁶ Tutti i dati riportati sono stati reperiti da: POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, luglio 2023, pag.45.

2.4.2- IL ROYALTY BASED CROWDFUNDING

Il funzionamento del modello *royalty based* è basato sul finanziamento di una singola attività o iniziativa ricevendo in cambio una parte dei profitti generati da queste, per questo motivo ci si riferisce spesso a questo modello anche come “*profit sharing*”. Nella pratica quindi chi investe ottiene un reddito regolare garantito dalle vendite, mentre i titolari dell'attività conservano il pieno controllo sul suo funzionamento senza dover condividere la proprietà del *business*. Bisogna tuttavia prendere in considerazione che le royalties devono essere detratte dal fatturato, comportando costi aggiuntivi a livello pratico per l'impresa che si finanzia utilizzando tale strumento.¹³⁷

Date le peculiarità operative del modello *royalty based*, è di facile intuizione capire come mai questo, in letteratura, venga spesso considerato come una sottocategoria del *reward based crowdfunding*¹³⁸, mentre a livello normativo la disciplina applicabile è quella relativa alle norme sull'associazione in partecipazione contenute negli artt.2549 ss. c.c.¹³⁹, in quanto con il contratto di associazione in partecipazione l'associante attribuisce all'associato una partecipazione agli utili della sua impresa o di uno o più affari verso il corrispettivo di un determinato apporto, meccanismo pressoché identico a quello del *royalty based crowdfunding*.

2.4.3- L'INVOICE TRADING

L'*invoice trading* è una pratica che si concretizza con la cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma online, non costituisce esattamente un'operazione di raccolta di capitale, tuttavia, poiché comporta lo smobilizzo di un'attività, in questo caso di una fattura commerciale, genera gli stessi effetti finanziari, risultando in un flusso di cassa in entrata.¹⁴⁰

La disciplina di riferimento per l'*invoice trading* è quella relativa alla cessione dei crediti, contenuta negli artt. 1260 ss. c.c., in particolari i crediti possono essere ceduti pro soluto o pro solvendo. Nel primo caso si trasferisce al cessionario anche l'eventuale rischio di insolvenza, in quanto non viene garantita la solvibilità del debitore, e chi ha acquistato i crediti non può rivalersi sul cedente¹⁴¹. Nel secondo, in caso di sopravvenuta insolvenza del debitore è il cedente a doverne rispondere personalmente nei confronti del ceduto.

Il suo funzionamento coniugato alla disciplina a cui è sottoposto fanno dell'*invoice trading* un'alternativa per le PMI non solo ai tradizionali canali di finanziamento ma anche alle procedure di factoring, rendendo quest'ultimo un processo molto più rapido ed accessibile.

¹³⁷ <https://www.crowd-funding.cloud/it/royalty-141.asp>.

¹³⁸ G. QUARANTA, *Il crowdfunding*, Diritto ed Economia dell'Impresa, Fascicolo, n.4, G. Giappichelli Editore, 2017, pag. 917.

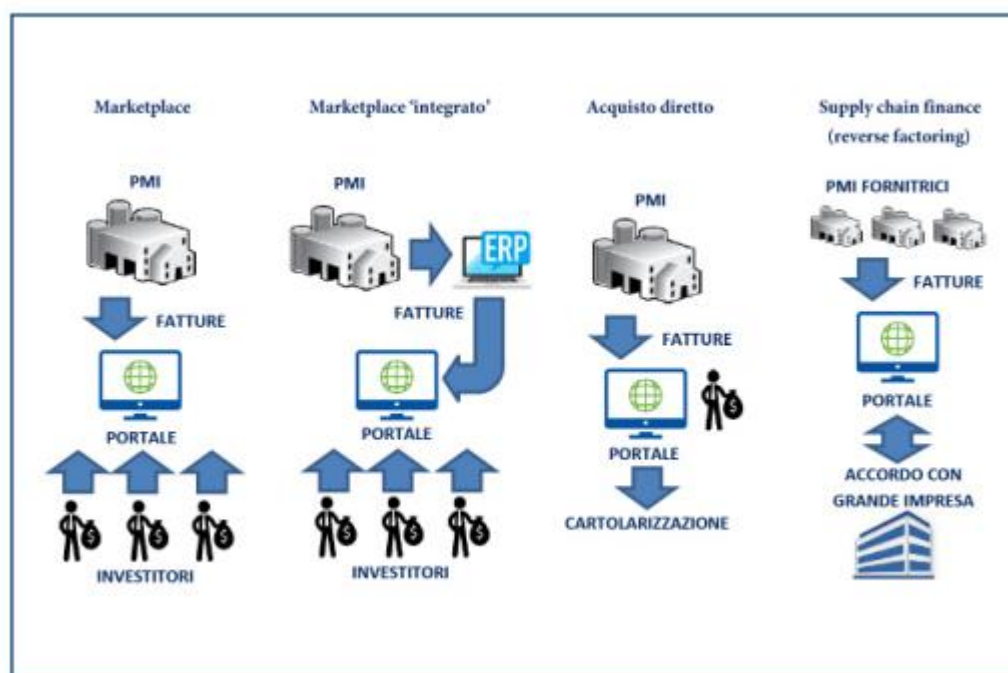
¹³⁹ <https://www.crowd-funding.cloud/it/royalty-243.asp>.

¹⁴⁰ POLITECNICO DI MILANO, 6° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 23 novembre 2023, pag. 37.

¹⁴¹ Cfr. art.1267, comma 1, c.c.

Il processo di cessione delle fatture attraverso le piattaforme di *invoice trading* prevede una fase preliminare in cui l'impresa interessata sottopone la documentazione relativa ai crediti che vuole cedere¹⁴² alla piattaforma che a sua volta, invece, si occuperà di eseguire un controllo sui documenti presentati e sul rating creditizio del debitore, sulla base di ciò la piattaforma seleziona le richieste da accettare o meno. Una volta superata questa fase di istruttoria il processo di cessione può proseguire in diversi modi, in relazione al metodo applicato dai portali, quest'ultimi generalmente utilizzano 4 modelli rappresentati nella figura seguente¹⁴³:

Figura 11: i modelli di funzionamento utilizzati dalle piattaforme di invoice trading.



Fonte: POLITECNICO DI MILANO, 6° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 23 novembre 2023, pag. 38.

Il primo modello illustrato in figura è quello del marketplace, in questo caso le piattaforme connettono le imprese cedenti agli investitori, quest'ultimi, poi, possono essere contattati singolarmente oppure aggiudicarsi le fatture di loro gradimento attraverso delle aste competitive online organizzate dal portale stesso.¹⁴⁴ Una variante di questo modello è il secondo rappresentato in figura il c.d. marketplace "integrato", quest'ultimo prevede che il canale di acquisizione delle fatture sia integrato nei sistemi gestionali ERP¹⁴⁵ che normalmente l'impresa utilizza per gestire il ciclo attivo e passivo, agevolando il processo per le imprese creditrici, in quanto con la facilità e velocità di un click potranno candi-

¹⁴² Si tratta tendenzialmente di fatture emesse nei confronti di aziende private in quanto le piattaforme difficilmente accettano fatture emesse nei confronti della Pubblica Amministrazione. Al riguardo si veda: <https://www.crowd-funding.cloud/it/invoice-425.asp>.

¹⁴³ POLITECNICO DI MILANO, 6° Quaderno di Ricerca, *Cit.*, pag. 38.

¹⁴⁴ *Ibidem*.

¹⁴⁵ *Enterprise Resource Planning (ERP)* si riferisce a un tipo di software che le organizzazioni utilizzano per gestire le attività quotidiane di business, come ad esempio contabilità, *procurement*, *project management*, *gestione del rischio e compliance* e *operations* della *supply chain*. Si veda: <https://www.oracle.com/it/erp/what-is-erp/>.

dare le loro fatture alla cessione.¹⁴⁶ Nel caso del modello di acquisto diretto, gli operatori, per l'appunto, acquistano le fatture direttamente e propongono una quotazione finale all'impresa, generalmente questi portali stringono accordi con investitori istituzionali per effettuare operazioni di cartolarizzazione dei crediti, sottoscritte dagli investitori, rendendo il loro operato estremamente simile a quello di una tradizionale società di factoring.¹⁴⁷ Il quarto ed ultimo modello agisce direttamente sulla *supply chain of finance*, avvalendosi di grandi aziende che offrono ai propri fornitori, i quali nella maggior parte dei casi sono rappresentati da PMI, la possibilità di cedere le fatture agli investitori accreditati nella piattaforma. In questo sistema l'acquirente della fattura dovrà anticipare all'impresa un corrispettivo, pari solitamente al 85% o 90% del valore complessivo dell'operazione, mentre il saldo sarà liquidato alla scadenza.¹⁴⁸

Alla data del 30 giugno 2023 in Italia sono stati censiti 15 operatori in questo settore, in crescita rispetto all'anno precedente in cui le piattaforme censite erano state 13¹⁴⁹, seguendo quello che si è rivelato essere un *trend* a livello internazionale, a conferma anche del fatto che l'*invoice trading* rappresenta uno dei canali più importanti nella finanza alternativa per le PMI e l'unico, tra l'altro, in cui l'Italia a livello di flussi non sfigura rispetto al resto dell'Europa.¹⁵⁰

2.4.4- L'INVESTMENT BASED CROWDFUNDING

Il modello *investment based*, chiamato comunemente *equity crowdfunding*, si concretizza nella vendita di strumenti finanziari rappresentativi del capitale dell'impresa presso diversi investitori attraverso i portali online tipici della raccolta tra la folla. Ciò che differenzia l'*equity crowdfunding* dai finanziamenti azionari tradizionali¹⁵¹ è che al posto di instaurare un rapporto uno ad uno con il finanziatore, questo mette a disposizione dell'impresa una vasta gamma di potenziali investitori.¹⁵² L'investimento, quindi, avviene tramite la sottoscrizione di capitale di rischio rendendo l'investitore un socio dell'impresa a tutti gli effetti.¹⁵³

Il quadro normativo italiano che regola l'*equity crowdfunding* è quello descritto nel paragrafo 2.4 della tesi, mentre quello europeo verrà affrontato nel capitolo successivo, ricapitolando quelli che sono i punti fondamentali della disciplina: tale strumento è stato introdotto in Italia con il d.l. 179/2012 (c.d. Decreto Competitività), la ratio del decreto è stata quella di offrire degli strumenti che agevolassero la crescita e lo sviluppo delle *start-up* innovative, uno degli obblighi introdotti da questa manovra prevede che la raccolta sia eseguita attraverso portali online sotto la gestione di imprese di investimento o banche autorizzate previa comunicazione alla CONSOB con conseguente iscrizione nella

¹⁴⁶ POLITECNICO DI MILANO, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 23 novembre 2023, Cit., pag. 38.

¹⁴⁷ Ibidem.

¹⁴⁸ Ibidem.

¹⁴⁹ Ivi, pag. 39.

¹⁵⁰ Ivi, pag. 37.

¹⁵¹ Si fa riferimento ai modelli di *private equity*, *venture capital* e *business angels*.

¹⁵² COMMISSIONE EUROPEA, *Il crowdfunding. Cosa è? Una guida per le piccole e medie imprese*, 2015.

¹⁵³ POLITECNICO DI MILANO, *8° Report italiano sul CrowdInvesting*, Cit., pag.5.

sezione speciale dell'apposito registro tenuto dall'autorità sopra citata, o anche da soggetti in possesso di determinati requisiti e iscritti nella sezione ordinaria dello stesso registro¹⁵⁴. Con il d.l. 3/2015 è stata introdotta la possibilità di dematerializzare le quote o le azioni delle PMI e delle *start-up* innovative contribuendo alla nascita di un mercato secondario per gli strumenti sottoscritti tramite il *crowdfunding*. Altre manovre importanti furono la Legge di Stabilità del 2017, la quale ha esteso la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le PMI, e la Legge di Bilancio del 2019 che ha reso possibile per i portali autorizzati la collocazione di obbligazioni emesse dalle PMI presso gli investitori professionali e particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob, ed effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.¹⁵⁵

Come riportato dal Politecnico di Milano nell'8° report sul *CrowdInvesting*, alla data del 30 giugno 2023 i portali di *equity crowdfunding* attivi ed autorizzati in Italia erano 48, in lieve calo rispetto all'anno precedente in cui ne furono registrati 51.¹⁵⁶ Per quanto concerne le raccolte di capitale di rischio, alla stessa data, sono stati rilevati 1268 collocamenti, di cui 989 chiusi con successo, 46 ancora in fase di svolgimento ed i restanti 233 sono stati chiusi senza aver raggiunto il target minimo desiderato.¹⁵⁷ In particolare il 2022 ha segnato un calo pari al 13,6% nelle campagne di raccolta rispetto all'anno precedente, le cause di questo declino sono da ricercarsi nell'aumento dei tassi di interesse causato dalle politiche anti inflazionistiche della BCE e che hanno conseguentemente reso, agli occhi dei risparmiatori, le forme di investimento tradizionali come i Titoli di Stato o le obbligazioni più allettanti.¹⁵⁸ Altre motivazioni potrebbero essere l'incapacità delle imprese emittenti di crescere in accordo con il *business plan* da loro stilato, e anche l'incapacità di queste nel trovare imprese o investitori istituzionali disposti a rilevarle successivamente alla campagna di raccolta.¹⁵⁹

Come riportato precedentemente nelle operazioni di raccolta bisogna impostare un target, che viene definito e riportato nella documentazione allegata alla campagna e messa a disposizione degli investitori nei portali online, inoltre essendo che queste operazioni si configurano a tutti gli effetti come un aumento di capitale per le imprese emittenti, queste dovranno essere compatibili alla relativa delibera assembleare¹⁶⁰, come previsto dalle disposizioni riguardanti le operazioni di aumento di capitale contenute nel Codice Civile all'art. 2481-bis. Solitamente le imprese approvano un aumento di capitale con l'esclusione del diritto di opzione¹⁶¹ per i soci esistenti, prevedendo così una parte scindibile, che

¹⁵⁴ Ivi, pag.13.

¹⁵⁵ Cfr. art. 1, comma 238, Legge 145/2018.

¹⁵⁶ POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul *CrowdInvesting*, Cit., pag.15.

¹⁵⁷ Ivi, pag.18.

¹⁵⁸ *Ibidem*.

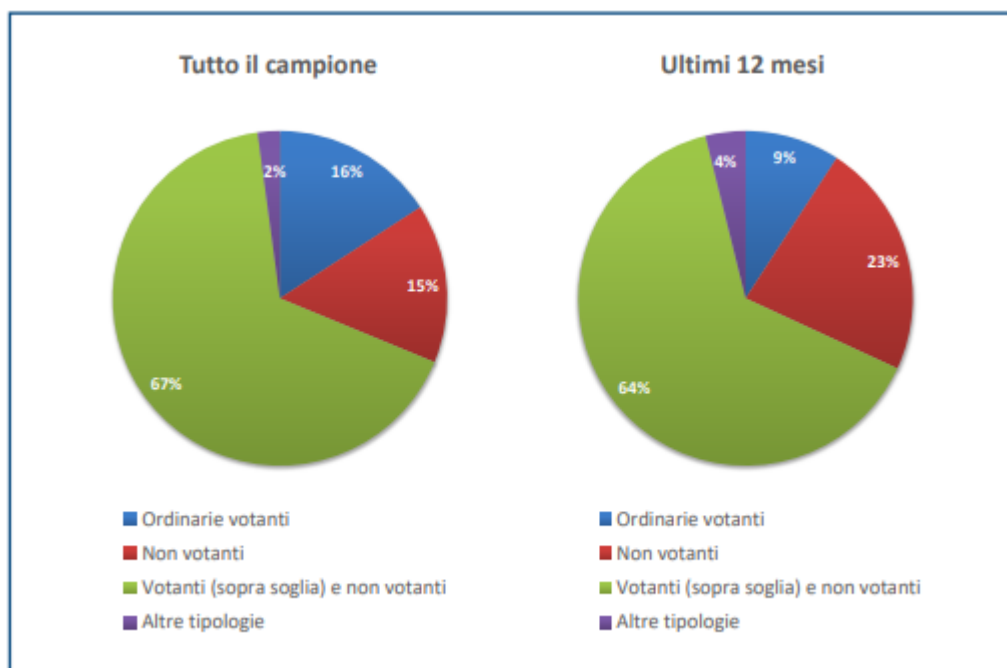
¹⁵⁹ Ivi, pag.37.

¹⁶⁰ Ivi, pag.19.

¹⁶¹ È il diritto spettante agli azionisti che prevede la prelazione per la sottoscrizione di nuove azioni in occasione di operazioni di aumento del capitale sociale. Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/diritto-di-opzione.html>.

rappresenta la soglia massima di raccolta, ed una inscindibile¹⁶², che va invece a costituire la soglia minima al di sotto del quale la raccolta attraverso le piattaforme risulterebbe inefficace.¹⁶³ Nella figura seguente sono riportate le tipologie di quote offerte dalle imprese emittenti nelle campagne di raccolta effettuate in Italia fino al 30/06/2023:

Figura 12: tipologie di quote offerte nelle campagne di *equity crowdfunding* nell'ultimo anno, in Italia.



Fonte: POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, luglio 2023, pag.21.

Le emittenti analizzate nel report del Politecnico di Milano risultano essere 1.110 in totale, suddivise come segue¹⁶⁴:

- 691 startup innovative (pari al 62% del campione), di cui 660 S.r.l., 10 società agricole, 19 S.p.A. e 2 società estere che hanno iscritto la loro *branch* italiana all'albo apposito;
- 132 PMI innovative (pari al 12% del campione), di cui 118 S.r.l., 1 società agricola e 13 S.p.A.;
- 194 PMI (pari al 18% del campione), quasi tutte S.r.l. tranne 8 S.p.A. (e ci sono anche 2 società agricole);
- 93 veicoli di investimento in startup innovative, PMI innovative o altre PMI (8%).¹⁶⁵

Invece il campione degli investitori è composto da 58.743 sottoscrizioni, delle quali 54.711 effettuate da investitori persone fisiche e le restanti 4.032 effettuate da persone giuridiche.¹⁶⁶

Il capitale totale raccolto dalle 1.268 campagne di equity crowdfunding risultanti alla data del 30 giugno 2023, am-

¹⁶² Nella s.r.l. l'aumento è inscindibile, salvo che sia la decisione a stabilire che l'aumento sia scindibile.

Si ha aumento inscindibile quando ha efficacia solo per l'intera somma deliberata e, quindi, solo quando sarà interamente sottoscritto. Mentre si ha aumento scindibile quando l'aumento è efficace anche solo per una parte della somma deliberata e, quindi, sarà valido qualunque sia il capitale sottoscritto entro un certo termine. Fonte: <https://www.brocardi.it/codicecivile/libroquinto/titolov/capovii/sezionev/art2481bis.html#:~:text=Nella%20s.r.l.%20l'aumento%20C3%A8,solo%20quando%20sar%C3%A0%20interamente%20sottoscritto.>

¹⁶³ POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Cit., pag.19.

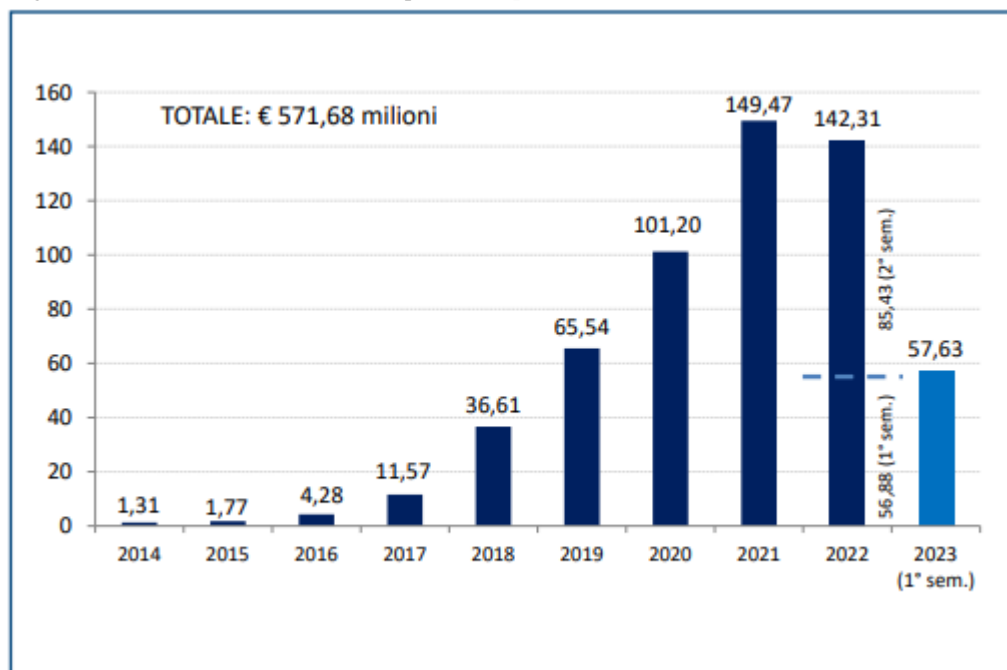
¹⁶⁴ Ivi, pag.24.

¹⁶⁵ Trattasi di società che investono in portafogli di partecipazioni o in veicoli costituiti appositamente per un unico investimento.

¹⁶⁶ POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, Cit., pag.30.

monta a 571,68 milioni di euro¹⁶⁷, mentre in figura 13 viene riportata la crescita progressiva della raccolta sul mercato:

Figura 13: crescita della raccolta tramite portali di *equity crowdfunding*.



Fonte: POLITECNICO DI MILANO, 8° Report italiano sul CrowdInvesting, luglio 2023, pag.23.

Come si può notare dalla figura nel 2022 si è registrato un lieve calo, rispetto al picco di €149,97 milioni raggiunto nel 2021. Nel primo semestre del 2023 invece, la raccolta ha raggiunto un valore pari a €57,63 milioni, facendo ammontare il flusso degli investimenti nei 12 mesi precedenti a €143,06 milioni generando un progresso dello 0,8% rispetto al periodo antecedente.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Ivi, pag.22.

¹⁶⁸ *Ibidem*.

3- IL QUADRO REGOLATORIO TRA UE ED ITALIA

3.1- LA CAPITAL MARKET UNION

La crisi finanziaria del 2008 ha compromesso la capacità delle banche di concedere prestiti a lunga scadenza, perché si sono ritrovate costrette a dover ridurre la leva finanziaria e a correggere gli eccessi commessi in passato. Contemporaneamente questa ha avuto un impatto negativo sulla fiducia e sulla propensione al rischio di mutuatari e investitori istituzionali, il clima creatosi andò ad intaccare particolarmente le PMI, rendendo molto difficile per queste riuscire a trovare finanziamenti.¹⁶⁹ In particolare la propensione minore da parte delle banche a concedere prestiti aprì le porte a vie di finanziamento alternative, ma la Commissione Europea, con il libro verde sui finanziamenti a lungo termine (COM. 150/2013) si accorse che la possibilità degli operatori di sfruttare questa occasione dipendeva da una serie di fattori come: la necessità di un quadro normativo previdenziale ben equilibrato, o anche dai costi aggiuntivi e il disallineamento degli incentivi generati dai principi contabili, dalle misure di valutazione e dai comportamenti dei gestori patrimoniali. A questi si andarono ad aggiungere i mercati europei delle azioni, delle obbligazioni societarie e delle cartolarizzazioni che risultavano essere meno sviluppati rispetto a quelli di altre importanti economie a livello mondiale. All'interno di questo quadro, quindi, le PMI non riuscivano a raccogliere finanziamenti né tramite il canale bancario né attraverso i canali alternativi.¹⁷⁰

Prendendo insegnamento dalla crisi la Commissione Europea capì che per ristabilizzare il settore finanziario e dare di nuovo fiducia ai mercati erano necessarie una regolamentazione ed una vigilanza appropriate. Per realizzare questo obiettivo l'Unione Europea si impegnò a perseguire un ampio programma di riforma finanziaria a integrazione delle più generali riforme economiche e di bilancio.¹⁷¹ Così nel 2014 con la COM 903/2014 (c.d. "Piano Juncker") furono gettate le basi per un'unione del mercato dei capitali a livello europeo, nel dettaglio la comunicazione pose diversi obiettivi da conseguire: in primis vi era l'intenzione di stanziare almeno €315 miliardi di finanziamenti aggiuntivi per gli investimenti all'interno dell'Unione Europea, per fare ciò si sarebbe istituito un nuovo Fondo europeo dedicato agli investimenti strategici, mirato a coprire il rischio legato agli investimenti a lungo termine e a facilitare l'accesso ai finanziamenti del rischio per le PMI¹⁷², mentre a livello nazionale si riteneva che un utilizzo più strategico dei fondi strutturali e degli investimenti europei avrebbe potuto modificare la situazione in maniera significativa.¹⁷³ Inoltre,

¹⁶⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *il finanziamento a lungo termine dell'Economia Europea*, COM. 150/2013, 25/03/2013.

¹⁷⁰ *Ibidem*.

¹⁷¹ *Ibidem*.

¹⁷² Si riteneva che gli investimenti del Fondo avrebbero aiutato le PMI a superare la carenza di capitali tramite un incremento degli investimenti diretti in capitale proprio e garanzie supplementari per favorire una cartolarizzazione di qualità elevata dei prestiti alle PMI.

¹⁷³ COMMISSIONE EUROPEA, *Un piano di investimenti per l'Europa*, COM. 903/2014, 26/11/2014.

sempre in riferimento ai singoli Stati membri, la comunicazione suggeriva di accrescere notevolmente l'utilizzo di strumenti finanziari innovativi in settori di investimento fondamentali come il sostegno alle PMI, l'efficienza energetica, le tecnologie dell'informazione e della comunicazione, i trasporti e il sostegno alla R&S.¹⁷⁴

Altro punto, mosso già dal libro verde dell'anno precedente¹⁷⁵, era quello riguardante la necessità di istituire un quadro normativo: “semplice, chiaro prevedibile e stabile per incentivare gli investimenti a lungo termine...Migliorare la regolamentazione è responsabilità comune degli Stati membri e delle istituzioni europee. Non si tratta di deregolamentare, ma di adottare una regolamentazione intelligente a vantaggio dei cittadini e delle imprese. Questo comporta, tra l'altro, la riduzione degli oneri normativi non giustificati e il miglioramento del contesto imprenditoriale, soprattutto per le PMI, affinché tutta la normativa necessaria sia semplice, chiara e adatta allo scopo” recita la COM. 903/2014 al paragrafo 4.1. Invece nel paragrafo successivo della stessa comunicazione viene fatto riferimento per la prima volta ad un'Unione dei mercati dei capitali, ritenendo che la creazione di questa avrebbe portato ad una progressiva riduzione della frammentazione dei mercati finanziari europei, e che avrebbe inoltre contribuito a diversificare ulteriormente l'offerta di finanziamenti alle PMI, ponendola infine come una componente fondamentale del piano da realizzare negli anni successivi.¹⁷⁶

Effettivamente il 18 febbraio 2015, con la COM. 63/2015, la Commissione Europea ha pubblicato il libro verde intitolato “costruire un'Unione dei mercati dei capitali”, con il quale vennero presentati gli ostacoli e le rispettive possibili soluzioni per il raggiungimento della *Capital Market Union* (CMU). Gli obiettivi di breve termine furono:

- elaborare proposte per favorire cartolarizzazioni di alta qualità e decongestionare i bilanci delle banche, liberando così capacità di prestito.
- Riesaminare la direttiva relativa al prospetto per agevolare le imprese, specialmente quelle più piccole, nel reperire finanziamenti e trovare investitori transfrontalieri.
- Avviare i lavori per migliorare la disponibilità delle informazioni sulla situazione creditizia delle PMI, in modo che per gli investitori sia più facile investire in queste imprese.
- Collaborare con il settore per mettere in atto un regime di collocamento privato paneuropeo per incoraggiare gli investimenti diretti nelle imprese più piccole.
- Sostenere il ricorso ai nuovi fondi di investimento europei a lungo termine per convogliare gli investimenti a favore delle infrastrutture e di altri progetti a lungo termine.¹⁷⁷

¹⁷⁴ *Ibidem*.

¹⁷⁵ Si fa riferimento alla COM. 150/2013, della Commissione Europea, dal titolo: “Libro Verde, *il finanziamento a lungo termine dell'Economia Europea*”.

¹⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 903/2014, 26/11/2014.

¹⁷⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde: Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM. 63/2015, 18/02/2015.

Inoltre, fu stabilito che la *CMU* si sarebbe dovuta basare sui seguenti principi fondamentali:

- Massimizzare i vantaggi che i mercati dei capitali possono portare all'economia, alla crescita e all'occupazione.
- Creare un mercato unico dei capitali per tutti e 28 gli Stati membri, eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE e promuovendo relazioni più strette con i mercati dei capitali mondiali.
- Fondarsi su solide basi di stabilità finanziaria, con un codice unico sui servizi finanziari applicato in modo effettivo e coerente.
- Garantire ai consumatori e agli investitori una protezione concreta.
- Contribuire ad attirare investimenti provenienti da tutto il mondo e a rafforzare la competitività dell'UE.¹⁷⁸

Gli obiettivi ed i principi individuati dal libro verde confluirono nel “Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali” del 30 settembre 2015 (COM. 468/2015), questo, a sua volta, si concentrava su 6 punti cardine che erano: finanziare l’innovazione, le start-up e le società non quotate; semplificare l’accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati dei capitali aperti al pubblico; investimenti a lungo termine, nello specifico investimenti infrastrutturali e sostenibili; promuovere gli investimenti istituzionali e al dettaglio; mobilitare la capacità bancaria per sostenere l’economia nel suo complesso e, infine, facilitare gli investimenti transfrontalieri.¹⁷⁹

In materia di PMI, il piano in questione si impegnava su più fronti, il focus principale era di ampliare la scelta dei finanziamenti per queste imprese, in tal senso la Commissione si sarebbe impegnata a:

- modernizzare la direttiva relativa al prospetto per rendere meno oneroso per le imprese raccogliere finanziamenti presso il pubblico, riesaminare gli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese nei mercati degli strumenti di capitale e di debito e sostenere le attività di quotazione delle piccole imprese tramite strutture di consulenza europee;
- lanciare un pacchetto di misure a sostegno del venture capital e del finanziamento con strumenti di capitale nell'UE, usando, tra l'altro, le risorse dell'UE come catalizzatore di investimenti privati attraverso fondi di fondi paneuropei, una riforma normativa e la promozione delle migliori pratiche in materia di incentivi fiscali;
- promuovere forme innovative di finanziamento delle imprese, quale il *crowdfunding* (finanziamento collettivo), il collocamento privato e i fondi che concedono prestiti, preservando allo stesso tempo la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria e
- individuare modi per sviluppare un approccio paneuropeo per collegare meglio le PMI con diverse fonti di fi-

¹⁷⁸ *Ibidem*.

¹⁷⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*, COM. 468/2015, 30/09/2015.

nanziamento.¹⁸⁰

In relazione all'ultimo punto, ci rese conto che l'asimmetria informativa tra PMI e investitori ostacolava le forme di finanziamento non bancario, per cui vi era la duplice necessità, da un lato, di mettere a conoscenza delle imprese in cerca di credito dell'esistenza di canali alternativi a quello tradizionale, dall'altro lato bisognava aumentare la visibilità di questi agli occhi dei potenziali investitori. La soluzione proposta consisteva nel creare un sistema, la cui partecipazione sarebbe avvenuta a discrezione delle singole PMI, che collegasse le varie strutture nazionali consentendo a queste di preservare le conoscenze locali e, contemporaneamente, permettendo alle PMI di fornire agli investitori in tutta Europa un insieme di informazioni finanziarie e creditizie fondamentali. Inoltre, a tal fine, il suddetto sistema avrebbe dovuto rendere i dati paragonabili tra di loro, per facilitare le scelte degli investitori in fase di collocamento dei capitali.¹⁸¹

Per quanto invece concerne il primo punto, in seguito a una consultazione con le PMI dei Paesi membri, si giunse alla conclusione che gli ostacoli principali alla quotazione di queste sulle borse valori aperte al pubblico erano due: la mancanza di ricerche sulle PMI da parte degli analisti finanziari e gli obblighi di segnalazioni supplementari. Di conseguenza la Commissione si impegnò a rivedere le barriere normative che ostacolavano l'ammissione alla negoziazione delle PMI sui mercati, oltre a modernizzare la direttiva relativa al prospetto¹⁸². Riguardo a quest'ultima l'intento era di aggiornare i casi in cui fosse necessario produrre take documentation, semplificare le informazioni obbligatorie e il processo di approvazione e, inoltre, creare un regime ad hoc in materia di redazione del prospetto e di accesso ai mercati dei capitali per le PMI.¹⁸³

Cinque anni dopo aver comunicato il primo piano d'azione, la Commissione Europea, con la COM. 590/2020 intitolata: "Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione", stilando appunto un nuovo piano in grado di contrastare, oltre agli ostacoli già individuati negli anni precedenti, quelli sorti con la pandemia da Covid-19, quest'ultima infatti ha reso sicuramente più urgente la realizzazione della CMU, in quanto, nonostante le misure adottate nel breve termine come gli aiuti di stato ed i prestiti bancari siano riuscite a tenere a galla le famiglie e soprattutto le imprese europee, vi era la necessità di trovare delle soluzioni di medio lungo termine in grado di rilanciare l'economia in Europa.¹⁸⁴ Inoltre nell'ottica del *Green Deal* del 2019, il piano d'azione si sarebbe concentrato a promuovere le PMI che si sarebbero impegnate nel rispettare gli obiettivi della transizione verde e di quella digitale, ciò

¹⁸⁰ *Ibidem.*

¹⁸¹ *Ibidem.*

¹⁸² Si tratta di un documento redatto dall'emittente che ha richiesto la quotazione in borsa dei propri strumenti finanziari, che deve essere approvato dalla Consob e pubblicato prima della data stabilita per l'avvio delle negoziazioni. Fonte:

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-di-quotazione.html>.

¹⁸³ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 468/2015, 30/09/2015.

¹⁸⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM. 590/2020, 24/09/2020.

anche perché secondo la Commissione:” Le strategie in materia di Unione dei mercati dei capitali, finanza sostenibile, finanza digitale e PMI si rafforzano reciprocamente.”¹⁸⁵

Nel dettaglio le azioni previste nel nuovo piano d'azione strettamente correlate alle PMI sono 4, cioè: l'Azione 1 che prevede la proposta da parte della Commissione di “ istituire una nuova piattaforma attiva a livello UE (punto di accesso unico europeo) che fornisca agli investitori un accesso senza soluzione di continuità a informazioni finanziarie e in materia di sostenibilità riguardanti le società.”¹⁸⁶ In quanto, come già riscontrato nel precedente piano, la quotazione pubblica rappresenta un'operazione troppo complessa ed onerosa per le PMI, escludendole, di fatto, dall'accesso ai mercati pubblici. Al riguardo, infatti, interviene anche l'Azione 2 prevista dal nuovo piano, la quale indica che:” al fine di promuovere e diversificare l'accesso ai finanziamenti da parte di imprese innovative e di piccole dimensioni, la Commissione cercherà di semplificare le norme di quotazione per i mercati pubblici.”¹⁸⁷ A integrare la precedente azione la Commissione ha previsto anche l'istituzione di un fondo *IPO*¹⁸⁸ per le PMI, che si occuperebbe di facilitare la raccolta di capitali utili a finanziare la crescita di queste imprese. Altre azioni importanti in ottica di piccole e medie imprese previste dal piano del 2020 sono l'Azione 5:” la Commissione valuterà i meriti e la fattibilità di introdurre l'obbligo per le banche di rinviare le PMI, alle quali hanno negato la concessione di credito, a finanziatori alternativi.”

¹⁸⁹Sulla base anche di quanto osservato in passato introducendo un obbligo per le banche, nel caso in cui rifiutino di concedere credito a delle PMI, di indicare eventuali forme di finanziamento alternativo aiuterebbe a ridurre la lacuna informativa creatasi attorno ai canali diversi da quello bancario. Infine, l'Azione 6 prevedeva che:” al fine di espandere il mercato della cartolarizzazione nell'UE, la Commissione rivedrà il quadro normativo attuale in materia di cartolarizzazione con l'obiettivo di migliorare l'erogazione di credito da parte delle banche a favore di imprese UE, in particolare delle PMI.”¹⁹⁰ In quanto le operazioni di cartolarizzazione consentono alle banche di trasferire il rischio di credito, liberando, simultaneamente, capitale che può essere utilizzato per erogare prestiti alle imprese.

A poco più di un anno dalla pubblicazione del nuovo piano d'azione la Commissione con la COM. 720/2021, ha riportato i risultati che erano stati conseguiti nell'anno intercorso tra le due comunicazioni. Innanzitutto, per quanto riguarda la piattaforma di informazioni stabilita dall'Azione 1 della COM. 590/2020, è stato stabilito che questa prenderà il nome di “ESAP” (*European Single Access Point*), che secondo le stime della Commissione diventerà operativo nel 2024, e costituirà una fonte comune di informazioni pubbliche e gratuite sulle imprese e sui prodotti di investimento

¹⁸⁵*Ibidem.*

¹⁸⁶*Ibidem.*

¹⁸⁷*Ibidem.*

¹⁸⁸ La sigla “*IPO*” indica le offerte pubbliche iniziali effettuate dalle società che si vogliono quotare in un mercato per la prima volta.

¹⁸⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 590/2020, 24/09/2020.

¹⁹⁰*Ibidem.*

dell'UE, indipendentemente dalla loro ubicazione o origine nell'UE.¹⁹¹

Altro spunto di analisi sono stati i c.d. “ELTIF”¹⁹² i quali, tra le altre cose, si occupano di confluire finanziamenti a lungo termine verso le PMI europee, ma ad ottobre 2021 il loro utilizzo risultava ancora desueto, in quanto i fondi autorizzati risultavano essere 57 e circoscritti solamente a 4 degli stati membri¹⁹³. Le motivazioni, a detta della Commissione, sono da ricercare nel novero di norme che disciplina tali fondi e che li rende poco adatti effettivamente a finanziare investimenti a lungo termine.¹⁹⁴ All'interno della COM. 790/2021, viene riconosciuto anche il ruolo fondamentale svolto dai fondi di investimento alternativi¹⁹⁵ nell'intermediazione finanziaria, in quest'ottica la Commissione si propone di apportare delle modifiche mirate al quadro della direttiva sui GEFIA, col fine di rendere il mercato dei FIA ancora più efficiente e integrato. In particolare, le modifiche faciliteranno l'accesso ai finanziamenti per le imprese dell'UE armonizzando il quadro normativo per i fondi che concedono prestiti alle imprese. In quanto questi fondi operano in base a una serie di norme nazionali divergenti che frammentano il mercato unico e limitano la concorrenza tra i partecipanti al mercato.¹⁹⁶

Infine, la COM. 790/2021 ha anche posto degli obiettivi da raggiungere in futuro tra i quali figurano: la revisione della quotazione per aiutare le imprese a raccogliere fondi sui mercati pubblici e la creazione di un quadro in materia di finanza aperta per sostenere i mercati dei capitali e aggiungere valore per i consumatori e le imprese, il quale consentirebbe la condivisione e il riutilizzo dei dati da parte degli istituti finanziari per la creazione di nuovi servizi, a condizione che i clienti vi acconsentano e siano soggetti a norme di protezione dei dati e a chiare garanzie di sicurezza¹⁹⁷, migliorando l'efficienza dell'offerta di capitali.

¹⁹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali — Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione*, COM. 720/2021, 25/11/2021.

¹⁹² Trattasi dei fondi di investimento europei a lungo termine, impegnati nel finanziare progetti infrastrutturali e PMI nel lungo termine.

¹⁹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 720/2021, 25/11/2021.

¹⁹⁴ *Ibidem.*

¹⁹⁵ A riguardo si veda: par. 2.3.2 della Tesi.

¹⁹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 720/2021, 25/11/2021.

¹⁹⁷ *Ibidem.*

3.2- LA LEGISLAZIONE UE SUL CROWDFUNDING

A differenza dell'Italia, che nel 2012 con il d.l. 179/2012, è stato il primo paese in Europa a regolare il *crowdfunding*, la Commissione Europea ha impiegato più tempo per riuscire ad inquadrare a livello normativo questo strumento.

In una Opinione del 2014 (1378/2014) l'ESMA, ovvero l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati¹⁹⁸, ha riconosciuto il crowdfunding come una risorsa utile alle PMI per accedere al credito in via alternativa a quella tradizionale offerta dal settore bancario.¹⁹⁹ Mentre nel 2015 la Commissione, attraverso la COM. 468/2015, relativa al primo piano d'azione per la creazione dell'Unione del mercato dei capitali, ha individuato nel *crowdfunding* una grande importanza sia per i motivi precedentemente illustrati sia per il raggiungimento della CMU, ma all'epoca non esisteva ancora un quadro europeo che disciplinasse nello specifico il crowdfunding, e per di più regolare queste tipologie di strumenti ancora in crescita ed evoluzione ha sempre costituito un compito arduo, nel caso di specie bisognava trovare il corretto equilibrio tra gli obiettivi di protezione degli investitori e di espansione costante del *crowdfunding*.²⁰⁰ Ciò in quanto una regolamentazione prematura avrebbe rischiato di ostacolare questo nuovo canale di finanziamento. Così la Commissione istituì il forum delle parti interessate del crowdfunding (*Crowdfunding Stakeholder Forum*) a sostegno dell'elaborazione delle politiche in materia e avviò uno studio per raccogliere e analizzare dati sui mercati del crowdfunding in tutta l'UE e valutare l'impatto della legislazione nazionale.²⁰¹

Con i dati e le opinioni raccolte la Commissione Europea ha avanzato una proposta di regolamento con la COM. 113/2018 intitolata per l'appunto "Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese", divenuta poi nel 2020 (REG. 2020/1503) l'attuale regolamento vigente all'interno dell'UE per quanto concerne l'*equity based* ed il *lending based crowdfunding*. Il Regolamento (UE) 2020/1503 detto anche Regolamento ECSP²⁰² si suddivide in 8 capi riguardanti ognuno i diversi aspetti legislativi della raccolta di capitali tra la folla, ed è accompagnato da 79 considerando i quali forniscono le motivazioni dietro al regolamento ed ai singoli articoli che lo costituiscono, ed anche da 2 allegati relativi rispettivamente al contenuto della nuova scheda informativa sull'investimento e sui criteri che distinguono gli investitori c.d. "solistificati" da quelli "non sofisticati".

Venendo alle motivazioni che hanno portato alla stesura di tale regolamento, oltre a quelle già indicate come il raggiungimento della CMU e la possibilità per le PMI di utilizzare il *crowdfunding* come metodo di finanziamento alter-

¹⁹⁸ Si tratta di un'autorità indipendente dell'UE il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. Fonte: https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-securities-and-markets-authority-esma_it.

¹⁹⁹ ESMA, *Opinion Investment-based crowdfunding*, 1378/2014, 18/12/2014.

²⁰⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Cit.*, COM. 468/2015, 30/09/2015.

²⁰¹ *Ibidem*.

²⁰² La sigla "ECSP" sta per: *European crowdfunding service providers*.

nativo, si va ad aggiungere la necessità di rendere possibile per gli investitori compiere operazioni sulle piattaforme di tipo transfrontaliero, le quali venivano pesantemente ostacolate dalle differenze tra le varie discipline statali, nello specifico, l'esistenza di un quadro giuridico così diviso andava a creare ingenti costi legali per gli investitori di tipo *retail*, i quali di conseguenza erano scoraggiati dall'investire a livello transfrontaliero attraverso le piattaforme di *crowdfunding*. Per gli stessi motivi i gestori dei portali erano disincentivati dall'offrire i propri servizi in Stati membri diversi da quelli in cui erano stabiliti. Di conseguenza, a risentirne era il mercato del *crowdfunding* a livello di Unione, il che ha privato le imprese dell'accesso ai servizi di *crowdfunding*, soprattutto nei casi in cui tali imprese operano in mercati nazionali più piccoli.²⁰³

Il Regolamento trova applicazione nei confronti di tutti i fornitori europei di servizi di crowdfunding, mentre non sono soggetti ad esso, come sancito dal comma 2 dell'art.1:²⁰⁴

- servizi di crowdfunding forniti a titolari di progetti che sono consumatori, quali definiti all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE;
- altri servizi connessi a quelli definiti nell'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), forniti conformemente al diritto nazionale;
- offerte di crowdfunding superiori a un importo di 5 000 000 di EUR, che devono essere calcolate su un periodo di 12 mesi.²⁰⁵

Tra le novità più importanti introdotte dal Regolamento vi è sicuramente l'aver istituito una modalità di autorizzazione all'attività di fornitore di servizi di crowdfunding unica e valida in tutti gli stati membri, disciplinata dall'art.12 il quale stabilisce l'iter burocratico da seguire che si articola in una prima fase in cui il soggetto richiedente presenta all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilito la domanda di autorizzazione²⁰⁶ come fornitore di servizi di crowdfunding.²⁰⁷ Entro tre mesi dalla ricezione di una domanda completa, l'autorità competente valuta se il candidato rispetta i requisiti stabiliti dal Regolamento e adotta una decisione²⁰⁸ pienamente motivata di concessione o di rifiuto dell'autorizzazione come fornitore di servizi di crowdfunding. L'autorità competente può anche decidere di rifiu-

²⁰³Cfr. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020, considerando 6.

²⁰⁴ Ivi, art.1, comma 2.

²⁰⁵ Ai fini di tale calcolo si sommano:

- il corrispettivo totale delle offerte di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding quali definiti all'articolo 2, paragrafo 1, lettere m) e n), del presente regolamento, e gli importi raccolti tramite prestiti su una piattaforma di crowdfunding da parte di un determinato titolare di progetti; e
- il corrispettivo totale delle offerte al pubblico di valori mobiliari da parte del titolare di progetti di cui al punto i) in qualità di offerente ai sensi dell'esenzione di cui all'articolo 1, paragrafo 3, o all'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2017/1129.

²⁰⁶ Tale domanda deve contenere tutta una serie di informazioni indicate nel comma 2 dello stesso articolo.

²⁰⁷ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020, art.12, comma 1.

²⁰⁸ La decisione deve essere comunicata al candidato entro tre giorni dalla data in cui essa è stata presa.

tare l'autorizzazione qualora esistano ragioni obiettive e dimostrabili per ritenere che l'organo di gestione del candidato fornitore di servizi di crowdfunding potrebbe compromettere la sua gestione efficace, sana e prudente e la sua continuità operativa, nonché un'adeguata considerazione degli interessi dei clienti e dell'integrità del mercato.²⁰⁹

Una volta concessa l'autorizzazione l'Autorità competente la comunica all'ESMA che si appresta a iscrivere il fornitore di servizi di crowdfunding nell'apposito registro tenuto dall'Autorità europea ex art. 14 del Regolamento.

Altra novità principale è stata quella di accentrare il sistema di vigilanza in capo all'ESMA, il sistema in questione si compone delle Autorità competenti dei singoli stati membri, infatti, come definito dall'art.29 sono gli stati stessi a designare tali Autorità e ad informare successivamente l'ESMA che le iscriverà poi nel proprio sito web. I poteri delle autorità competenti sono invece sanciti dall'art.30 che conferisce loro sia poteri di indagine che di vigilanza, per quanto concerne i primi le Autorità possono ad esempio esigere che i fornitori di servizi di crowdfunding e i terzi designati a svolgere funzioni in relazione alla prestazione di servizi di crowdfunding, nonché le persone fisiche o giuridiche che li controllano o che sono da essi controllate, trasmettano informazioni e documenti²¹⁰; mentre per quanto riguarda i poteri di vigilanza rientrano fra questi: la possibilità di vietare un'offerta di *crowdfunding* se le Autorità accertano che il Regolamento è stato violato o hanno ragionevole motivo di sospettare che potrebbe essere violato, per lo stesso motivo si può anche decidere di vietare la prestazione di servizi di *crowdfunding*, oppure ancora può essere richiesto di pubblicare tutte le informazioni rilevanti che possano influire sulla prestazione del servizio di crowdfunding al fine di assicurare la tutela degli investitori o il regolare funzionamento del mercato.²¹¹

Sul fronte della tutela degli investitori sono diverse le novità di spicco introdotte dal Regolamento, innanzitutto bisogna considerare che nel redigere il regolamento la Commissione ha effettuato una distinzione tra investitori sofisticati,²¹² ovvero coloro che sono consapevoli dei rischi connessi all'investimento sui mercati dei capitali e dispongono di risorse adeguate per assumersi tali rischi senza esporsi a eccessive conseguenze finanziarie²¹³; ed investitori non sofisticati. Relativamente a quest'ultimi l'art. 21 del Reg. 2020/1503 ha introdotto il sostenimento di un test d'ingresso di verifica delle conoscenze e simulazione della capacità di sostenere perdite, in particolare i fornitori di servizi di *crowdfunding* chiedono ai potenziali investitori non sofisticati informazioni circa l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding²¹⁴. Tale valutazione viene rivista dai gestori dei portali con cadenza biennale per ogni singolo investitore non sofisticato, come sancito dal comma 3 dello stesso articolo, mentre il

²⁰⁹ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, Cit., comma 8.

²¹⁰ Ivi, art. 30, comma 1, lett. a).

²¹¹ Ivi, comma 2, lett. c), e), g).

²¹² Ivi, Allegato 2.

²¹³ Nell'Allegato 2 del Reg. 2020/1503 sono contenuti anche i requisiti che identificano gli investitori qualificati.

²¹⁴ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, Cit., art. 21, comma 2.

comma 5 prevede che questa categoria di investitori sia sottoposta anche ad una simulazione relativa alla loro capacità di sostenere perdite, calcolata in misura pari al 10 % del loro patrimonio netto, sulla base delle seguenti informazioni: a) reddito abituale e reddito totale, e se il reddito è percepito su base stabile o temporanea; b) attività, ivi compresi gli investimenti finanziari e i depositi in contante, ma esclusi gli immobili detenuti a scopo privato o d'investimento e i fondi pensione; c) impegni finanziari, ivi compresi impegni regolari, esistenti o futuri.²¹⁵ La simulazione, invece, viene rivista ogni anno dai fornitori dei servizi di *crowdfunding*.²¹⁶

L'art. 22 del Regolamento ha introdotto un periodo di riflessione precontrattuale, durante il quale il potenziale investitore non sofisticato può revocare in qualsiasi momento la sua offerta di investire o la sua manifestazione di interesse per l'offerta di *crowdfunding* senza fornire alcuna motivazione e senza incorrere in alcuna penalità²¹⁷, e che decorre dal momento in cui il potenziale investitore non sofisticato effettua la propria offerta di investimento o la propria manifestazione di interesse per l'offerta di *crowdfunding* e scade dopo quattro giorni di calendario.²¹⁸

Ultima importante novità è stata l'introduzione di una scheda contenente le informazioni chiave relative all'investimento (c.d. KIIS, *Key Investment Information Sheet*), sancita dall'art. 23 del Reg. 2020/1503. In particolare, l'articolo impone ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di fornire ai potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento redatta dal titolare del progetto per ogni offerta di *crowdfunding*. La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, inoltre, deve essere redatta in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro le cui autorità competenti hanno concesso l'autorizzazione in conformità dell'articolo 12 o in un'altra lingua accettata da tali autorità. Il comma 6 dell'art. 23 indica il contenuto del KIIS composto da una lunga serie di informazioni indicate a loro volta nell'allegato 1 del Reg. 2020/1503, da una clausola di esclusione di responsabilità e una segnalazione di rischio. Infine, viene dato il potere al fornitore di servizi di *crowdfunding* di cancellare un'offerta dal proprio portale, in caso di sopravvenute omissioni, errori o imprecisioni nella scheda che potrebbero avere ripercussioni significative sul rendimento atteso dell'investimento.²¹⁹

²¹⁵ *Ivi*, comma 5.

²¹⁶ *Ivi*, comma 6.

²¹⁷ *Ivi*, art. 22, comma 2.

²¹⁸ *Ivi*, comma 3.

²¹⁹ Cfr. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, Cit., art. 22, comma 12.

3.2.1- L'ADEGUAMENTO NORMATIVO IN ITALIA

Il d.lgs. n.30 del 10 marzo 2023, entrato poi in vigore nella data del 8 aprile dello stesso anno, ha recepito e adeguato l'ordinamento italiano alle disposizioni previste dal Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese. Il decreto di adeguamento si compone di due articoli, quello di maggiore rilevanza è sicuramente il primo in quanto ha sia apportato modifiche al TUF che nominato le autorità competenti previste dal Regolamento ECSP e che devono riferire all'ESMA.

Partendo da quest'ultime, il comma 2 dell'art.1 del d.lgs. n.30/2023 ha nominato CONSOB e Banca d'Italia come autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) 2020/1503, degli atti delegati e dalle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione del medesimo regolamento²²⁰. In particolare, i commi 3 e 4 indicano che la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, si occupa di autorizzare i fornitori di servizi di crowdfunding ai sensi dell'articolo 12 del regolamento (UE) 2020/1503 e revoca, sempre sentendo prima la Banca d'Italia, l'autorizzazione precedentemente concessa ai sensi dell'articolo 17 del medesimo regolamento. Mentre la Banca d'Italia sentita la Consob, autorizza come fornitori di servizi di crowdfunding le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all' articolo 106 del TUB e anch'essa è in grado di revocare, dopo aver sentito la Consob, l'autorizzazione ai sensi del già precedentemente citato articolo 17.²²¹ I compiti delle due Autorità si dividono nel seguente modo: la CONSOB risulta essere l'autorità incaricata di assicurare che gli obblighi in materia di trasparenza e di correttezza imposti dal regolamento ECSP vengano rispettati, inoltre ricopre anche il ruolo di punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'ESMA.²²² Banca d'Italia, invece, è l'autorità responsabile di garantire il rispetto degli obblighi previsti dal Reg. 2020/1503 relativi a:

- adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio e di partecipazioni detenibili, informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie;
- governo societario e requisiti generali di organizzazione;
- organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni, sistemi di remunerazione e incentivazione, compresa l'istituzione della funzione di controllo della conformità alle norme, ove prevista, la gestione dei rischi ivi inclusi quelli relativi alla determinazione del tasso di default, audit interno ove previsto, ed esternalizzazione di funzioni operative;
- requisiti dei partecipanti al capitale del fornitore di servizi di crowdfunding che detengono almeno il 20 per cento del capitale o dei diritti di voto;

²²⁰ D.lgs. n.30, art.1, comma 2, 10 marzo 2023.

²²¹ *Ivi*, commi 3 e 4.

²²² *Ivi*, commi 5 e 8.

- verifiche nei confronti dei titolari di progetti, indicate dall'articolo 5 del regolamento (UE) 2020/1503;
- requisiti degli esponenti aziendali del fornitore di servizi di crowdfunding.²²³

Infine, il comma 7 dell'art.1 del d.lgs. 30/2023 prevede che le due Autorità operino in collaborazione per poter ridurre gli oneri a carico dei fornitori di servizi di crowdfunding, motivo per cui il comma prevede anche che queste stipulino protocolli d'intesa o che modifichino quelli esistenti, e anche che si tengano reciprocamente aggiornate sui provvedimenti assunti e sulle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza.

Venendo adesso alle modifiche apportate al TUF dal d.lgs. 30/2023, in primis il comma 5-novies dell'art.1 del TUF è stato sostituito come segue: “5-novies. Per "servizi di *crowdfunding*" si intendono i servizi indicati all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) 2020/1503.”²²⁴ Altra importante modifica è stata l'abrogazione dell'art. 50 quinquies, mentre quella più significativa è quella relativa all'art. 100-ter che è stato riscritto nella seguente maniera: “Art. 100-ter (Offerte di *crowdfunding*). - 1. In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del Codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503.”²²⁵ Estendendo, di fatto, a tutte le S.r.l. e non più solamente alle PMI, la possibilità di usufruire dei servizi di *crowdfunding*.

²²³ D.lgs. n.30, art.1, comma 6, 10 marzo 2023.

²²⁴ *Ivi*, comma 1.

²²⁵ *Ivi*, comma 12, lett. d).

CONCLUSIONI

Le piccole e medie imprese, come ribadito più volte nell'elaborato, rappresentano un motore vitale dell'economia, e la loro capacità di accedere a risorse finanziarie adeguate è fondamentale per la loro crescita e sopravvivenza.

Nel corso di questa ricerca, si è affrontato il complesso e variegato mondo dei metodi di finanziamento per le PMI, esaminando attentamente le sfide e le opportunità che esse affrontano nel contesto economico attuale. Attraverso l'analisi delle fonti di finanziamento tradizionali e l'esplorazione delle nuove modalità di accesso al credito, si è cercato di delineare un quadro completo delle possibilità finanziarie disponibili per le piccole e medie imprese. La ricerca condotta ha permesso di approfondire gli strumenti di finanziamento tradizionali utilizzati dalle PMI, con particolare attenzione al contesto italiano e al panorama bancario. È emerso che, nonostante il ruolo cruciale delle PMI nell'economia, l'accesso al credito tradizionale può essere limitato a causa di vari fattori, tra cui la ridotta capacità di offrire garanzie e la cautela delle banche nell'erogare prestiti. Ragione per la quale l'elaborato ha anche messo in luce l'importanza delle nuove modalità di accesso al credito, come le soluzioni offerte dal *fintech*, lo *shadow banking* e il *crowdfunding*. Queste innovazioni rappresentano alternative promettenti per le PMI, consentendo loro di diversificare le fonti di finanziamento e di superare alcune delle limitazioni incontrate nel sistema bancario tradizionale.

Il fine era comprendere se queste forme di finanziamento alternative fossero in grado di ridurre la dipendenza delle PMI nei confronti delle banche, ma, per quanto queste rappresentino sicuramente dei validi strumenti di supporto alle imprese in quest'ambito, il comparto bancario resta il preferito dalle PMI in cerca di finanziamenti.

Tuttavia, bisogna certamente prendere in considerazione che non esiste una soluzione universale o una "taglia unica" per tutte le PMI. Ogni impresa è unica nel suo settore, nella sua fase di sviluppo e nelle sue esigenze finanziarie. Pertanto, la diversificazione delle fonti di finanziamento e la personalizzazione delle strategie finanziarie sono fondamentali per la sostenibilità e il successo a lungo termine delle PMI. Motivo per cui la finanza alternativa seppur non abbia ancora superato quella tradizionale, resta comunque di fondamentale importanza, specialmente in periodi come quello attuale, caratterizzati da fenomeni che hanno ripercussioni sull'economia mondiale e di traverso anche sugli istituti finanziari tradizionali.

Risulta evidente che il panorama dei metodi di finanziamento per le PMI è in continua evoluzione. Le sfide e le opportunità presentate dalle nuove modalità di accesso al credito richiedono un'analisi attenta e una risposta regolatoria adeguata da parte delle istituzioni. Le PMI che riescono a comprendere e adottare queste nuove opportunità avranno maggiori possibilità di crescita e di successo nel contesto economico attuale e futuro. È essenziale, quindi, che i responsabili delle politiche, gli imprenditori e gli operatori finanziari rimangano vigili e adattabili alle nuove sfide e opportunità che si presentano.

In definitiva, l'elaborato ha evidenziato l'importanza cruciale del finanziamento per le PMI e l'urgente necessità di un approccio integrato e flessibile per soddisfare le loro esigenze finanziarie. Attraverso la collaborazione tra istituzioni finanziarie, governi, organismi di regolamentazione e comunità imprenditoriali, è possibile creare un ambiente finanziario più favorevole e sostenibile per le PMI, promuovendo così la crescita economica e l'innovazione a livello locale e globale.

BIBLIOGRAFIA

- BANCA D'ITALIA, Documento per la Consultazione, Disposizioni di Vigilanza, *Concessione Di Finanziamenti Da Parte Di Società Veicolo Per La Cartolarizzazione Ex Legge 130/1999*, Sez. II, par. 2, marzo 2015.
- BANCA D'ITALIA, *fintech in Italia Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.
- BANCA D'ITALIA, intervento di Alessandra Perrazzelli, Vicedirettrice Generale di BI, all'Università degli studi di Insubria in occasione del Laboratorio di Finanza Digitale, *Le iniziative regolamentari per il Fintech: a che punto siamo?* 4 maggio 2021.
- BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di Vigilanza*, Tit. V, cap. III, sez. V, § 5.
- BANCA D'ITALIA, *Provvedimento Recante Disposizioni Per La Raccolta Del Risparmio Dei Soggetti Diversi Dalle Banche*, delibera 584/2016, sez. IX, 8 novembre 2016.
- BANCA D'ITALIA, *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Provvedimento del 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal Provvedimento del 16 novembre 2022, tit. V, cap. III, sez. VI, § 1.
- BANCA D'ITALIA, *relazione annuale, anno 2022-centoventinovesimo esercizio*, 31 maggio 2023.
- BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolazione italiana*, intervento presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 5 marzo 2015.
- BIASIN, SCIUTO, *il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, Banca, borsa, titoli di credito, n.5, 2016.
- CARLETTI, FCHUB, *anche le pmi diventano meno bancocentriche*, 12/11/2018.
- CCAF, World Bank and World Economic Forum (2020) *The Global Covid-19 FinTech Market Rapid Assessment Report*, University of Cambridge, World Bank Group and the World Economic Forum.
- CETRA, *Le S.R.L.-P.M.I.: Disciplina Legale E Autonomia Statutaria*, in Banca, borsa, titoli di credito, n.6, 2020, pag. 816.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Annual report on European SMEs* (2023).
- COMMISSIONE EUROPEA, *Annual Report on European SMEs, Italy-Sme fact sheet*, 2023.
- COMMISSIONE EUROPEA, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Survey on Access to Finance of Enterprises-Analytical Report*, 2022.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della commissione "una corsia preferenziale per la piccola impresa". Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la piccola impresa (uno "Small Business Act" per l'Europa)*, COM (2008) /394 def.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, COM. 2020/591, 24/09/2020, pp. 4-5.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Guida dell'utente alla definizione di PMI*, 2020.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Il crowdfunding. Cosa è? Una guida per le piccole e medie imprese*, 2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *libro verde sul sistema bancario ombra*, COM, 102/2012, 19 marzo 2012.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde, il finanziamento a lungo termine dell'Economia Europea*, COM. 150/2013, 25/03/2013.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde: Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM. 63/2015,

18/02/2015.

- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM. 468/2015, 30/09/2015.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione della commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*, 6 maggio 2003.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Un piano di investimenti per l'Europa*, COM. 903/2014, 26/11/2014.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Unione dei mercati dei capitali — Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione*, COM. 720/2021, 25/11/2021.
- D'IGNAZIO, RUSSO, STACCHINI, BANCA D'ITALIA, *Micro-entrepreneurs' financial and digital competences during the pandemic in Italy*, in *Questioni di Economia e Finanza* n. 724, pag. 22, ottobre 2022.
- ESMA, *Opinion Investment-based crowdfunding*, 1378/2014, 18/12/2014.
- F. Di Perna, *Lo Shadow Banking System E Il Ruolo Dei Fondi Di Credito Nell'intermediazione Creditizia. La "Zona D'ombra" Della Vigilanza Prudenziale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1/2016-supplemento, p.36.
- FEDERCASSE, *Credito alle PMI. Dell'Erba: "Centrale il ruolo delle banche di comunità"*, 11 gennaio 2022.
- FINANCIAL STABILITY BOARD, *"Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications"*, 22 Maggio 2017.
- FSB, *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation*, 2022.
- FSB, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, Recommendation of the Financial Stability Board, 27 October 2011.
- G. QUARANTA, *Il crowdfunding*, *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n.4, G. Giappichelli Editore, 2017, pag. 917.
- GUFFANTI, SANNA, *La nuova disciplina dei fondi di credito*, *Opinioni- Diritto dei mercati finanziari*, Le Società, 8-9 2017, pag. 1010.
- IVASS, *Relazione sull'attività svolta dall'Istituto nell'anno 2021*.
- JUNKER, *Un nuovo inizio per l'Europa- Il mio programma per l'occupazione, la crescita, l'equità e il cambiamento democratico*, 15 luglio 2014.
- MESSINA, *Finance for SMEs European Regulation and Capital Markets Union – Focus on Securitization and Alternative Finance Tools*. Kluwer Academic, 2019.
- MESSINA, *Mini bonds unpicked*, *International Financial Law Review*, 16/4/2018.
- MESSINA, ROSSANO, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Rivista di Diritto Societario*, fascicolo 1-2021, pag. 210.
- NUZZO, *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, in *Questioni di Economia e Finanza (occasional papers)*, n. 372, p. 31, febbraio 2017.
- PIRANI, *Un'analisi empirica delle PMI innovative: Much ado about nothing?* in: *Giurisprudenza Commerciale*, 6(2018), pp. 1012-1044.
- POLICARO, *I fondi di credito: un'opportunità per le piccole-medie imprese, un rischio (regolamentato) per gli investitori/proprietari collettivi*, IX Convegno Annuale Dell'associazione Italiana Dei Professori Universitari Di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale" "Problemi Attuali Della Proprietà Nel Diritto

to Commerciale”, Roma, 23/24 febbraio 2018.

- POLITECNICO DI MILANO, 6° Quaderno di Ricerca, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 23 novembre 2023, pag. 37.
- POLITECNICO DI MILANO, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, pag.14.
- Racc. 2003/361/CE, art.2.
- RESTELLI, *Le Frontiere Mobili Della Cartolarizzazione*, in Banca, borsa, titoli di credito n.6, 2020, pag. 926.
- Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: *l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario* (2016/2243(INI)).
- ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in Rivista di Diritto Societario, fascicolo 3-2019, pag. 527.
- VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in Rivista delle Società, n.2-3, 2014, pag.372.

SITOGRAFIA

- <https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getArticolo&id={CB1C9AFA-993E-4C9B-98FA-DF3F63BE2D3}&codiceOrdinamento=200000100000000&articolo=Articolo%201.>
- <https://economiepertutti.bancaditalia.it/chiedere-prestito/crowdfunding/?dotcache=refresh#r2.>
- https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/search-all-eu-institutions-and-bodies/european-securities-and-markets-authority-esma_it.
- <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox>
- https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanziamenti-raccolta/2023-finanziamenti-raccolta/statistiche_STAFINRA_20230630.pdf .
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/diritto-di-opzione.html>.
- <https://www.brocardi.it/codicecivile/libroquinto/titolov/capovii/sezionev/art2481bis.html#:~:text=Nella%20s.r.l.%20l'aumento%20%20C3%A8,solo%20quando%20sar%20C3%A0%20interamente%20sottoscritto.>
- <https://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>
- <https://www.crowd-funding.cloud/it/invoice-425.asp>.
- <https://www.crowd-funding.cloud/it/royalty-141.asp>.
- <https://www.crowd-funding.cloud/it/royalty-243.asp>.
- <https://www.finriskalert.it/finanziamenti-alla-pmi-da-parte-delle-imprese-assicurative-di-giulia-mele/>
- <https://www.fondidigaranzia.it/conosci-il-fondo/>.
- <https://www.fondoitaliano.it/it/identita/profilo-e-strategia>
- <https://www.oracle.com/it/erp/what-is-erp/>.